ODIN Global

Små ord om våre beste globale ideer



ODIN skaper verdier for fremtiden

ODIN

Innhold

3 | *Forord*
4 | *ABInBev*
5 | *Accenture*
6 | *Alphabet*
7 | *Atlas Copco*
8 | *Ball*
9 | *Bank of the Ozarks*
10 | *Bid Corporation*
11 | *Bunzl*
12 | *Compass Group*
13 | *DCC*
14 | *Diploma*
15 | *First Republic Bank*
16 | *Halma*
17 | *HDFC Bank*
18 | *Henkel*
19 | *IMCD*
20 | *Indutrade*
21 | *Kerry Group*
22 | *Lifco*
23 | *Medtronic*
24 | *Priceline*
25 | *Reckitt Benckiser*
26 | *Roper Technologies*
27 | *SAP*
28 | *Signature Bank*
29 | *Unilever*
30 | *3M*

Selskapet er et heleid datterselskap av SpareBank 1 Gruppen AS
Organisasjonsnummer:
SpareBank 1 Gruppen AS 975 966 372
ODIN Forvaltning AS 957 486 657

UTGITT MARS 2017

Forord

Når du kjøper et aksjefond, kjøper du en samling enkeltinvesteringer. Før du investerer i et aksjefond bør du forstå filosofien som ligger til grunn for forvaltningen og studere innholdet i fondet.

I denne brosjyren har vi kort beskrevet hva vi har investert i og hvorfor vi tror på disse investeringene. Det er avkastningen fra våre investeringer som gir deg fondsavkastningen. Derfor må du vite hva vi har investert i.

I ODIN Global har vi satt sammen et aksjefond med flere ulike selskaper, men som har èn fellesnevner. Selskapene vi har investert i har evne til å vokse lønnsomt i årene fremover. Lønnsom vekst er kritisk viktig for å oppgå god avkastning på aksjeinvesteringer.

Når du forstår hva vi har investert i, og hvorfor vi har investert i nettopp disse selskapene, tror vi du vil oppleve risikoen ved våre aksjeinvesteringer som langt mindre enn om du ikke har studert selskapene.

God lesning!



ABInBev

Vi eier ABInBev på grunn av kulturen og ledelsen i selskapet og en dominerende global markedsposisjon som kommer til å vare i mange tiår fremover.

Bedriftskulturen preges av et sterkt kostnadsfokus og en eiermentalitet blant ansatte som gjør at selskapet er det mest lønnsomme ølselskapet i verden. De mest sentrale ansatte i ABInBev er sterkt incentivert til å levere på vekst- og lønnsomhetsmål. Kun 40% av aksjene i ABInBev er i fri flyt, resterende er fordelt på de opprinnelige gründerne og større familier som gjennom historien har solgt sine bryggerier til ABInBev. Dette er med på å legge grunnlag for langsiktige disposisjoner hos ledelsen. Dagens CEO Carlos Brito har vært med på å bygge ABInBev helt fra starten på 90-tallet.

ABInBev har 30% global markedsandel innen øl. Selskapet står bak kjente merkevarer som Corona, Budweiser og Stella Artois. Selskapet har en sterk tilstedeværelse i fremvoksende markeder hvor 60% av driftsresultatet kommer fra. De viktigste markedene er Brasil og Mexico hvor ABInBev har henholdsvis 70% og 50% markedsandel.



Etter en rekke oppkjøp av konkurrenter over mange år, og seneste oppkjøp av SABMiller i 2016, tror vi selskapet i årene fremover vil overraske med sterk organisk vekst.

Anheuser-Busch InBev SA/NV Sponsored ADR						Consumer Staples /Beverages	
Market Value (mill.)	184 917	Price	108,76			Price currency	USD
Net debt (mill.)	45 110					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	230 027					FX rate (NOK)	8,34
Year end (December)	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**
Sales (mill.)	39 127	40 048	43 224	46 347	43 369	45 198	56 502
EBIT (Operating Income - mill.)	11 956	12 154	13 092	13 860	12 664	13 637	17 933
Net Income (reported - mill.)	5 867	7 296	14 404	9 076	8 228	2 561	9 434
Equity	37 492	41 154	50 365	48 466	42 137	76 654	79 260
Return on Equity (%)	15,6 %	17,7 %	28,6 %	18,7 %	19,5 %	3,3 %	11,9 %
EPS	3,7	4,5	8,9	5,6	5,0	3,4	4,8
Book value per share	23,5	25,7	31,4	30,2	26,2	39,6	39,6
DPS	1,3	1,8	2,3	2,9	3,2	3,8	3,9
Price/Earnings	16,6	19,5	12,0	20,2	24,9	31,8	22,7
Price/Book Value	2,6	3,4	3,4	3,7	4,8	2,7	2,7
EV/EBIT	11,4	14,6	16,8	16,8	19,8	16,9	12,8
Dividend Yield (%)	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %	3,5 %	3,6 %

Accenture

Vi har investert i Accenture fordi vi mener selskapet er godt posisjonert i en stadig mer digital hverdag. Teknologiske endringer er positivt for Accenture sin virksomhet ettersom det bidrar til økt etterspørsel etter selskapets konsulenttjenester.



Selskapet opererer i skjæringspunktet mellom strategi og teknologi. Accenture har en svært fleksibel forretningsmodell som gjør selskapet istand til å redusere kostnadene raskt i svakere tider. En, av flere, konkurransefortrinn hos Accenture er selskapets globale virksomhet som gjør selskapet attraktivt å samarbeide med for multinasjonale selskaper. 92 av selskapets 100 største kunder har vært kunde hos Accenture i over 10 år.

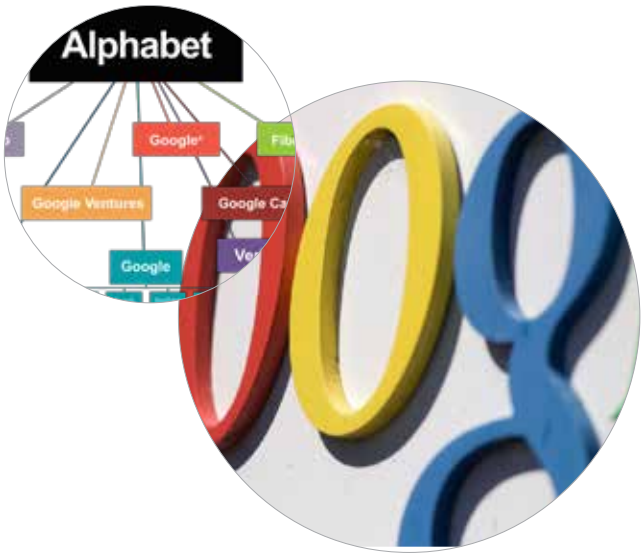
Accenture leverer stabil vekst og høy avkastning på kapitalen. Selskapet er netto gjeldfritt og genererer sterk kontantstrøm. Vi mener selskapet er betydelig overkapitalisert og at det bør utbetales ekstraordinært utbytte. Accentures store outsourcing-divisjon, hvor Accenture tar over sentrale IT-driftsoppgaver for kundene bidrar til høy stabilitet og visibilitet i inntjeningen.

Vi mener kulturen i Accenture er unik og skiller seg ut på en positiv måte i forhold til konkurrentene. Kulturen preges av et sterkt prestasjonsmiljø og gode utviklingsmuligheter for ansatte som legger ned stor innsats og gode prestasjoner.

Accenture Plc Class A					Information Technology /IT Services		
Market Value (mill.)	76 260	Price	122,48		Price currency		USD
Net debt (mill.)	-4 052				Reporting currency		USD
Enterprise Value (mill.)	72 207				FX rate (NOK)		8,34
Year end (August)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	29 778	30 394	31 875	32 914	34 798	34 602	36 817
EBIT (Operating Income - mill.)	3 909	4 117	4 384	4 421	4 787	5 115	5 514
Net Income (reported - mill.)	2 554	3 282	2 941	3 054	4 112	3 851	4 111
Equity	4 146	4 960	5 732	6 134	7 555	8 468	9 606
Return on Equity (%)	61,6 %	66,2 %	51,3 %	49,8 %	54,4 %	45,5 %	42,8 %
EPS	3,8	4,9	4,5	4,8	6,5	5,9	6,4
Book value per share	6,5	7,8	9,1	9,8	12,2	13,2	14,2
DPS	1,4	1,6	1,9	2,0	2,2	2,4	2,6
Price/Earnings	16,0	14,7	17,9	19,8	17,8	20,9	19,1
Price/Book Value	9,4	9,3	8,9	9,6	9,4	9,3	8,6
EV/EBIT	9,9	11,3	11,8	13,6	15,2	14,1	13,1
Dividend Yield (%)	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,2 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %



Alphabet



Vi har investert i Alphabet på grunn av deres dominerende markedsposisjon innen online reklame, en posisjon som vi mener er så sterk at den vil vare mange år.

Hele 33% av verdens reklamemarked er i dag online, opp fra 16% i 2010. Alphabet har i samme periode økt sin globale markedsandel innen online reklame fra 49% til 58%. Søkevirksomheten står for omtrent 70% av Alphabet sine inntekter. Søk fra mobil utgjør over 50% av topplinjen. Investering i Alphabet handler om hvorvidt selskapets markedsposisjon innen online søk beholdes og styrkes i årene fremover. Framover vil selskapet fortsette å investere 70% i kjernevirksomheten (søk), 20% i nye aktiviteter og 10% i "spekulative" prosjekter.

