

[Uken som gikk](#)

[Koblet inn abonnent nr. 200 000 000](#)

[Utbyttet yngler i Salmar](#)

[Putin-effekter](#)

[Turbulens i øst ga rabatt](#)

[Stahet og tålmodighet lønte seg!](#)

[Subsea7-kursen dykker](#)

[Valutariper for tre striper](#)

[Digg med moderne rigg](#)

Aksjemarkedene

Uken som gikk

Konflikten mellom Ukraina og Russland preget markedene denne uken. Den russiske børsen falt 10% mandag, men tok igjen omtrent halvparten av det tapte i løpet av de neste par dagene.

USA, Europa og Oslo Børs reagerte også med fall umiddelbart etter at russiske styrker rykket inn på Krim-halvøya i helgen, men var allerede tirsdag tilbake til nivåene fra forrige uke. Dette tyder på at markedet priser inn en løsning uten militær konflikt.

I Kina kan det gå mot landets første innenlandske konkurs (Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology). Kredittmarginen for utstedere av high yield-obligasjoner i Kina steg som følge av at det nå oppfattes som mulig å tape penger på kinesiske obligasjoner. Mange mener det er myndighetenes ønske å lære markedet nettopp dette.

Den europeiske sentralbanken holdt renten uendret på sitt rentemøte torsdag tross inflasjon på under det halve av målet. Veksten ventes nå å bli litt høyere.

Aksjemarkedsutvikling seneste uke (i NOK, per fredag formiddag)

Norden	0,9 %	Norge	1,0 %
		Sverige	1,2 %
		Finland	0,4 %
Europa	0,0 %	Tyskland	-0,3 %
		Frankrike	0,6 %
		Storbritannia	-1,1 %
Verden	0,0 %	USA	0,2 %
		Japan	-0,6 %
		Em. Markets	-0,3 %

Aksjemarkedsutvikling seneste år (i NOK, per fredag formiddag)

Norden	25,6 %	Norge	17,0 %
		Sverige	20,7 %
		Finland	34,4 %
Europa	27,2 %	Tyskland	34,6 %
		Frankrike	30,8 %
		Storbritannia	23,1 %
Verden	24,4 %	USA	27,8 %
		Japan	20,7 %
		Em. Markets	-3,9 %

Utbyttet yngler i Salmar

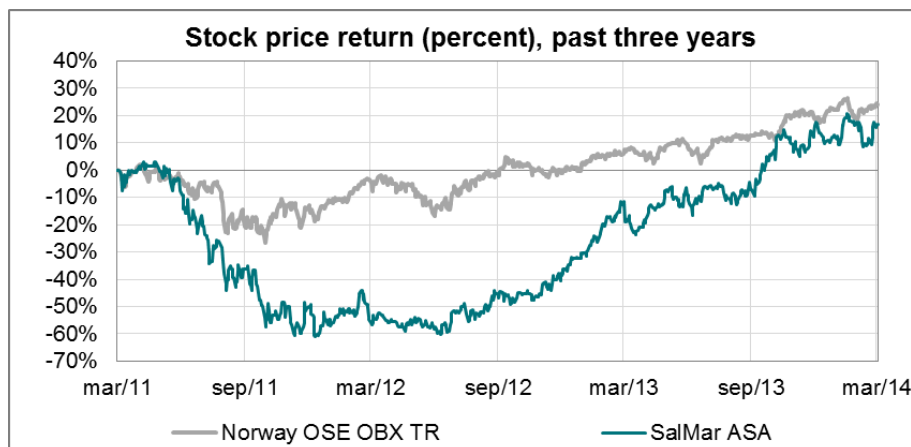
Oppdrettsselskapet **Salmar** fikk meget god respons på sitt fjerdekvartalsresultat, ikke minst på grunn av et forslag om et utbytte på hele NOK 8 per aksje.

Sykdomssituasjonen i merdene i Midt-Norge påfører selskapet noe høyere driftskostnader, men dette ble motvirket av meget god lønnsomhet i Nord-Norge - Samlet driftsresultat var på hele NOK 10,2 per kg laks.

Responsten på supply båt-rederiet **Farstad** sitt fjerdekvartalstall var mer avmålt.

Ratene styrker seg for forsyningsbåter og ankerhåndteringsfartøyer, mens lønnsomheten for konstruksjonsbåter ble påvirket av oppstarts-kostnader i forbindelse med ny og lengre kontakt i Brasil.

