



ODIN USA

Årskommentar 2022



Avkastning ODIN USA A – desember 2022

Avkastning siste måned og hittil i år

- Fondet leverte siste måned en avkastning på -2,8 prosent. Referanseindeksens avkastning var -6,6 prosent.
- Hittil i år er fondets avkastning -13,2 prosent. Referanseindeksens avkastning er -10,4 prosent hittil i år.

Kjøp og salg siste måned og hittil i år

- Siste måned har vi kjøpt aksjer i Cullen/Frost.
- Hittil i år er de største endringene kjøp av Copart, NRC Health og Cullen/Frost, samt salg av Home Depot, HEICO og Amazon.

Bidragssytere siste måned og hittil i år

- De beste bidragssyterne siste måned var Cullen/Frost og Meta.
- De svakeste bidragssytere siste måned var Accenture og Copart.
- Hittil i år er de beste bidragssyterne Grainger og Berkshire Hathaway.
- De svakeste bidragssyterne hittil i år Meta og Alphabet.

Prising av ODIN USA – desember 2022

Prising av fondet

- Fondet prises til 21,6 ganger neste 12 måneders resultater.
- Fondet gir en forventet direkteavkastning på 0,8 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises fondet til 4,5 ganger.
- Selskapene i fondet har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 19,8 prosent.

Prising av det amerikanske aksjemarkedet – Morningstar US Large Mid Cap

- Markedet prises til 17,0 ganger neste 12 måneders resultater.
- Markedet gir en direkteavkastning på 1,8 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises markedet til 3,8 ganger.
- Selskapene i referansindeksen har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 21,0 prosent.

Forvalters årskommentar

Fondets og markedets utvikling

Der hvor 2021 leverte avkastning langt utenfor hva du kan forvente i langsiktig avkastning i positiv forstand, så har 2022 levert avkastning langt utenfor et normalår i negativ forstand. ODIN USA falt -13,2 prosent. Referanseindeksen falt -10,4 prosent i samme periode. Utenlandske investorer i det amerikanske markedet har blitt reddet av at dollaren har styrket seg mot annen valuta. I amerikanske dollar er NASDAQ ned over 33 prosent, mens S&P500 er ned nesten 20. Det bidrar til at avkastningsresultatene for utlendinger er betydelig bedre enn for amerikanske investorer. Dette viser også hvorfor du som investor bør etterstrebe diversifisering og ha eksponering mot aktiva utenfor hjemmemarkedet ditt.

Som vi har presisert tidligere, så er ODIN USA et aktivt og konsentrert aksjefond som avviker vesentlig fra indeks. Vi har et fåtall posisjoner, velger selskaper uavhengig av indeks og etterstreber å investere mest mulig i våre beste ideer. Konsentrasjon og høy aktiv andel gjør også at avkastningen til fondet vil avvike sammenlignet med referanseindeksen. Tracking error er et mål på svingningene i differanseavkastningen mellom fondet og indeks. For de tre siste årene har det ligget på rundt 7 prosent. Det er aldri noe gøy med mindreavkastning, men årets mindreavkastning er innenfor det som bør forventes i et langsiktig perspektiv. I en normalfordeling, så vil 2/3 av utfallene ligge innenfor ett standardavvik og 19/20 utfall innenfor to standardavvik. Det innebærer at i 2 av 3 år forventer vi, ut fra et

statistisk perspektiv, at den relative avkastningen vil være innenfor +/- 7 prosent i forhold til referanseindeksen. I 19 av 20 år forventer vi avkastningen ligger innenfor to standardavvik, tilsvarende +/- 14 prosent.

Som vi har nevnt tidligere, så mener vi at det, fremfor å se på ett års avkastning, er mer hensiktsmessig å vurdere fondet basert på:

- Våre investeringsprinsipper og utøvelsen av disse
- Vår beslutningsprosess
- Posisjoneringen av fondet

Det å ha gode beslutningsprosesser og en god måte å arbeide på er noe vi etterstreber og er en kontinuerlig prosess. Dette er elementer vi reflekterer over og bruker tid på, uavhengig av om markedet er med eller mot oss.

Normalår er unntaket i aksjemarkedet

Ved utgangen av 2022 er det allerede tre år siden vi fikk de første meldingene om utbruddet av et nytt virus i Wuhan, Kina. Lite visste vi da om hva de neste tre årene ville bringe, men det har vært en treårsperiode preget av ubalanser på flere områder. De siste tre årene har gitt en global pandemi med tilhørende nedstengning av økonomien, hamstring og frykt som ga et kortvarig, men dramatisk krakk på verdens børser.