Vi mener eierstrukturen, hvor gründerne og hovedeierne Larry Page og Sergey Brin gjør at Alphabet er istand til å ta langsiktige strategiske beslutninger. Selskapets nye CFO, Ruth Porat, tidligere CFO i Morgan Stanley, har bidratt med mer finansiell disiplin, en ny holdingstruktur og bedre transparens i rapportering. 15% av markedskapitaliseringen er netto kontanter.

Alphabet Inc. Class C						**Information Technology /Internet Software & Services**	
Market Value (mill.)	578 865	Price	831,33			Price currency	USD
Net debt (mill.)	-82 398					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	496 467					FX rate (NOK)	8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	49 958	59 730	65 830	73 590	89 733	87 451	101 400
EBIT (Operating Income - mill.)	13 119	13 994	16 703	17 961	23 177	36 062	42 226
Net Income (reported - mill.)	10 788	12 214	13 928	15 826	19 478	23 437	27 660
Equity	71 715	87 309	103 860	120 331	139 036	165 499	200 153
Return on Equity (%)	15,0 %	14,0 %	13,4 %	13,2 %	14,0 %	14,2 %	13,8 %
EPS	16,2	18,0	19,5	22,8	27,9	33,3	39,2
Book value per share	108,8	130,1	152,7	175,1	201,1	236,7	280,3
DPS							
Price/Earnings	21,9	31,2	27,2	33,2	27,7	25,0	21,2
Price/Book Value	3,3	4,3	3,5	4,3	3,8	3,5	3,0
EV/EBIT			18,1	25,5	19,7	13,8	11,8
Dividend Yield (%)							

Atlas Copco



Atlas Copco er blant de mest veldrevne industriselskapene vi finner globalt.

Atlas sin kompressorvirksomhet utgjør omtrent halvparten av salget. Kompressorer og trykkomprimering brukes til mange formål, for eksempel levering av trykkluft til verktøydrift og i en rekke produksjonsprosesser. Reduksjon av energi i produksjonsprosesser er en av drivkreftene bak Atlas sin innovasjon innen denne divisjonen. Atlas leverer også utstyr inn mot bygg/anlegg og gruvedrift.

Service og ettermarkedsvirksomheten er økende og utgjør i dag 45 prosent av selskapets omsetning. Det bidrar til stabilitet og større grad av forutsigbarhet i resultatutviklingen sammenlignet med mange andre industriselskaper. Atlas sin desentraliserte struktur fører til tett kundekontakt og raske beslutninger.

Finansielt viser selskapet god vekst kombinert med høy kapitalavkastning. Selskapets sterke kontantstrøm har ved flere anledninger ført til beslutning om ekstraordinære utbytter.

Selskapet har annonsert at det skal skille ut sin kompressordivisjon i løpet av 2018. Vi tror en splitt av selskapet vil føre til mer fokuserte enheter og vil åpne opp for videre konsolideringsmuligheter.

Atlas Copco AB Class B							Industrials /Machinery
Market Value (mill.)	349 083	Price	264,10			Price currency	SEK
Net debt (mill.)	12 394					Reporting currency	SEK
Enterprise Value (mill.)	361 477					FX rate (NOK)	0,93
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	90 533	83 888	93 721	102 161	101 356	112 036	116 069
EBIT (Operating Income - mill.)	19 074	17 002	16 805	19 666	19 155	22 996	24 460
Net Income (reported - mill.)	13 901	12 072	12 169	11 717	13 768	16 243	17 376
Equity	34 131	39 647	50 575	46 591	53 105	61 069	69 836
Return on Equity (%)	40,7 %	30,4 %	24,1 %	25,1 %	25,9 %	26,6 %	24,9 %
EPS	11,5	10,0	10,0	9,6	9,8	13,3	14,3
Book value per share	28,1	32,7	41,5	38,3	43,7	50,0	57,5
DPS	5,5	5,5	6,0	12,3	6,8	7,1	7,5
Price/Earnings	13,8	16,4	20,1	20,3	25,3	19,8	18,5
Price/Book Value	5,6	5,0	4,8	5,1	5,7	5,3	4,6
EV/EBIT	10,5	12,1	15,4	12,8	16,4	15,7	14,8
Dividend Yield (%)	3,5 %	3,4 %	3,0 %	6,3 %	2,7 %	2,7 %	2,8 %

Ball

Amerikanske Ball er verdens største produsent av metallemballasje for drikkevareindustrien. Selskapet produserer brus- og ølbokser for kunder som Coca Cola, Pepsi og ABInBev.

Ball har en global markedsandel på 50%. Med en årlig produksjon på 50 mrd. bokser i året har selskapet skalafordeler ingen andre emballasjeprodusenter kan måle seg med. Emballasjeindustrien for drikkevarebransjen er konsolidert.

Veksten i Ball sine resultater i årene framover kommer både som følge av vekst i konsumet av drikkevarer, og som følge av store synergier etter oppkjøpet av konkurrenten Rexam i 2015. Ball har vist en sterk evne til innovasjon, og andelen høymargin spesialprodukter er stigende. Stabilt stigende etterspørsel og en prisingsmekanisme som gjør at prisendringer på aluminum blir lastet over på kundene har ført til svært stabile marginer og forutsigbar resultatutvikling.



Vi er veldig positive til oppkjøpet og integreringen av Rexam og tror på sterk resultatvekst i årene fremover. Ball er kjent for sin "EVA-kultur" (Economic Value Added) og har historisk vist sterk evne til å allokere kapital. Selskapets ansatte eier 11% av Ball.

Ball Corporation						Materials /Containers & Packaging	
Market Value (mill.)	12 773	Price	73,07		Price currency		USD
Net debt (mill.)	7 452				Reporting currency		USD
Enterprise Value (mill.)	20 225				FX rate (NOK)		8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	8 736	8 468	8 576	7 990	9 116	10 863	11 055
EBIT (Operating Income - mill.)	890	874	976	821	800	1 306	1 469
Net Income (reported - mill.)	406	406	470	281	224	587	847
Equity	1 115	1 200	1 033	1 251	3 502	4 337	4 697
Return on Equity (%)	36,5 %	33,9 %	45,5 %	22,4 %	6,4 %	13,5 %	18,0 %
EPS	2,6	2,7	3,3	2,0	1,4	4,2	5,0
Book value per share	7,4	8,4	7,5	8,8	16,7	24,5	25,9
DPS	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Price/Earnings	17,5	18,9	20,7	36,5	54,0	17,4	14,5
Price/Book Value	6,0	6,1	9,0	8,3	4,5	3,0	2,8
EV/EBIT	11,7	12,7	13,2	18,5	23,8	15,5	13,8
Dividend Yield (%)	0,9 %	1,0 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %

Bank of the Ozarks

Bank of the Ozarks utmerker seg med sin ledelse, sin vekstmodell og sine historiske resultater.

Banken ble startet i 1979 i Arkansas og har siden ekspandert til 9 stater i USA. Mye av ekspansjonen har skjedd etter finanskrisen gjennom 13 oppkjøp. Kjerneaktiviteten i banken er utlån hvor 80% av inntektene er netto renteinntekter.

CEO George Gleason eier 5% av banken og startet banken i 1979. Toppledelsen eier til sammen 9% av banken. Gleason har ledet banken i 38 år og 62-åringen er i dag CEO og Chairman. Siden oppstarten i 1979 har banken aldri hatt et år med tap. Banken har spesialisert seg innen lån til næringseiendom og har vokst mye både organisk, men også gjennom oppkjøp av konkurrenter. Dagens låneportefølje er konsentrert mot næringseiendom (53%) og bygg- og anlegg (27%). 89% av låneboken har eiendom som pant.



Finansielt utmerker banken seg med svært kostnadseffektiv drift. Deres cost-to-income ligger rundt 35% og har alltid ligget godt under gjennomsnittet av amerikanske banker. Siden børsnotering i 1997 har resultat per aksje økt 19% årlig, og banken har økt utbyttet hvert år.

Bank of the Ozarks, Inc.							Financials /Banks
Market Value (mill.)	6 702	Price	55,27			Price currency	USD
Net debt (mill.)	-423					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	6 280					FX rate (NOK)	8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	256	283	364	515	704	956	1 097
Net Income (reported - mill.)	77	87	119	182	270	367	444
Equity	508	625	908	1 465	2 792	3 075	3 424
Return on Equity (%)	15,2 %	13,9 %	13,1 %	12,4 %	9,7 %	11,9 %	13,0 %
EPS	1,1	1,2	1,5	2,1	2,6	3,1	3,6
Book value per share	7,2	8,5	11,4	16,2	23,0	25,3	28,2
DPS	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8
Price/Earnings	15,1	23,5	24,9	23,7	20,4	18,1	15,2
Price/Book Value	2,3	3,3	3,3	3,1	2,3	2,2	2,0
Dividend Yield (%)	1,5 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %



Bid Corporation



BidCorp er, etter vår mening, det mest veldrevne og interessante foodservice-selskapet globalt. 95% av salget hos BidCorp genereres utenfor Sør Afrika i 30 land - primært i Europa, Storbrinannia, Australia og New Zealand.