SalMar ASA		Operates fish farms			
Market Value (mill.)	8 624	Price: 77,00	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	11 325	Exchange rate to NOK: 1,00			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	3 796	4 180	6 246	6 960	6 757
EBIT (Operating Income) (mill.)	572	324	1 261	1 751	1 717
Net Income (mill.)	145	467	1 790	1 302	1 239
Price/Earnings	4,8	4,9	4,9	7,0	7,1
Price/Book Value	1,8	1,8	1,8	1,6	1,4
EV/EBIT	10,3	24,4	8,2	6,0	5,8
Return on Equity (%)	6,5	19,0	47,4	23,4	20,3
Dividend Yield (%)	10,5	10,4	10,4	6,7	7,1



Skuffende fra Subsea7

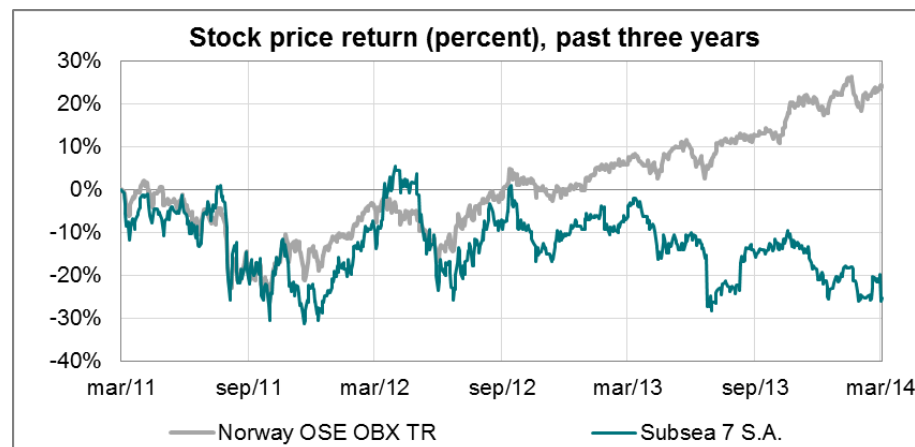
Oljeservice-selskapet **Subsea 7** rapporterte et noe skuffende resultat for fjerde kvartal, hovedsakelig som følge av ytterligere avsetninger på undervanns-prosjektet «Guara Lula» i Brasil.

Oljeselskapenes økte kostnadsbevissthet og kapital-disiplin gjør at flere utbyggingsprosjekter skyves ut i tid. Selskapet ser derfor færre tendere og lavere forventet ordreinngang.

Subsea7 har en høy ordrebok som dekker cirka 80% av forventet omsetning i inneværende år. Selskapet forventer, til tross for økt usikkerhet i markedet, høyere omsetning og resultat i 2014 enn i 2013.

For året 2013 vil selskapet betale et utbytte på NOK 3,60 per aksje, tilsvarende en direkteavkastning («yield») på cirka 3,5% basert på dagens kurs. Subsea7 vil i tillegg fortsette sitt program for tilbakekjøp av egne aksjer.

Subsea 7 S.A.		Provides engineering and construction services to the offshore drilling industry			
Market Value (mill.)	36 832	Price: 109,10		Currency: NOK	
Enterprise Value (mill.)	39 568	Exchange rate to NOK: 1,00			
	2011	2012	2013	2013E	2014E
Sales (mill.)	28 339	36 648	37 031	38 307	41 082
EBIT (Operating Income) (mill.)	3 133	4 401	2 909	3 764	6 011
Net Income (mill.)	2 192	4 833	2 044	2 170	4 110
Price/Earnings	19,0	19,1	17,7	17,8	9,6
Price/Book Value	1,0	1,0	0,9	1,0	0,9
EV/EBIT	13,1	11,7	15,5	10,7	6,7
Return on Equity (%)	10,4	13,9	5,4	5,4	9,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	3,2	3,4



Turbulens i øst ga rabatt

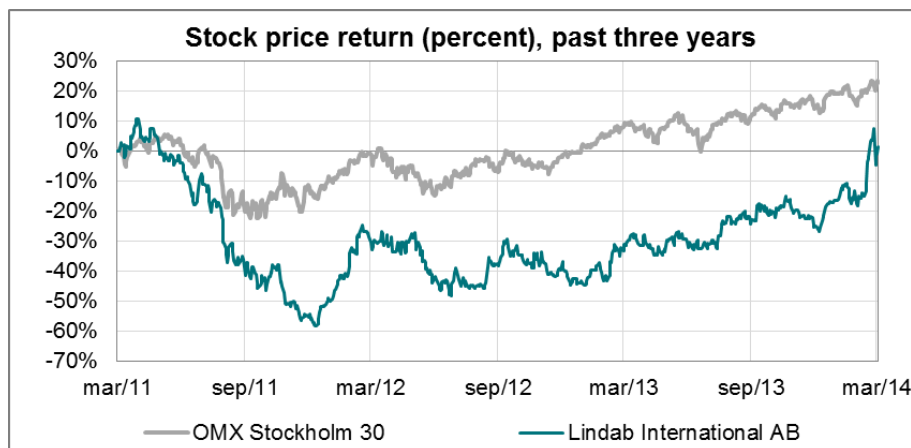
Vi er tilbake i **Lindab** etter at svenske Systemair solgte sin 11 prosent eierandel i selskapet.