Selskapet har siden oppstarten på slutten av 1980-tallet vært preget av en svært sterk entrepenørånd og har en desentralisert struktur. 300 000 kunder betjenes ut fra 260 varehus verden over. BidCorp ble skilt ut fra konglomeratet Bidvest i mai 2016.

Veksten innen foodservice er drevet av at konsumenter i stadig større grad spiser utenfor hjemmet på cafèer, restauranter og "on the go". Foodservice-industrien globalt er svært fragmentert med gode konsoliderings- og vekstmuligheter noe BidCorp utnytter til det fulle. Selskapet vokser godt både organisk og gjennom oppkjøp. Selskapet har svært lite gjeld, noe som legger forholdene til rette for fortsatt gode oppkjøp.

Dagens styreformann Brian Joffe har vært sentral i oppbyggingen av selskapet siden starten på 1980-tallet.

Bid Corp. Ltd.				Consumer Staples /Food & Staples Retailing	
Market Value (mill.)	90 056	Price	268,50	Price currency	ZAR
Net debt (mill.)	1 673			Reporting currency	ZAR
Enterprise Value (mill.)	91 729			FX rate (NOK)	0,65
Year end (June)				**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)				135 538	133 991	145 423
EBIT (Operating Income - mill.)				4 784	5 468	6 031
Net Income (reported - mill.)				3 280	3 869	4 348
Equity				24 081	26 315	28 753
Return on Equity (%)				13,6 %	14,7 %	15,1 %
EPS				39,8	11,5	12,8
Book value per share				72,6	78,9	86,3
DPS				2,4	4,6	5,3
Price/Earnings				6,9	23,4	20,9
Price/Book Value				3,8	3,4	3,1
Dividend Yield (%)				0,9 %	1,7 %	2,0 %

Bunzl

Bunzl er notert i Storbritannia, men har 85% av sin omsetning utenfor sitt hjemmemarked. Bunzl er et distribusjonsselskap som leverer en rekke ulike forbruksartikler til bedriftskunder i 29 land verden over. Eksempler på produkter som distribueres av Bunzl er servietter, hansker, pappkopper, dopapir, arbeidsklær, såper og andre forbruksartikler. Kundene er alt fra restauranter til skoler, hoteller, sykehus og industribedrifter.

Bunzl sin vekst er drevet av oppkjøp og konsolidering av sluttmarkedene. Markedet for distribusjon av disse produktene er svært fragmentert og byr på gode muligheter for Bunzl til å kjøpe familieeide distributører. Outsourcing av disse tjenestene blant kundene er i vekst og Bunzl fungerer som en «one stop shop» for en rekke forbruksartikler. Det forenkler kundenes hverdag. Bunzl sørger også for lavere lagerbinding hos kundene. Eksempel på leverandører til Bunzl er 3M, SCA , Kimberly-Clark og Ecolab.



Bunzl sin forretningsmodell krever lite kapital, har sterk kontantgenerering, lave reinvesteringsbehov og høy avkastning på kapitalen. Beslutningene skjer lokalt i de underliggende bedriftene av hands-on ledelse med fullt resultatansvar. Incentivene kommer fra toppnivå og baserer seg på lønnsom vekst.
Vi har møtt ledelsen flere ganger. De gir et solid inntrykk og har en klar strategi for selskapet i årene fremover.

Bunzl plc					Industrials /Trading Companies & Distributors		
Market Value (mill.)	7 306	Price	21,77		Price currency		GBP
Net debt (mill.)	1 187				Reporting currency		GBP
Enterprise Value (mill.)	8 493				FX rate (NOK)		10,45
Year end (December)	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**
Sales (mill.)	5 110	5 359	6 098	6 157	6 490	7 417	8 084
EBIT (Operating Income - mill.)	288	303	355	368	386	521	564
Net Income (reported - mill.)	124	195	207	211	233	283	316
Equity	807	886	940	984	1 016	1 116	1 254
Return on Equity (%)	15,3 %	22,1 %	22,0 %	21,4 %	22,9 %	25,3 %	25,2 %
EPS	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	1,0	1,1
Book value per share	2,3	2,7	2,8	2,9	3,1	3,4	4,0
DPS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Price/Earnings	23,1	17,2	22,8	27,3	26,5	21,3	19,8
Price/Book Value	3,9	3,8	5,1	6,0	6,1	6,4	5,5
EV/EBIT	12,3	13,4	15,9	18,3	19,1	16,3	15,1
Dividend Yield (%)	3,0 %	2,8 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,1 %

Compass Group



Compass er verdens største og mest lønnsomme kantineoperatør. Selskapet betjener kontoransatte, skoleelever, studenter, eldresentre og sykehus med måltider.

Selskapet opererer på langsiktige kontrakter med sine kunder og har betydelige skalafordeler ved innkjøp av råmaterialer. Den største delen av virksomheten er i USA. I USA betjener Compass 96 av Fortune 100-selskapene. Eksempler på kunder er Google, Disney og Amazon. 97% av kundene i år forblir kunder neste år.

Vekstdriveren hos Compass er fortsatt økende outsourcing av kantinedrift. De fleste arbeidsplasser i dag drifter egne kantiner, men stadig flere bedrifter ser fordelene av å outsource denne delen av virksomheten til Compass for å redusere kostnader og forbedre matopplevelsen for de ansatte.

Selskapets kostnadsfokus er unik i industrien og sikrer bedre lønnsomhet enn konkurrentene. Slutt-markedet for Compass er fortsatt fragmentert og byr på flere oppkjøpsmuligheter i årene fremover.

Finansielt leverer selskapet topplinjevekst på omtrent 5% årlig og marginene tror vi vil fortsette å stige basert på en gjentakelse av suksessen Compass har hatt i USA i blant annet Europa.

Compass Group Plc Sponsored ADR					Consumer Discretionary /Hotels Restaurants & Leisure		
Market Value (mill.)	30 188	Price	18,36		Price currency		USD
Net debt (mill.)	3 959				Reporting currency		GBP
Enterprise Value (mill.)	34 147				FX rate (NOK)		8,34
Year end (September)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	16 997	17 568	17 109	17 565	19 532	23 017	24 122
EBIT (Operating Income - mill.)	1 158	1 231	1 215	1 244	1 389	1 710	1 808
Net Income (reported - mill.)	608	426	865	868	988	1 172	1 251
Equity	3 231	2 781	1 839	1 937	2 505	3 041	3 661
Return on Equity (%)	18,8 %	15,3 %	47,0 %	44,8 %	39,5 %	38,5 %	34,2 %
EPS	0,5	0,4	0,8	0,8	0,9	0,7	0,8
Book value per share	3,0	2,7	1,8	1,8	2,0	1,8	2,2
DPS	0,3	0,4	1,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Price/Earnings	21,7	37,7	19,8	19,8	22,7	20,1	19,0
Price/Book Value	3,9	5,5	9,1	9,0	9,8	8,1	6,8
EV/EBIT	12,4	14,2	16,1	15,9	18,2	15,9	15,1
Dividend Yield (%)	2,6 %	2,6 %	8,5 %	2,5 %	1,9 %	2,4 %	2,5 %

DCC

DCC er, i våre øyne, helt unik innen kapitalallokering.

Ledelsen har gjentatte ganger vist sin ekspertise gjennom svære gode oppkjøp innenfor alle forretningsområdene. Vi har møtt ledelsen flere ganger og er imponert over deres evne til å kombinere et sterkt konkurranseinstinkt med en jordnær og konservativ innstilling og gjennomføring av svært attraktive oppkjøp.

Omtrent 40% av DCC sitt driftsresultat er distribusjon av LPG til industrielle kjøpere over hele Europa. Selskapet distribuerer også en rekke medisinske produkter og teknologiprodukter.

Selskapet har lave driftsmarginer, men høy omløpshastighet på kapitalen, noe som gjør at avkastning på egenkapitalen ligger på 13%. De lave distribusjonsmarginene fungerer som inngangsbarriere for nye aktører.



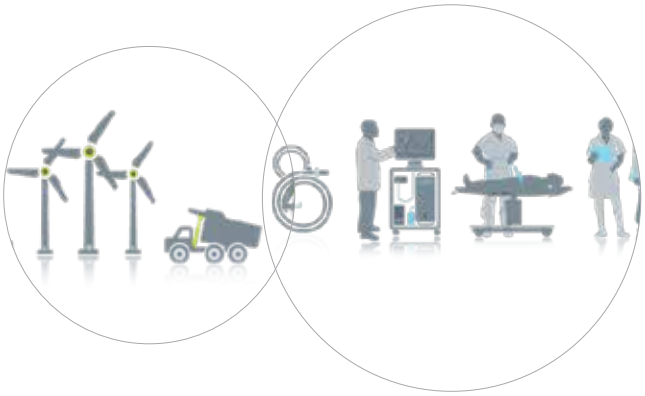
Vi forventer at DCC vil fortsette konsolideringen av sine sluttmarkeder i årene fremover gjennom flere store oppkjøp. Dette vil gi høy og lønnsom resultatvekst i mange år fremover.