Systemair hadde håpet på mer industrielt samarbeid gjennom sin drøye 11 prosent plassering i Lindab. Da dette ikke ble materialisert, solgte de altså sin posisjon mot en håndfull institusjonelle investorer, hvorav ODIN Sverige var en av disse. Plasseringen ble gjort i helgen på SEK 72, nesten 13 prosent under fredagens stengningskurs.

ODIN Sverige har tidligere, og lenge, vært investert i Lindab. Selskapet hadde stor suksess med sine innovative ventilasjon- og byggeprodukter frem til finanskrisen. Etter den påfølgende nedgangen i byggevirksomhet, har Lindab hatt fem tøffe år.

Situasjonen er i bedring, og med ny organisasjonsstruktur og ledelse er selskapet på god vei mot gamle høyder. Vi liker selskapets fokus på lønnsom organisk vekst. I tillegg er det et selskap med lang historie og spennende produkter innen ulike nisjer.

Lindab International AB		Develops, manufactures and markets sheet metal products and system solutions in the ventilation and profile business areas			
Market Value (mill.)	5 920	Price: 77,55	Currency: SEK		
Enterprise Value (mill.)	7 803	Exchange rate to NOK: 0,93			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	6 878	6 656	6 523	6 889	7 294
EBIT (Operating Income) (mill.)	355	543	378	596	700
Net Income (mill.)	91	122	233	364	465
Price/Earnings	23,9	24,7	24,9	15,6	12,7
Price/Book Value	1,9	1,9	2,0	1,8	1,6
EV/EBIT	12,6	9,6	16,7	12,6	10,2
Return on Equity (%)	3,3	4,5	8,2	11,3	12,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	2,1	3,0



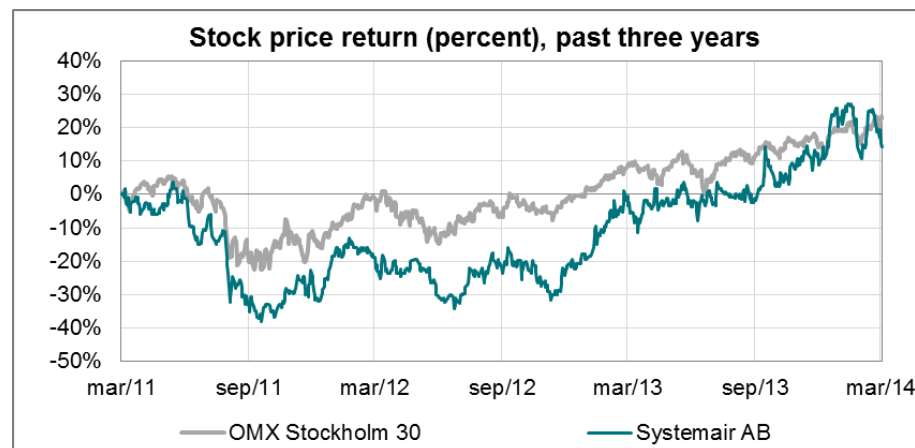
Putin-effekter I

Russlands innblanding i Ukraina skapte store kursutslag denne uken. Selv om vi selvsagt ikke liker slike situasjoner, skaper de likevel muligheter til å finne aksjer til en mer attraktiv pris. Uroen ble derimot kortvarig, og i slutten av uken var optimismen tilbake.

I ODIN Sverige er det **Oriflame**, **Systemair** og nyinnkjøpte **Lindab** som har størst eksponering mot Ukraina og Russland. Ukens støy medførte at prisen på Lindab-aksjene ble satt på betydelig lavere nivå enn først tiltenkt.

Systemair, som bokførte en gevinst på salget av Lindab-posten, kom med en svakere rapport enn forventet. Svakere valutaer i Norge, Russland, Tyrkia og India har påvirket både omsetning og resultat. I tillegg er det store engangskostnader knyttet til oppkjøpene og integreringen av tyske og østerrikske Menerga. På den positive siden fortsetter selskapet sin organiske vekst med 5,3 prosent og total vekst i forhold til siste år var 16 prosent.

Systemair AB		Develop, manufacture and market ventilation products			
Market Value (mill.)	6 292	Price: 121,00	Currency: SEK		
Enterprise Value (mill.)	7 821	Exchange rate to NOK: 0,93			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	3 467	3 997	4 551	5 449	5 857
EBIT (Operating Income) (mill.)	330	428	350	414	526
Net Income (mill.)	273	215	241	315	371
Price/Earnings	27,9	28,5	27,5	23,3	17,0
Price/Book Value	3,7	3,8	3,6	3,4	3,0
EV/EBIT	17,9	12,2	19,0	18,4	14,0
Return on Equity (%)	22,6	16,2	16,2	14,7	17,6
Dividend Yield (%)	1,2	1,2	1,2	1,6	2,0



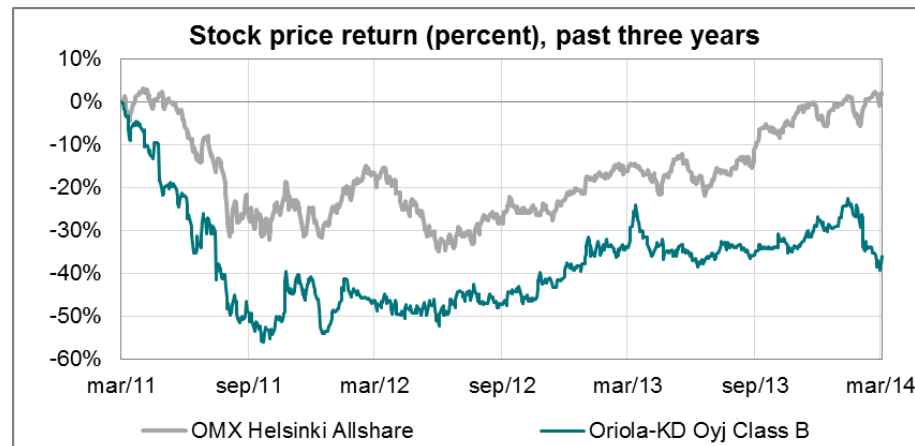
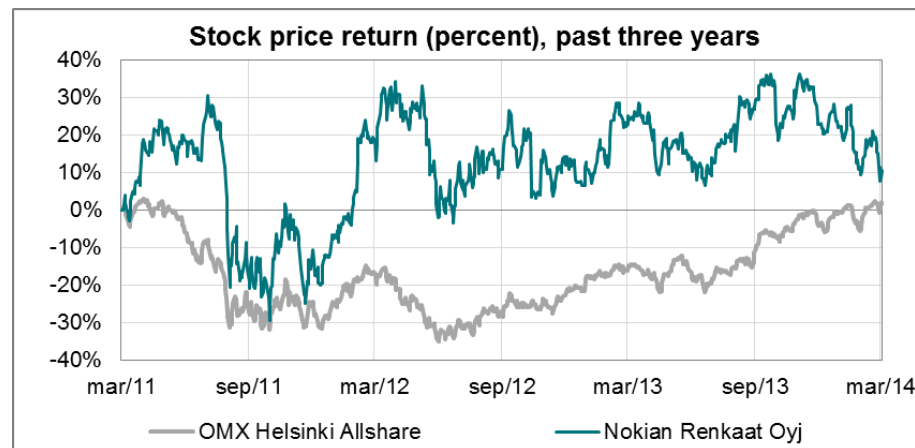
Putin-effekter II

Med sin geografiske lokalisering og historie har en rekke finske selskaper betydelig virksomhet i Russland, spesielt i St. Petersburg og Moskva-regionen. Den politiske uroen skapt av situasjonen i Ukraina, kombinert med en svakere rubel, slår derfor naturlig nok inn på finske selskapers inntjening.

Størst eksponering har **Nokian Tyres**, som med sine fabrikker utenfor St. Petersburg har 80% av sin totale dekkproduksjon og 35% av sitt salg i Russland.

Entreprenøren **YIT** er en stor aktør innenfor bygging av leiligheter, med noe under 30% av sin virksomhet i Russland. **Tikkurila**, som er den ledende produsenten av husmaling i Russland, har 32% av omsetningen i Russland, mens **Oriola-KD**, via sin apotekkjede, har 40% av salget der.

Vi følger nøye med på situasjonen og spesielt på de selskapene som er eksponert mot disse markedene. Uro gir ofte gode kjøpsmuligheter, men risikopremien kan bli liggende høy over lengre tid.



Stahet og tålmodighet lønte seg!

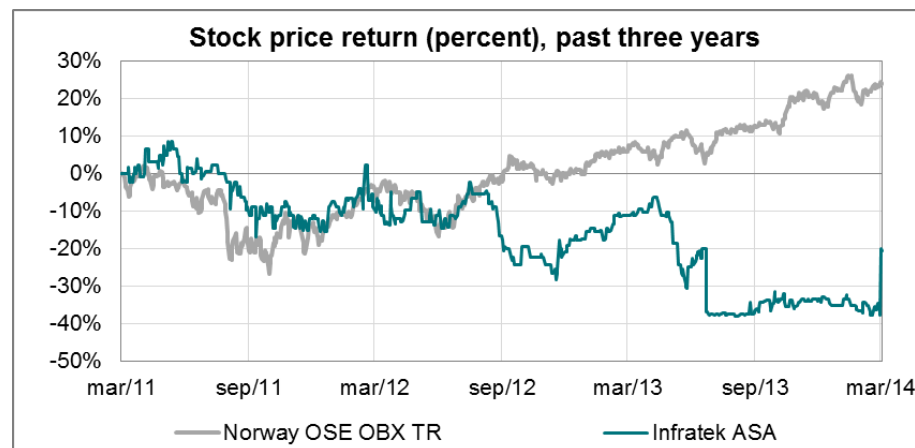
De to hovedeierne Hafslund og Fortum solgte i juni sine aksjer i **Infratek** på NOK 14 per aksje til det svenske oppkjøpsfondet Triton (gjennom selskapet Heraldic Holding). Det spesielle var at transaksjonen ble gjort på en kurs 22% *under* sluttkurs dagen før.