DCC Plc						Industrials /Industrial Conglomerates	
Market Value (mill.)	6 054	Price	68,20			Price currency	GBP
Net debt (mill.)	381					Reporting currency	GBP
Enterprise Value (mill.)	6 435					FX rate (NOK)	10,45
Year end (March)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	9 218	10 560	11 231	10 606	10 601	12 092	12 967
EBIT (Operating Income - mill.)	136	155	178	181	249	358	390
Net Income (reported - mill.)	88	106	121	129	178	230	265
Equity	843	890	941	983	1 320	1 490	1 646
Return on Equity (%)	10,5 %	11,9 %	12,9 %	13,1 %	13,5 %	15,4 %	16,1 %
EPS	1,1	1,3	1,4	1,6	2,0	3,0	3,3
Book value per share	10,1	10,6	11,2	11,7	14,9	16,8	18,5
DPS	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2
Price/Earnings	14,9	17,9	22,5	24,8	30,4	22,9	20,7
Price/Book Value	1,6	2,1	2,9	3,4	4,1	4,1	3,7
EV/EBIT	11,4	14,2	15,9	19,9	23,0	18,0	16,5
Dividend Yield (%)	4,1 %	3,2 %	2,4 %	2,1 %	1,6 %	1,6 %	1,8 %



DIPLOMA PLC

Diploma



Diploma er en distributør av en rekke nisjeprodukter til flere industrier. Selskapet består av mange underliggende, desentraliserte selskaper med stor autonomi, egen lokal ledelse og nærhet til kundene. Diploma knytter seg tett til kundene gjennom salg av sine produkter over kundens driftsbudsjett snarere enn investeringsbudsjett. Kombinasjonen av teknisk salg og rådgivning gjør kundeforholdene sterke. Selskapet opererer innen 3 forretningsområder; Life Science, Seals og Controls. Innen førstnevnte segment distribuerer Diploma utstyr til kirurger, primært i Canada og Australia. Innen Seals-divisjonen er Diploma, gjennom selskapet Hercules, den største distributøren av pakninger til anleggsmaskiner i USA. Hercules sikrer kundene leveranse av kritiske driftskomponenter «over natten» til alt fra gravemaskiner til traktorer. Control-divisjonen leverer spesialutstyr til elektroniske applikasjoner innen blant annet togindustrien og motorsport i Europa. Selskapet har langsiktige distributøravtaler som sikrer stabil resultatutvikling.

Vi har møtt CEO Bruce Thompson og CFO Nigel Lingwood flere ganger. De gir et svært solid inntrykk, har et sterkt eierskap til Diploma og har siden 1990-tallet bygd Diploma til hva selskapet er i dag. De siste 15 årene har resultat per aksje økt med 15% i året og utbyttet per aksje har økt med 15% i året. Selskapet er preget av en klar entrepenørånd og lokale beslutninger. 75% av omsetningen hos Diploma er utenfor Storbritannia.

Diploma er fortsatt et lite selskap med en markedskapitalisering på drøyt 1 milliard pund. Selskapets størrelse kombinert med vekstmulighetene gjennom oppkjøp gjør at vi har stor tro på at Diploma vil kunne vokse mye og lønnsomt i mange år fremover.

Diploma PLC						Industrials /Trading Companies & Distributors	
Market Value (mill.)	1 212	Price	10,70		Price currency		GBP
Net debt (mill.)	-11				Reporting currency		GBP
Enterprise Value (mill.)	1 201				FX rate (NOK)		10,45
Year end (September)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	260	286	306	334	383	432	449
EBIT (Operating Income - mill.)	47	49	51	53	56	69	73
Net Income (reported - mill.)	31	35	36	37	38	39	42
Equity	166	177	184	190	234	260	284
Return on Equity (%)	18,9 %	19,5 %	19,3 %	19,4 %	16,4 %	15,1 %	14,8 %
EPS	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Book value per share	1,5	1,6	1,6	1,7	2,1	3,0	3,0
DPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Price/Earnings	17,0	21,3	22,0	20,5	25,9	22,6	21,6
Price/Book Value	3,2	4,2	4,2	4,0	4,3	3,6	3,6
EV/EBIT	11,2	14,7	14,9	14,1	17,5	17,4	16,5
Dividend Yield (%)	3,0 %	2,4 %	2,5 %	2,7 %	2,3 %	2,1 %	2,2 %



FIRST REPUBLIC BANK
It's a privilege to serve you®

First Republic Bank



First Republic Bank er en bank som fokuserer på høyinntekts-kunder og har opprettet sine kontorer i områder hvor høyinntektsfamilier er godt representert.

Dette innebærer at banken satser i 4 kjernemarkeder; New York, Boston, San Fransisco og Los Angeles. First Republic er fortsatt små i disse markedene med 4% markedsandel innen høyinntektssegmentet. Selskapet betjener i dag 70 000 høyinntektsfamilier, opp fra 16 000 i 2003. New York er det markedet med høyest tetthet av kjernekunder ettersom byen står for 22% av USAs «high-net worth households».

First Republic har en sterk forretningsmodell som skiller seg fra andre banker. Kulturen preges av entrepenørskap og hver «relationship manager» eier kundeforholdet og blir kompensert som en eier av banken. Den kundeansvarliges avlønning er tett knyttet opp mot kunden, noe som fører til en svært konservativ lånepraksis for å unngå tap. Kulturen er preget av ekstraordinær kundeservice og mye av bankens vekst består av «word-of-mouth referrals» - at nye kunder blir anbefalt av eksisterende kunder av banken.

Vekstdriverne hos First Republic er en stadig økende andel høyinntektsfamilier og at disse bosetter seg i byene hvor First Republic holder til. First Republic sine tjenester strekker seg fra lån til formuesforvaltning. Selskapets forretningsmodell har historisk skapt høy og lønnsom vekst. Vi mener det er vanskelig å kopiere First Republic sin forretningsmodell da det krever nærhet til kunden i alle produktkategorier, ikke bare i innenfor lån og formuesforvaltning.

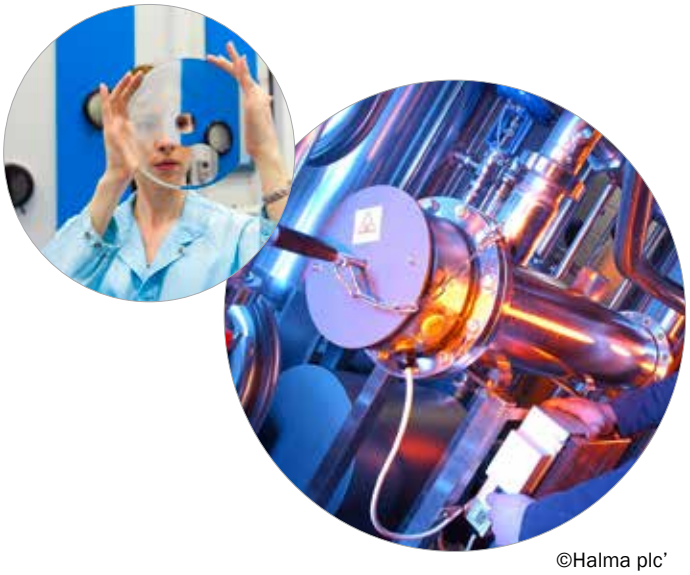
First Republic Bank							Financials /Banks
Market Value (mill.)	14 304	Price	95,29			Price currency	USD
Net debt (mill.)	4 225					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	18 529					FX rate (NOK)	8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	1 472	1 608	1 811	2 002	2 376	2 741	3 056
Net Income (reported - mill.)	402	462	487	522	673	720	854
Equity	3 399	4 160	4 778	5 706	6 909	6 853	7 474
Return on Equity (%)	11,8 %	11,1 %	10,2 %	9,2 %	9,7 %	10,5 %	11,4 %
EPS	2,8	3,1	3,1	3,2	3,9	4,5	5,3
Book value per share	22,1	24,6	28,1	32,3	37,4	41,3	45,9
DPS	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Price/Earnings	11,9	16,9	17,0	20,8	23,4	21,0	18,2
Price/Book Value	1,5	2,1	1,9	2,0	2,5	2,3	2,1
Dividend Yield (%)	0,9 %	0,9 %	1,1 %	0,9 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %



HALMA

Halma

Halma består av omtrent 50 underliggende selskaper med egne merkenavn og lokalt lederskap. Fellesnevneren for selskapene under Halma-paraplyen er at de opererer i lite sykliske sluttmarkeder hvor etterspørselen etter produktene ofte er reguleringsdrevet innenfor helse- miljø- og sikkerhet. Halmas brannvarslingsanlegg, sikkerhetssensorer for heiser og produkter innen pasientmonitorering er eksempler på noen av mange produktkategorier. Den desentraliserte bedriftskulturen i Halma sørger for rask responstid og nærhet til kundene. Halmas målsetning er å doble størrelsen på selskapet hvert 5. år.



©Halma plc'

Vi ser på Halma som en porteføljeforvalter av mikrocap ingeniørselskaper. Siden 2005 har selskapet gjort 49 oppkjøp og 16 salg. Halma har defensive karakteristika, noe topplinjefallet på kun 6% under finanskrisen viser.

Finansielt har Halma økt utbyttet med 5% eller mer hvert år de siste 37 årene. Selskapet sikter mot 18%-22% driftsmarginer og høy avkastning på kapitalen.

Ledelsen, som vi har truffet flere ganger, har bygd selskapet over mange år og har et sterkt eierskap til selskapet.