Gjennom transaksjonen ble Triton eier av 76% av aksjene og således ble det fremlagt et pliktig tilbud på resterende aksjer til tilsvarende aksjekurs.

ODIN Norden var eier av 5,2% av aksjene i Infratek, og vi gikk kraftig ut mot budet. Vi mente de underliggende verdiene i selskapet var betydelig høyere enn det budprisen representerte. Som største «gjenværende» eier, har vi tatt en ledende og aktiv rolle i arbeidet mot Triton for å fremskaffe en pris som i større grad reflekterte vår verdioppfatning.

Samtidig må det erkjennes at forutsetningene endres noe med en så stor majoritetseier. Vi er således fornøyd med at vi oppnådde en pris på NOK 18, hele 28,5% over opprinnelig bud. Vi har nå solgt aksjene.

Infratek ASA		Supplies services related to developing, operating and securing critical infrastructure			
Market Value (mill.)	1 143	Price: 17,90	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	1 123	Exchange rate to NOK: 1,00			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	2 890	2 810	2 955	-	-
EBIT (Operating Income) (mill.)	101	108	-53	-	-
Net Income (mill.)	75	71	-60	-	-
Price/Earnings	-	-	-	-	-
Price/Book Value	1,6	1,5	1,9	-	-
EV/EBIT	10,2	8,8	-	-	-
Return on Equity (%)	11,7	12,0	-9,2	-	-
Dividend Yield (%)	10,2	10,7	8,3	-	-



Valutariper for tre striper

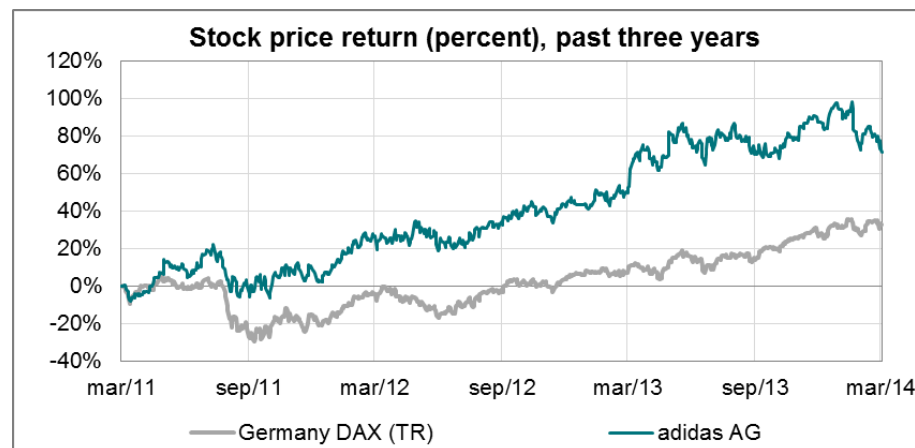
Adidas leverte sterke tall for fjerde kvartal 2013, med en salgsvekst på 12 prosent. Dette bidro til et rekordresultat for gruppen for hele året.

Dessverre vil visse valutasvekkelser gi store negative konsekvenser for selskapets resultater i 2014. Med dagens valutakurser vil salget svekkes med omtrent EUR 750 mill. i forhold til forventet og driftsresultatet med EUR 150 mill.. Dermed vil bunnlinjen kun vokse med cirka fem prosent, noe som er vesentlig lavere enn forventet. Aksjen har fått hard medfart i år med en nedgang på hele 14 prosent.

På den positive siden ser vi at selskapet har stor suksess med driften. Produktene er populære, innovasjonstakten er høy og salget går svært godt i alle regioner og for alle merkevarene; Reebok, Adidas, Tailor Made og Rockport.

Ledelsen vil jobbe hardt for å motvirke effekten av valutasvingningene; øke priser og stramme inn på kostnadene, men det vil ta litt tid før disse tiltakene vil slå ut på bunnlinjen.

adidas AG		Manufactures sports shoes and related products			
Market Value (mill.)	16 802	Price: 80,31		Currency: EUR	
Enterprise Value (mill.)	16 800	Exchange rate to NOK: 8,29			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	13 344	14 883	14 492	15 097	16 160
EBIT (Operating Income) (mill.)	851	994	1 007	1 388	1 675
Net Income (mill.)	671	526	787	953	1 162
Price/Earnings	32,4	33,4	32,4	17,8	14,6
Price/Book Value	3,0	3,1	3,0	2,7	2,4
EV/EBIT	12,0	13,6	-	11,5	9,3
Return on Equity (%)	13,5	9,9	14,6	15,0	16,2
Dividend Yield (%)	1,7	1,6	1,7	2,2	2,7