Halma plc					Information Technology ·onic Equipment Instruments & Components		
Market Value (mill.)	3 674	Price	9,69		Price currency		GBP
Net debt (mill.)	237				Reporting currency		GBP
Enterprise Value (mill.)	3 911				FX rate (NOK)		10,45
Year end (March)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	580	619	619	677	808	959	1 024
EBIT (Operating Income - mill.)	111	120	120	127	149	196	216
Net Income (reported - mill.)	87	95	95	106	109	121	140
Equity	398	453	453	486	646	721	801
Return on Equity (%)	21,8 %	21,0 %	21,0 %	21,9 %	16,8 %	16,7 %	17,5 %
EPS	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Book value per share	1,1	1,2	1,2	1,3	1,7	1,9	2,1
DPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Price/Earnings	16,5	20,9	20,9	20,6	30,7	24,5	22,3
Price/Book Value	3,6	4,3	4,3	4,5	5,2	5,1	4,5
EV/EBIT	13,1	17,2	17,2	17,8	24,1	20,0	18,1
Dividend Yield (%)	2,6 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %



HDFC Bank

HDFC Bank er den mest veldrevne retailbanken i India. Med sine 4 500 kontorer og 37 millioner kunder har banken 4,5% markedsandel i India.

HDFC Bank sine lånetap er lave, da selskapet har en sterk kultur for risikostyring og holder seg unna sektorer som infrastruktur, næringseiendom og lån til gruvesektoren.

HDFC Bank var tidlig ute med teknologiutvikling og hele 80% av all kundekontakt skjer gjennom internett og mobil, opp fra 13% for 10 år siden. Vi tror 20% årlig vekst i låneboken er realistisk framover.

En ledende kostnadsposisjon med en cost-to-income som nærmer seg 40% gjør at kundene får bedre lånebetingelser enn hos konkurrentene.

Vi har møtt selskapets ledelse og liker selskapets historikk med sterk vekst kombinert med høy lønnsomhet. Med bankens sterke posisjon og lave markedandel i det indiske markedet, mener vi banken vil være godt posisjonert for å gjenta den lønnsomme veksthistorien i årene fremover.



HDFC Bank Limited Sponsored ADR							Financials /Banks
Market Value (mill.)	53 411	Price	71,49			Price currency	USD
Net debt (mill.)	6 534					Reporting currency	INR
Enterprise Value (mill.)	59 945					FX rate (NOK)	8,35
Year end (March)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	331 658	429 514	506 678	600 168	742 252	441 601	517 645
Net Income (reported - mill.)	52 501	68 682	87 134	106 660	127 729	143 408	172 005
Equity	302 123	366 442	441 558	631 571	743 011	828 109	963 793
Return on Equity (%)	17,4 %	18,7 %	19,7 %	16,9 %	17,2 %	17,3 %	17,8 %
EPS	1,4	1,6	1,8	2,2	2,3	2,5	3,0
Book value per share	7,6	8,5	9,2	12,1	13,3	14,6	16,9
DPS	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
Price/Earnings	24,2	23,3	22,7	27,3	26,5	24,7	23,7
Price/Book Value	4,5	4,4	4,4	4,9	4,6	4,9	4,2
Dividend Yield (%)	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %



Henkel

Henkel er blant verdens største produsenter av produkter vi bruker i hjemmet hver eneste dag, som blant annet limprodukter og vaskemidler.

Merkevaren Persil står høyt på listen over merkekjennskap i Europa og i mange fremvoksende markeder som blant annet Egypt, Tyrkia og Polen. Henkel opererer globalt og har nær 50% av sin omsetning fra fremvoksende markeder. Henkel har en sterk innovasjonskraft. Hele 45 prosent omsetningen i dag stammer fra produkter som ikke fantes for 3 år siden.



ROEM SP. Z O.O

Henkel har demonstrert en sterk evne til å vokse lønnsomt. Selskapet genererer en avkastning på egenkapitalen rundt 15% og har vært istand å stadig sysselsette mer kapital til høy avkastning.

Utviklingen i verdiskapingen og aksjekursen har gått hånd i hånd. Selskapet binder knapt arbeidskapital, noe som bidrar til en sterk kontantstrøm.

Henkel er en av mange selskaper i fondet som produserer og selger produkter som vi alle trenger i hverdagen – produkter hvor merkelojaliteten er høy, og hvor vi som konsumenter gjerne ubevisst handler produktet av ren vane – gjentatte ganger. Vi tror Henkel vil fortsette å vokse lønnsomt i mange år fremover, noe som vil legge grunnlag for fortsatt sterk kursutvikling i årene fremover.

Henkel AG & Co. KGaA						Consumer Staples /Household Products	
Market Value (mill.)	48 287	Price	103,40		Price currency		EUR
Net debt (mill.)	2 718				Reporting currency		EUR
Enterprise Value (mill.)	51 005				FX rate (NOK)		8,82
Year end (December)	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**
Sales (mill.)	15 605	16 510	16 355	16 428	18 089	18 715	20 442
EBIT (Operating Income - mill.)	1 944	2 279	2 432	2 558	2 871	3 143	3 459
Net Income (reported - mill.)	1 253	1 510	1 589	1 628	1 921	2 115	2 423
Equity	8 549	9 376	10 044	11 508	13 661	15 158	16 845
Return on Equity (%)	14,7 %	16,1 %	15,8 %	14,1 %	14,1 %	14,0 %	14,4 %
EPS	2,7	3,5	3,7	3,8	4,4	5,3	5,8
Book value per share	19,7	21,6	23,1	26,5	31,5	34,8	38,6
DPS	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8
Price/Earnings	14,0	14,9	20,7	21,5	20,0	19,3	17,7
Price/Book Value	1,9	2,4	3,3	3,0	2,8	3,0	2,7
EV/EBIT	9,1	10,1	13,2	13,8	13,3	16,2	14,7
Dividend Yield (%)	2,1 %	1,8 %	1,6 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %	1,7 %



IMCD

Nederlandske IMCD er blant de minste selskapene i fondet og blant de selskapene vi forventer vil vokse mest i årene fremover. IMCD er blant verdens største distributører av spesialkjemikalier.

IMCDs salgsstyrke fungerer som tekniske konsulenter for kundene hva gjelder produktenes anvendelsesområder. IMCDs leverandører av spesialkjemikalier er avhengig av selskapets kunderelasjoner og distribusjonsnettverk.

Selskapet opererer i en svært fragmentert industri og IMCD fungerer som konsolidator i markedet. De tre største distributørene innen spesialkjemikalier har kun 5% global markedsandel tilsammen. IMCD har omtrent 2% global markedsandel. Selskapet bruker sin sterke kontantstrøm til å stadig gjøre oppkjøp av små konkurrenter.



Dagens ledelse i IMCD startet selskapet på 90-tallet og eier 10% av selskapet. Vårt inntrykk av ledelsen er at de har en klar ambisjon om å ta markedsandeler og vokse lønnsomt i årene fremover.

IMCD N.V.						Industrials /Trading Companies & Distributors	
Market Value (mill.)	2 371	Price	45,09			Price currency	EUR
Net debt (mill.)	280					Reporting currency	EUR
Enterprise Value (mill.)	2 652					FX rate (NOK)	8,82
Year end (December)	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**
Sales (mill.)	860	1 117	1 233	1 358	1 530	1 717	1 834
EBIT (Operating Income - mill.)	32	61	73	83	101	118	129
Net Income (reported - mill.)	-30	-18	-5	20	62	76	87
Equity	-28	-50	-67	531	654	714	773
Return on Equity (%)	108,4 %	35,9 %	8,0 %	3,8 %	9,5 %	10,6 %	11,3 %
EPS	-0,6	-0,4	-0,1	0,4	1,2	1,9	2,1
Book value per share	-0,6	-1,0	-1,3	10,6	12,4	13,5	14,6
DPS				0,2	0,4	0,5	0,6
Price/Earnings				70,8	28,4	23,4	21,5
Price/Book Value				2,7	2,7	3,3	3,1
EV/EBIT				20,1	21,1	22,5	20,6
Dividend Yield (%)				0,7 %	1,3 %	1,1 %	1,3 %



Indutrade

Indutrade

Indutrade selger varer og tjenster med høyt teknologiinnhold til ulike industrikunder. Teknisk salg kombinert med god kjennskap til kundene og rådgivning bidrar til at Indutrade leverer vedvarende høy avkastning på kapitalen. Indutrade består av 200 selskaper i 27 land. 70% av omsetningen skjer utenfor Sverige, primært i Norden og Europa.



Selskapet bruker sin sterke kontantstrøm til å gjøre en rekke oppkjøp. Siste 10 år har Indutrade gjort over 100 oppkjøp. I samme periode har avkastningen på egenkapitalen vært godt over 20 prosent.

Incentivsystemet i Indutrade baseres på topplinjevekst, marginforbedring og avkastning på totalkapitalen over 1. år og 5 år. Lavt innslag av politikk og byråkrati samt lokale beslutninger gjør at Indutrade leverer lønnsom vekst. Benchmarking mot Indutrades beste selskaper bidrar til sterkt vekst- og lønnsomhetsfokus i selskapet. Forretningsmodellen er basert på entrepenørskap, lokalt eierskap og nitidig måling av resultater i de underliggende bedriftene. Indutrade utnytter lokal fleksibilitet i underliggende selskaper med finansiell styrke og stabilitet på gruppenivå.

Hovedeier er Lundbergföretagen med 26% av stemmene og kapitalen. Vi tror selskapet vil fortsette sin lønnsomme veksthistorie både gjennom oppkjøp og organisk i årene fremover.

Indutrade AB						Industrials /Trading Companies & Distributors	
Market Value (mill.)	20 340	Price	169,50		Price currency		SEK
Net debt (mill.)	3 992				Reporting currency		SEK
Enterprise Value (mill.)	24 332				FX rate (NOK)		0,93
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	8 384	8 831	9 746	11 881	12 955	13 841	14 620
EBIT (Operating Income - mill.)	769	832	932	1 222	1 222	1 640	1 770
Net Income (reported - mill.)	565	587	704	893	936	1 036	1 119
Equity	2 288	2 623	3 160	3 703	4 389	5 058	5 785
Return on Equity (%)	24,7 %	22,4 %	22,3 %	24,1 %	21,3 %	20,5 %	19,3 %
EPS	4,7	4,9	5,9	7,4	7,8	10,2	10,7
Book value per share	19,1	21,9	26,3	30,9	36,4	42,0	48,1
DPS	2,4	2,4	2,6	3,0	3,2	3,6	4,0
Price/Earnings	13,9	18,3	17,7	21,5	23,5	16,6	15,8
Price/Book Value	3,4	4,1	3,9	5,2	5,0	4,0	3,5
EV/EBIT	13,1	15,5	15,8	17,9	21,0	14,8	13,7
Dividend Yield (%)	3,6 %	2,6 %	2,5 %	1,9 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %



Kerry Group

Kerry Group er verdens største ingrediensselskap. Selskapet er unikt posisjonert for å ta del i veksten innen mer helsevennlige mat- og drikkevarer. Etterspørselen etter sunne mat og drikkevarer med få tilsetningsstoffer er i kraftig vekst globalt. Kerry er, etter vår mening, blant de selskapene globalt som er best posisjonert for å ta del i denne veksten.

Selskapets kjernekompetanse er mat-og drikkevarekjemi der Kerry hjelper de store mat- og drikkevareselskapene globalt med å redusere salt,- sukker,- og fettinnhold i produktene uten at det går på bekostning av smaksopplevelsen. Kerry er leverandør av mat- og drikkevareløsninger for kundene og samarbeider tett med kunder som Coca Cola, Nestle, Starbucks osv. Selskapets kunder blir stadig mer avhengig av Kerrys kunnskap og tjenester. Stadig flere av de store globale mat- og drikkevareprodusentene fokuserer i større og større grad på merkevarebygging og outsourcer i større grad ingredientskompetansen til leverandører som Kerry.



Vi har møtt ledelsen i Kerry ved flere anledninger. Selskapet er meget godt drevet og vokser bra både organisk og gjennom oppkjøp av små konkurrenter. En sterk balanse legger grunnlag for videre oppkjøp i årene fremover. Kombinert med videre marginforbedringer mener vi selskapet bør kunne vokse driftsresultatet 10% årlig de neste 5 årene.

Kerry Group Plc Class A						Consumer Staples /Food Products	
Market Value (mill.)	12 785	Price	72,64		Price currency		EUR
Net debt (mill.)	1 639				Reporting currency		EUR
Enterprise Value (mill.)	14 424				FX rate (NOK)		8,82
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	5 848	5 837	5 757	6 105	6 131	6 460	6 708
EBIT (Operating Income - mill.)	544	577	614	704	703	766	834
Net Income (reported - mill.)	267	84	480	525	533	571	650
Equity	2 014	1 968	2 236	2 790	3 094	3 549	4 089
Return on Equity (%)	13,3 %	4,3 %	21,5 %	18,8 %	17,2 %	16,1 %	15,9 %
EPS	1,5	0,5	2,7	3,0	3,0	3,5	3,8
Book value per share	11,5	11,2	12,7	15,9	17,6	20,2	23,2
DPS	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Price/Earnings	27,0	105,2	20,9	25,5	22,4	21,0	19,0
Price/Book Value	3,5	4,5	4,5	4,8	3,9	3,6	3,1
EV/EBIT	15,3	17,3	18,5	21,6	19,1	18,8	17,3
Dividend Yield (%)	0,9 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %



LIFCO

Lifco

Lifco er blant de minste selskapene i fondet og er et holdingselskap bestående av mer enn 100 datterselskaper. Den største delen av selskapet er distribusjon av utstyr til tannleger, primært i Norden. Selskapet eier også en rekke nisjeselskaper innen industrisektoren over hele Europa.

Denne kapitallette og desentraliserte forretningsmodellen har over de siste årene vist sterk kapitalavkastning og god vekst både organisk og gjennom oppkjøp. Distribusjon av forbruksartikler til tannlegebransjen er et stabilt forretningsområde hvor det er gode konsolideringsmuligheter. Selskapets mål er å øke resultatene hvert år og incentivsystemene i organisasjonen er både knyttet til vekst, kapitaldisiplin og kapitalavkastning.

Selskapet kan virke ufokusert ettersom det er få eller ingen synergier mellom de ulike datterselskapene. Vi mener imidlertid toppledelsens tankesett rundt oppkjøp og incentivsystemer har stor verdi og at de enkelte datterselskapene blir bedre under «Lifco-paraplyen». Selskapet gjør sjelden kjøp av



bedrifter over 8 ganger siste 12 måneders EBITA. Toppledelsen er pragmatisk og svært lønnsomhetsorientert. Vi tror på videre lønnsom vekst i årene fremover. Selskapets størrelse gjør det mulig å vokse mye i mange år fremover.

Selskapet ble børsnotert i 2015. Hovedeier Carl Bennet eier 69% av stemmene og 50% av kapitalen.

Lifco AB Class B						Health Care /Health Care Providers & Services
Market Value (mill.)	20 175	Price	238,00		Price currency	SEK
Net debt (mill.)	3 262				Reporting currency	SEK
Enterprise Value (mill.)	23 437				FX rate (NOK)	0,93
Year end (December)			**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)			6 802	7 901	8 987	9 722	9 921
EBIT (Operating Income - mill.)			934	1 146	1 251	1 395	1 442
Net Income (reported - mill.)			560	810	908	990	1 047
Equity			3 455	3 939	4 712	5 408	6 100
Return on Equity (%)			16,2 %	20,6 %	19,3 %	18,3 %	17,2 %
EPS			6,2	8,9	9,9	12,2	12,7
Book value per share			38,0	43,4	51,9	59,5	67,2
DPS					3,5	3,8	4,1
Price/Earnings					23,5	19,4	18,8
Price/Book Value					4,5	4,0	3,5
EV/EBIT					19,4	16,8	16,3
Dividend Yield (%)					1,5 %	1,6 %	1,7 %

Medtronic



Medtronic er verdensledende innen medisinsk teknologi med globalt ledende posisjoner innen hjerte- og karlidelser.

Eksempler på produkter fra Medtronic er pacemakere, nakkeskiveproteser som erstatter naturlig ryggrad og utstyr til gjennomføring av kikkhullsoperasjoner. Sistnevnte type operasjoner er i sterk vekst på bekostning av større, åpne kirurgiske inngrep. Det er teknologi fra Medtronic som gjør dette mulig. Selskapet er også ledende i verden på diabetesbehandling i form av insulinpumper.

Vekstdriverne for Medtronic er innovasjon og vekst i fremvoksende markeder. Økte helsekostnader stiller større krav til teknologiutvikling og en aldrende befolkning med påfølgende økt innslag av kroniske sykdommer gir vekstmuligheter for Medtronic. Selskapet leverer god vekst i både modne markeder, og ikke minst i fremvoksende markeder som Kina. Medtronic er globalt ledende innen sine kjerneområder. Svært høye inngangsbarrierer fører til høye marginer og høy avkastning på kapitalen. Bruttomarginene ligger rundt 70% og vitner om sterk prisingsmakt hos selskapet. Kapitalavkastningen har falt i det korte bildet grunnet oppkjøp av Covidien. Vi forventer integrering av Covidien vil føre kapitalavkastningen opp i årene fremover.

Medtronic plc					Health Care /Health Care Equipment & Supplies		
Market Value (mill.)	110 860	Price	80,74		Price currency		USD
Net debt (mill.)	21 120				Reporting currency		USD
Enterprise Value (mill.)	131 980				FX rate (NOK)		8,34
Year end (April)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	15 933	16 184	16 590	17 005	28 833	29 655	30 791
EBIT (Operating Income - mill.)	4 425	4 429	4 616	4 680	5 288	8 298	8 896
Net Income (reported - mill.)	3 096	3 415	3 467	3 065	3 538	4 550	5 203
Equity	15 968	17 113	18 671	19 443	52 063	47 086	51 971
Return on Equity (%)	19,4 %	20,0 %	18,6 %	15,8 %	6,8 %	9,7 %	10,0 %
EPS	2,9	3,3	3,4	3,0	2,5	4,6	5,0
Book value per share	14,9	16,5	18,4	19,5	37,2	36,9	38,5
DPS	0,9	1,0	1,0	1,1	1,5	1,7	1,9
Price/Earnings	14,6	11,6	13,7	19,3	31,9	17,6	16,3
Price/Book Value	2,8	2,3	2,5	3,0	2,1	2,2	2,1
EV/EBIT	11,9	10,8	10,2	12,1	24,9	15,9	14,8
Dividend Yield (%)	2,2 %	2,6 %	2,2 %	1,9 %	1,9 %	2,1 %	2,4 %



priceline.com®

Priceline

Priceline er blant verdens to største aktører innen booking av reiser på internett. Selskapets viktigeste eiendel er nettstedet booking.com.