ODIN Europa | ODIN Global

Endelig godkjent

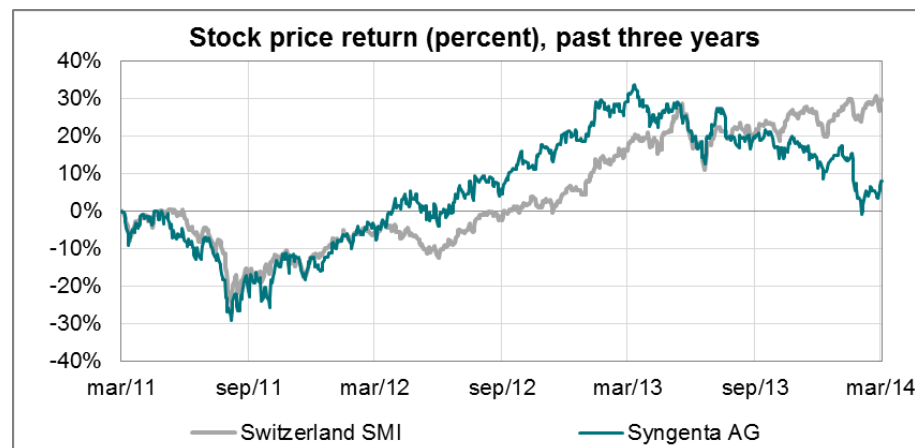
Den sveitsiske frø- og plantevernprodusenten **Syngenta** fikk denne uken brasilianske myndigheters godkjenning for «Elatus», et plantevernmiddel som skal ha en svært positiv effekt på behandling av «rust» (en type soppangrep) på soyabønneplanter.

Forsinkelsen av denne godkjennelsen førte til at resultat og kontantstrøm for 2013 ble noe lavere enn hva markedet hadde ventet.

Godkjennelsen vil føre til frigjøring av kontanter i form av redusert varelager i 2014. Utviklingen i Syngentas kontantstrøm er noe vi følger med argusøyne, så dette er svært positivt.

Den kinesiske viseministeren for landbruk skal i tillegg ha sagt at Viptera, et genetisk virkestoff som blant annet finnes i maiskorn, er nær en godkjenning for salg i Kina. Dette vil i så fall bli tatt vel i mot markedet.

Syngenta AG		Manufactures, develops and distributes crop protection products and seeds			
Market Value (mill.)	30 608	Price: 333,60		Currency: CHF	
Enterprise Value (mill.)	32 463	Exchange rate to NOK: 6,79			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	11 763	13 324	13 617	13 664	14 498
EBIT (Operating Income) (mill.)	2 036	2 399	2 100	2 221	2 543
Net Income (mill.)	1 418	1 756	1 524	1 676	1 938
Price/Earnings	19,7	19,9	20,2	17,4	15,1
Price/Book Value	3,6	3,6	3,6	3,4	3,1
EV/EBIT	13,0	14,7	16,5	14,7	12,7
Return on Equity (%)	20,3	23,4	18,5	19,3	20,4
Dividend Yield (%)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,4



Koblet inn abonnent nr. 200 000 000

Det pan-afrikanske telekom-operatøren **MTN Group** rundet ifjor 200 millioner kunder, en oppgang på 10%

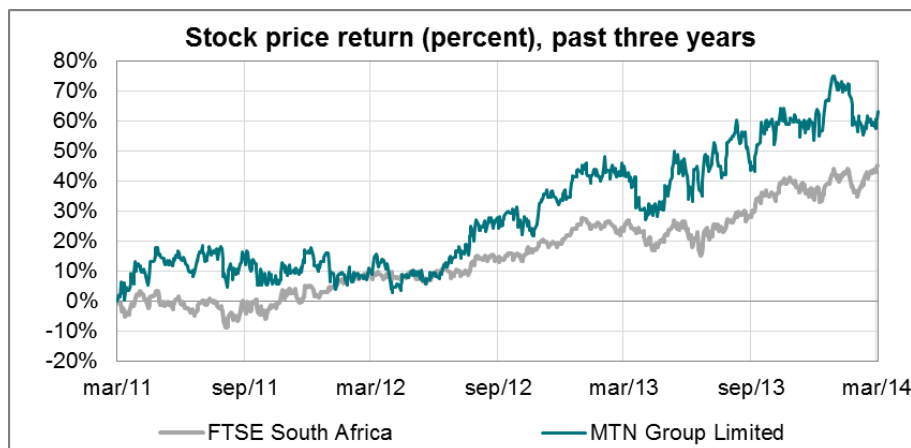
Selskapet er det største pan-afrikanske telekom-operatøren og har dominerende markedsposisjoner i en rekke land. Markedskapitaliseringen er på NOK 210 mrd. og tilsvarer Telenor sin.

Svak utvikling i den sør-afrikanske økonomien reflekteres i tallene hos MTN. I fjor falt den organiske veksten i Sør-Afrika med 2%, men det blir mer enn kompensert med sterk vekst i Nigeria og Ghana.