Booking.com tilgjengeliggjør over 1,1 millioner overnattingssteder i 225 land verden over. For hver bestilling som gjøres gjennom booking.com mottar selskapet en provisjon på mellom 10% og 20% fra hotellet.

Den langsiktige driveren bak veksten hos Priceline er økt global reiseaktivitet, kombinert med kundenes ønske om å booke hoteller og reiseaktiviteter på egen hånd. En stadig større del av hotellbookinger skjer på nett. Små og mellomstore hoteller ser fordelen av å markedsføre seg på en av de to store globale portalene for hotellbookinger. Priceline nyter store nettverksfordeler og har en klar «first mover advantage» i dette duopolet sammen med Expedia (www.hotels.com).

Stadig flere hotellreservasjoner skjer på nett. I tillegg til hotellreservasjoner har selskapet også ekspandert innen booking av mange andre tjenester knyttet til feriereiser som leiebiler og restaurantbooking gjennom nettsteder som rentalcars.com og booking av restauranter gjennom OpenTable.

Selskapet vokser sterkt med høy avkastning på kapitalen. Vi vurderer vekstmulighetene som meget gode i årene fremover. Vi tror det er vanskelig å utfordre posisjonen til booking.com for andre aktører da selskapet allerede har en stor installert base med hoteller på sin nettside.

Priceline Group Inc						Consumer Discretionary /Internet & Direct Marketing Retail	
Market Value (mill.)	85 220	Price	1733,18			Price currency	USD
Net debt (mill.)	2 866					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	88 086					FX rate (NOK)	8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	5 261	6 793	8 442	9 224	10 743	12 424	14 288
EBIT (Operating Income - mill.)	1 857	2 441	3 073	3 259	3 847	4 383	5 094
Net Income (reported - mill.)	1 420	1 893	2 422	2 551	2 135	3 498	4 118
Equity	3 897	6 910	8 567	8 795	9 820	13 480	18 030
Return on Equity (%)	36,4 %	27,4 %	28,3 %	29,0 %	21,7 %	25,9 %	22,8 %
EPS	27,7	36,1	45,7	49,5	42,7	74,0	86,1
Book value per share	78,1	132,9	165,0	177,3	199,6	260,8	330,8
Price/Earnings	22,4	32,2	25,0	25,8	34,4	23,4	20,1
Price/Book Value	7,9	8,7	6,9	7,2	7,3	6,6	5,2
EV/EBIT	15,2	23,0	19,5	21,3	19,8	20,1	17,3

Reckitt Benckiser

Reckitt Benckiser er verdens ledende produsent av ikke-reseptbelagte helseprodukter som selges direkte til konsumenter. Selskapet er kjent for merkevarer som Durex (kondomer), Scholl (fotpleie) og Repsil (halstabletter). Dette er produktområder hvor lønnsomheten er meget god og sterke merkevarer er viktig for å holde på kundelojalitet og prismakt.

Finansielt er Reckitt kjent for svært disiplinert kostnads- og kapitalkontroll. God organisk vekst, driftsmarginer høyt opp på 20-tallet og negativ arbeidskapitalbinding skiller seg klart ut fra andre selskaper i samme sektor. Selskapet gir et solid inntrykk under ledelse av Rakesh Kapoor.

Reckitt har historisk vist en sterk evne til å kjøpe og integrere selskaper innen nye høylønnsomme produktkategorier. Det nylig annonserte oppkjøpet



av Mead Johnson bringer en ny produktkategori, ernæringsstoffer for barn, inn i Reckitts portefølje. Dette er en produktkategori med god vekst i årene fremover. Vi liker Reckitt sin posisjonering i produktkategorier med høy vekst, lav kapitalbinding og høy kapitalavkastning.

Reckitt Benckiser Group plc						Consumer Staples /Household Products	
Market Value (mill.)	51 183	Price	73,11			Price currency	GBP
Net debt (mill.)	1 454					Reporting currency	GBP
Enterprise Value (mill.)	52 637					FX rate (NOK)	10,42
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	9 567	10 043	8 836	8 874	9 891	10 936	11 403
EBIT (Operating Income - mill.)	2 557	2 611	2 171	2 366	2 477	3 115	3 286
Net Income (reported - mill.)	1 829	1 739	1 663	1 743	1 832	2 348	2 523
Equity	5 921	6 334	6 832	6 904	8 421	8 946	7 270
Return on Equity (%)	30,9 %	27,5 %	24,3 %	25,2 %	21,8 %	26,2 %	34,7 %
EPS	2,5	2,4	4,5	2,4	2,6	3,4	3,6
Book value per share	8,2	8,8	9,5	9,8	11,2	12,6	12,1
DPS	1,3	1,4	2,6	1,4	1,5	1,7	1,8
Price/Earnings	15,4	19,8	11,7	25,7	26,5	21,8	20,3
Price/Book Value	4,7	5,4	5,5	6,4	6,2	5,8	6,0
EV/EBIT	12,1	14,1	18,2	19,9	20,4	16,9	16,0
Dividend Yield (%)	3,5 %	2,9 %	5,0 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,5 %



Roper Technologies

Roper Technologies er et holdingselskap som eier en rekke mindre nisjefokuserte og kapitallette selskaper. Dette er selskaper i en rekke industrier fra helsesektoren til software teknologiselskaper. Ledelsen i Roper står for kapitalallokeringen på tvers av de 32 selskapene under Roper-paraplyen og er ansvarlig for nye oppkjøp.



Oppkjøpsstrategien til Roper er å kjøpe veldrevne selskaper hvor familien eller ledelsen beholder eierskap og incentiveres til å vokse lønnsomt. Ledelsen i Roper bidrar med incentivsystemer, oppfølging av resultater i bedriftene og fungererer som et permanent hjem for selskapene. Sistnevnte skiller Roper fra private equity-fond som selskapet gjerne konkurrerer med i oppkjøpsprosesser.

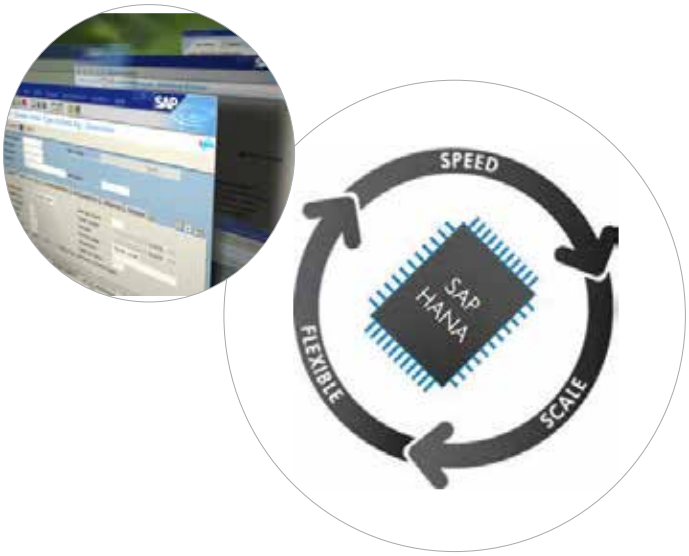
Finansielt er Roper det mest veldrevne multi-industri selskapet i USA. Bruttomarginene ligger over 60% og driftsmarginene ligger godt over 30%. Historisk har Roper vist en svært sterk evne til å generere resultatvekst og vekst i fri kontantstrøm. Som følge av høye amortiseringer av immatrielle eiendeler fra oppkjøp ligger kontantstrømmen godt over resultatutviklingen. Selskapets fokus på resultatvekst og kapitalavkastning passer vår investeringsfilosofi godt. Selskapene i konsernet har gjerne en høy andel vedlikeholdsinntekter som skaper stabilitet i resultatutviklingen.

Ledelsen i Roper sitter i samme båt som oss og eier drøyt 1 prosent av selskapet.

Roper Technologies, Inc.						Industrials /Industrial Conglomerates	
Market Value (mill.)	21 292	Price	209,91		Price currency	USD	
Net debt (mill.)	2 207				Reporting currency	USD	
Enterprise Value (mill.)	23 499				FX rate (NOK)	8,34	
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	2 993	3 238	3 549	3 582	3 790	4 606	4 844
EBIT (Operating Income - mill.)	764	846	1 002	1 034	1 055	1 249	1 350
Net Income (reported - mill.)	483	538	646	696	659	746	829
Equity	3 688	4 213	4 755	5 299	5 789	6 458	7 239
Return on Equity (%)	13,1 %	12,8 %	13,6 %	13,1 %	11,4 %	11,6 %	11,5 %
EPS	4,9	5,4	6,4	6,9	6,4	7,3	8,1
Book value per share	37,4	42,4	47,5	52,5	57,8	63,0	69,4
DPS	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5
Price/Earnings	22,9	25,8	24,4	27,7	28,5	28,6	25,9
Price/Book Value	3,0	3,3	3,3	3,6	3,2	3,3	3,0
EV/EBIT	16,7	18,8	17,3	21,1	23,0	18,8	17,4
Dividend Yield (%)	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,6 %	0,7 %



SAP



I tillegg til regnskaps- og økonomisystemer leverer SAP også virksomhetsstyring innen logistikk, produksjon, finans og personalbehandling. SAP sine systemer tilpasses den enkelte bedrift og blir en integrert del av kundens systemer.