Organisk vekst, i konstant valuta, endte på 3% for konsernet. Fri kontantstrøm økte med vokser 9% i 2013. Rapporterte tall er sterkere grunnet svak utvikling i sør-afrikanske Rand det siste året.

Etter utbytteøkning på 25% i fjor, ligger utbyttet for året 2013 på 5,1% av dagens aksjekurs. Vi liker kombinasjonen av gode vekstutsikter, sterk kontantstrøm, god kapitalavkastning og sterke utbytter. Vi mener selskapet er verdt rundt 260 ZAR.

MTN Group Limited		Provides communication services and offers cellular network access and business solutions			
Market Value (mill.)	374 871	Price: 202,53		Currency: ZAR	
Enterprise Value (mill.)	392 909	Exchange rate to NOK: 0,56			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	121 884	135 112	136 495	153 042	161 401
EBIT (Operating Income) (mill.)	37 736	40 454	39 183	45 532	48 195
Net Income (mill.)	20 754	20 704	26 289	28 941	30 074
Price/Earnings	13,6	13,9	13,9	13,1	12,2
Price/Book Value	3,1	3,2	3,2	3,3	3,1
EV/EBIT	6,9	8,1	10,4	8,3	7,7
Return on Equity (%)	25,8	23,3	25,8	25,6	25,7
Dividend Yield (%)	1,9	1,9	1,9	5,6	6,2



Digg med moderne rigg

Riggselskapene er fortsatt optimister på lengre sikt. De tror generelt lavere rater i det korte bildet bare er «en hump i veien» i et lengre perspektiv.

Det er usikkerhet rundt hva som er "riktig" ratenivå for tiden og vi vil ventelig se store sprik i rapporterte rater de kommende månedene.

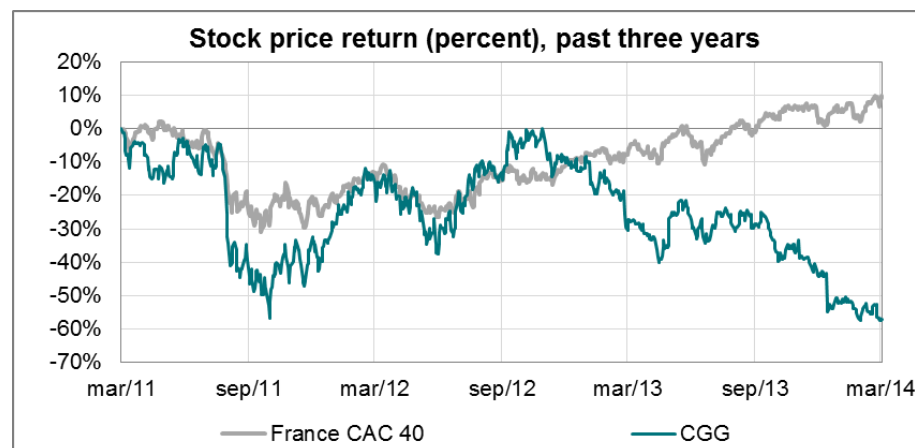
Moderne rigger vil oppnå høyere rater og utnyttelse, mens eldre rigger vil slite.

I seismikk er det blitt noe mer optimisme igjen ettersom selskapene generelt har bygd gode ordrebøker for jobber inneværende år.

CGG tar ut eldre båter og begrenser flåteveksten kommende år.

Fem aktører dominerer markedet, men ingen vil bestille ytterligere nybygg i dagens marked.

CGG					
Manufactures and supplies geophysical services and products and provides seismic-based reservoir solutions to the oil and gas industry					
Market Value (mill.)	1 943	Price: 10,99		Currency: EUR	
Enterprise Value (mill.)	3 763			Exchange rate to NOK: 8,29	
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	2 268	2 655	2 837	2 672	2 767
EBIT (Operating Income) (mill.)	109	264	193	318	374
Net Income (mill.)	-19	58	-526	122	168
Price/Earnings	-	-	-	15,9	11,8
Price/Book Value	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	35,7	16,5	20,2	10,9	8,8
Return on Equity (%)	-0,7	1,8	-17,1	4,0	5,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



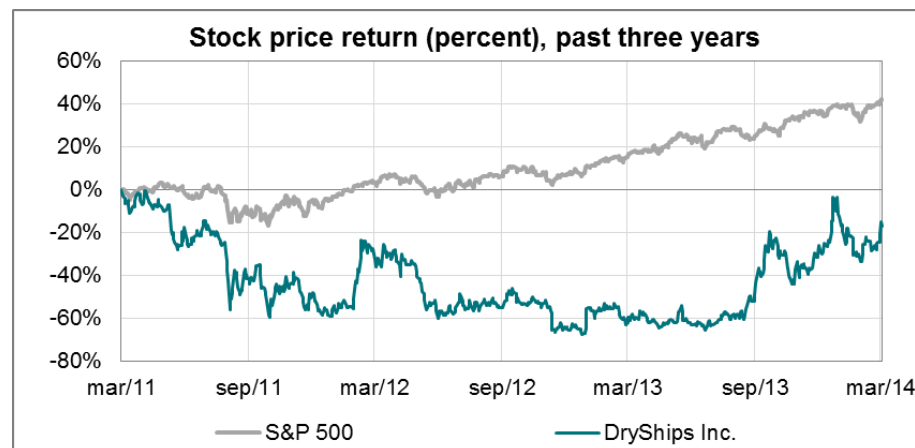
Tørrlast-aksjene på rett kurs

Aksjekursene til tørrlastrederiene stiger på høyere fraktrater. **Dryships** og **Knightsbridge** leder an.