Som kunde er det svært vanskelig, eller lite ønskelig, å kvitte seg med produktet eller tjenesten som er kjøpt ettersom SAP sine produkter blir en integrert del av kundens drift.

Bytte av forretningskritiske IT-systemer er gjerne assosiert med risiko, ikke minst hva gjelder SAP sine systemer. Prisen på produktet eller tjenesten som SAP tilbyr blir derfor ikke den viktigste beslutningsfaktoren for kunden. Dette gjør at bruttomarginene hos SAP ligger rundt 70%.

Vekst er kritisk viktig for aksjonærene i IT-selskaper. I de siste årene har veksten vært noe under normalen for SAP grunnet overgang til skybaserte tjenester. Vi ser nå at veksten begynner å ta seg opp igjen og tror på sterk utvikling for lønnsomheten fremover.

SAP SE						Information Technology /Software	
Market Value (mill.)	108 072	Price	87,97			Price currency	EUR
Net debt (mill.)	3 904					Reporting currency	EUR
Enterprise Value (mill.)	111 976					FX rate (NOK)	8,82
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	16 223	16 815	17 560	20 793	22 062	23 700	25 200
EBIT (Operating Income - mill.)	4 048	5 085	4 783	4 873	5 152	7 088	7 625
Net Income (reported - mill.)	2 823	3 326	3 280	3 064	3 631	4 079	4 610
Equity	14 163	16 040	19 504	23 267	26 361	28 883	31 853
Return on Equity (%)	19,9 %	20,7 %	16,8 %	13,2 %	13,8 %	14,1 %	14,5 %
EPS	2,4	2,8	2,7	2,6	3,0	4,3	4,6
Book value per share	11,9	13,4	16,3	19,4	21,6	23,8	26,3
DPS	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,5
Price/Earnings	25,6	22,3	21,3	28,7	27,3	20,7	19,1
Price/Book Value	5,1	4,6	3,6	3,8	3,8	3,7	3,3
EV/EBIT	18,5	14,9	16,2	19,3	19,9	15,8	14,7
Dividend Yield (%)	1,4 %	1,6 %	1,9 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,7 %



Signature Bank

Signature Bank ble etablert i 2001 av tidligere ansatte fra Republic New York Corporation.

Dette er en lokal bank i New-York området. Banken er satt opp med såkalte "banking teams" som rapporterer direkte til administrerende direktør. Dette fører til raske beslutninger nær kunden og lite byråkrati. Disse 97 teamene selger alle bankprodukter og spesialiserer seg på salg mot små og mellomstore selskaper i New-York området.



Aksjen er kjøpt basert på nærhet til kundene, lave kostnader (cost-to-income lik 33%) og eierskap blant ledende ansatte.

Signature Bank har hatt samme administrerende direktør siden etablering i 2001, som også er blant de største eierne i banken.

Signature Bank							Financials /Banks
Market Value (mill.)	8 211	Price	152,96		Price currency		USD
Net debt (mill.)	2 474				Reporting currency		USD
Enterprise Value (mill.)	10 686				FX rate (NOK)		8,60
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	704	798	967	1 150	1 368	1 327	1 505
Net Income (reported - mill.)	185	229	297	373	396	515	578
Equity	1 650	1 800	2 496	2 892	3 612	4 145	4 717
Return on Equity (%)	11,2 %	12,7 %	11,9 %	12,9 %	11,0 %	12,4 %	12,2 %
EPS	3,9	4,8	6,0	7,3	7,4	9,3	10,4
Book value per share	34,9	38,1	49,6	56,8	66,1	75,4	85,9
DPS	-	-	-	-	#I/T	-	-
Price/Earnings	18,2	22,6	21,2	21,1	20,4	16,5	14,8
Price/Book Value	2,0	2,8	2,5	2,7	2,3	2,0	1,8
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	#I/T	0,0 %	0,0 %



Unilever

Unilever er verdens tredje største konsumvareselskap etter Procter&Gamble og Nestlè. Blant de store, globale konsumvareselskapene er Unilever, etter vår mening, det raskest voksende i fremvoksende markeder og det best posisjonerte selskapet i disse markedene.

Unilever har gjennom flere år bygd noen svært sterke merkevarer som Dove, OMO, Knorr og Sunsilk. I dag er Unilever markedsleder eller en sterk nr 2 aktør i 80% av sine markeder.

Vekstdriverne for Unilever i årene fremover er fremvoksende markeder og større innslag av premium produkter med høy margin. Selskapet har også betydelige vekstmuligheter gjennom oppkjøp som følge av en sterk balanse og god kontantgenerering. Vi forventer flere oppkjøp fremover.

Selskapet blir av mange oppfattet som en matprodusent med lav vekst, men det er veldig lite matvarer i Unilevers portefølje. Iskrem er, derimot, en



sterkt voksende kategori hvor Unilever er godt posisjonert både gjennom Magnum og Ben&Jerries. Stadig mer av Unilevers portefølje er innenfor kategoriene helse og velvære. Vi mener investering i Unilever er en god måte å kapitalisere på økt kjøpekraft blant konsumenter i fremvoksende markeder. Unilever vokser lønnsomt og gir et utbytte godt over 3%.

Unilever NV Cert. of shs						Consumer Staples /Personal Products	
Market Value (mill.)	133 511	Price	44,48		Price currency		EUR
Net debt (mill.)	12 574				Reporting currency		EUR
Enterprise Value (mill.)	146 085				FX rate (NOK)		8,82
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	51 324	49 797	48 436	53 272	52 713	55 357	57 609
EBIT (Operating Income - mill.)	6 989	7 629	7 020	7 729	7 801	8 731	9 388
Net Income (reported - mill.)	4 480	4 842	5 171	4 909	5 184	5 766	6 306
Equity	15 392	14 344	13 651	15 439	16 354	18 895	20 813
Return on Equity (%)	29,1 %	33,8 %	37,9 %	31,8 %	31,7 %	30,5 %	30,3 %
EPS	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8	2,0	2,2
Book value per share	5,4	5,1	4,8	5,4	5,8	6,4	7,2
DPS	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Price/Earnings	18,7	17,1	17,9	23,2	21,4	22,0	20,0
Price/Book Value	5,3	5,8	6,8	7,4	6,8	6,9	6,2
EV/EBIT	13,2	12,4	14,8	16,3	16,0	16,7	15,6
Dividend Yield (%)	3,4 %	3,7 %	3,5 %	3,0 %	3,3 %	3,1 %	3,3 %



3M



3M er blant de aller mest veldrevne multi-industriselskapene i USA. Innovasjon har alltid vært 3M sitt varemerke. Produktutviklingen fører til at stadig nye produkter blir introdusert til markedet, med høyt vekstpotensiale og høye marginer. 3M er kjent for merkevarer som blant annet "Post-it" og "Scotch".

3M sin produktportefølje dekker både produkter som selges direkte til konsumenten, samt produkter som selges til industrielle formål og helsevesen. Eksempler på produkter er alt fra vernebriller, lim- og limprodukter til plaster og avanserte medisinske monitoreringssystemer.

En viktig salgsdriver for 3M i årene fremover er fremvoksende markeder som utgjør nær 50% av resultatene. 3M sin brede produktportefølje reduserer risikoen knyttet til enkeltprodukter og enkeltkunder.

Finansielt forventer vi en resultatvekst per aksje på 10% i året. Utbyttet har økt 59 år på rad og ligger i dag på knapt 3%. 100% av resultatene konverteres til fri kontantstrøm og avkastningen på kapitalen er høy.

Under ledelse av Inge Thulin har 3M utviklet en klar strategi om hvilke produktområder de vil satse på.

3M Company						Industrials /Industrial Conglomerates	
Market Value (mill.)	111 734	Price	187,41		Price currency		USD
Net debt (mill.)	8 869				Reporting currency		USD
Enterprise Value (mill.)	120 603				FX rate (NOK)		8,34
Year end (December)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Sales (mill.)	29 904	30 871	31 821	30 274	30 109	30 422	31 287
EBIT (Operating Income - mill.)	6 476	6 660	7 122	6 871	7 019	7 511	7 938
Net Income (reported - mill.)	4 444	4 659	4 956	4 833	5 050	5 223	5 558
Equity	17 575	17 502	13 109	11 708	10 298	9 463	9 070
Return on Equity (%)	25,3 %	26,6 %	37,8 %	41,3 %	49,0 %	55,2 %	61,3 %
EPS	6,3	6,7	7,5	7,6	8,2	8,6	9,4
Book value per share	25,6	26,4	20,6	19,2	17,3	15,7	14,6
DPS	2,4	2,5	3,4	4,1	4,4	4,7	5,0
Price/Earnings	14,7	20,9	21,9	19,9	21,9	21,8	19,9
Price/Book Value	3,6	5,3	8,0	7,8	10,3	11,9	12,9
EV/EBIT	10,4	15,1	15,9	15,2	17,0	16,1	15,2
Dividend Yield (%)	2,5 %	1,8 %	2,1 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,7 %



ODIN Forvaltning AS Fjordalléen 16,
N-0250 Oslo, P.O. Box 1771 Vika, N-0122 Oslo
Telefon: +47 24 00 48 00 Fax: +47 24 00 48 01
E-post: kundeservice@odinfond.no
www.odinfond.no