Tanker Investment henter inn USD 100 mill. i ny egenkapital i forkant av børsnotering i Oslo. Kursen vil settes i intervallet NOK 70-80. Vi gikk inn på cirka NOK 61,50, sist handlet kurs er NOK 74.

Gassprisene i USA kom ned denne uken etter å ha skutt i været under kaldværet. Særlig propanprisene kolliderer og arbitrasjen til Asia er igjen vidåpen. Det er positivt for fraktratene for store gasskip (VLGC'er).

DryShips Inc.		Engages in ocean transportation businesses			
Market Value (mill.)	1 663	Price: 4,04	Currency: USD		
Enterprise Value (mill.)	7 760	Exchange rate to NOK: 5,99			
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	1 078	1 210	1 492	2 101	2 328
EBIT (Operating Income) (mill.)	291	8	237	563	754
Net Income (mill.)	-70	-247	-223	40	234
Price/Earnings	-	-	-	18,9	7,2
Price/Book Value	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5
EV/EBIT	18,6	709,4	33,3	12,3	9,1
Return on Equity (%)	-2,2	-8,2	-8,2	2,5	6,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Orakelet taler

Sist helg publiserte Warren Buffett's holdingselskap **Berkshire Hathaway** sin årsrapport for 2013, og der pleier han å skrive noen bevingede ord. Når «Orakelet fra Omaha» snakker, lytter investorene.

I fjor steg de bokførte verdiene i Berkshire med hele 18,2%, omtrent som snittet på 19,7% de 49 årene som Buffett har stått ved roret. Det er bare marginalt under den årlige resultatveksten i samme periode på 20,6%.

Budskapet i årsrapporten er, som alltid, rettet mot å ha et langsiktig perspektiv på investeringene, og ikke la seg styre av kortsiktig markedsstøy. Buffett's største kjøp i 2013 var ketsjup-produsenten **Heinz**. De fire største børsnoterte posisjonene er **Coca-Cola**, **American Express**, **IBM** og **Wells Fargo**.

ODIN eier ikke aksjer i Berkshire, men er tilhengere av Buffett's filosofi rundt aksje-investeringer. I starten av mai arrangerer Berkshire årsmøte i Omaha – også omtalt som «Woodstock for capitalists».

Berkshire Hathaway Inc. Class Provides insurance and investment services					
Market Value (mill.)	298 277	Price: 120,97		Currency: USD	
Enterprise Value (mill.)	324 996			Exchange rate to NOK: 5,99	
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	143 688	162 800	15 139	192 140	206 943
EBIT (Operating Income) (mill.)	20 616	28 025	-	16 165	17 451
Net Income (mill.)	10 254	14 824	-	16 351	16 916
Price/Earnings	14,7	15,0	15,1	19,0	17,6
Price/Book Value	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1
EV/EBIT	10,5	8,6	-	-	-
Return on Equity (%)	6,4	8,4	-	6,5	6,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Benytt våre kundetjenester



**Sjekk din
beholdning,
avkastning og
mer**

[Logg på dine fondssider
hos ODIN Online](#)



**Sett pengene
dine
i arbeid**

[Tegn andeler i våre fond
via nettet med BankID](#)



**Hold deg
oppdatert**

[Oppgi din adresse
for å motta vårt nyhetsbrev](#)



**Snakk
med oss**

+47 24 00 48 04
kundeservice@odinfond.no

Vi minner om...

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning, som blant annet vil avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

Uttalelser i denne rapporten reflekterer ODINs markedssyn på det tidspunktet den ble utarbeidet. Vi har gjengitt kilder som vurderes som pålitelige, men vi kan imidlertid ikke garantere at informasjonen fra kildene hverken er presis eller komplett.

Ansatte i ODIN Forvaltning AS kan handle for egen regning i flere typer finansielle instrumenter. Dette innebærer at ansatte i ODIN Forvaltning AS kan eie verdipapirer i selskaper som er omtalt i denne rapporten, samt andeler i ODINs verdipapirfond. Ansattes egenhandel skal skje i henhold til ODIN Forvaltning AS' interne retningslinjer for ansattes egenhandel, som er utarbeidet i henhold til verdipapirhandelloven og Verdipapirfondenes forenings bransjestandard.

Du finner mer informasjon på www.odinfond.no