Forvalters årskommentar

Dette ble møtt med både finanspolitiske og pengepolitiske virkemidler som ga tiltakspakker og nullrenter, som igjen ga grobunn for mani med utpreget spekulasjon i flere aktivaklasser. Samtidig opplevde økonomien full stans med tilhørende brems i produksjon som ga mangel på komponenter og flere typer varer, idet husholdningene satt med overskuddslikviditet grunnet høy sparerate gjennom nedstengningen. Dette skiftet etterspørselen til de varene som var tilgjengelige, som bidro til å forsterke mangelen på visse typer varer, samtidig som husholdningenes sparerate økte som en konsekvens av at totale forbruker ble redusert. Når økonomien gradvis åpnet opp, så hadde husholdningene både økt kjøpekraft og et økt behov for å konsumere varer og tjenester. Kombinasjonen av problemer på tilbudssiden og økt etterspørsel har videre ført til inflasjon på nivåer vi ikke har sett på flere tiår, som igjen har blitt møtt med at sentralbankene har måttet stramme inn og øke rentene. På toppen av dette fikk vi Russlands invasjon av Ukraina, som har gitt oss krig i Europa. Kombinasjonen av disse effektene gjør at vi igjen står ovenfor et betydelig aksjefall, men i motsetning til krakket i 2020, så har dette fallet vært av det mer langvarige slaget. De siste tre årene har gitt oss formative hendelser som ofte skjer i løpet av tiår, presset inn på tre år og dermed gitt oss krakk, full oppgang og et nytt krakk igjen. Ved utgangen av 2019 stod S&P500 i 3231. Ved utgangen av 2022 står den i 3840. På tross av alle disse utfordringene har S&P500 gitt rundt 6 prosent i årlig avkastning i amerikanske dollar siste 3 år før utbytter. Men, dette maskerer imidlertid den berg- og dalbanen investorer har opplevd de siste tre årene.

De siste tre årene har vært langt fra normale. Og som Howard Marks skriver i sitt memo, «*Bull Market Rhymes*», så kan du heller ikke forvente normalår i aksjemarkedet. Han skriver i dette memoet om hvordan S&P500 har gitt rundt 10 prosent avkastning, men at avkastningen for et enkeltår sjeldent blir «normal», det vil si mellom 8 prosent og 12 prosent. Dette kan illustreres med tabellen under.

1928	37,9 %	1949	10,3 %	1970	0,1 %	1991	26,3 %	2012	13,4 %
1929	-11,9 %	1950	21,8 %	1971	10,8 %	1992	4,5 %	2013	29,6 %
1930	-28,5 %	1951	16,5 %	1972	15,6 %	1993	7,1 %	2014	11,4 %
1931	-47,1 %	1952	11,8 %	1973	-17,4 %	1994	-1,5 %	2015	-0,7 %
1932	-15,1 %	1953	-6,6 %	1974	-29,7 %	1995	34,1 %	2016	9,5 %
1933	46,6 %	1954	45,0 %	1975	31,5 %	1996	20,3 %	2017	19,4 %
1934	-5,9 %	1955	26,4 %	1976	19,1 %	1997	31,0 %	2018	-6,2 %
1935	41,4 %	1956	2,6 %	1977	-11,5 %	1998	26,7 %	2019	28,9 %
1936	27,9 %	1957	-14,3 %	1978	1,1 %	1999	19,5 %	2020	16,3 %
1937	-38,6 %	1958	38,1 %	1979	12,3 %	2000	-10,1 %	2021	26,9 %
1938	25,2 %	1959	8,5 %	1980	25,8 %	2001	-13,0 %	2022	-19,4 %
1939	-5,5 %	1960	-3,0 %	1981	-9,7 %	2002	-23,4 %		
1940	-15,3 %	1961	23,1 %	1982	14,8 %	2003	26,4 %		
1941	-17,9 %	1962	-11,8 %	1983	17,3 %	2004	9,0 %		
1942	12,4 %	1963	18,9 %	1984	1,4 %	2005	3,0 %		
1943	19,4 %	1964	13,0 %	1985	26,3 %	2006	13,6 %		
1944	13,8 %	1965	9,1 %	1986	14,6 %	2007	3,5 %		
1945	30,7 %	1966	-13,1 %	1987	2,0 %	2008	-38,5 %		
1946	-11,9 %	1967	20,1 %	1988	12,4 %	2009	23,5 %		
1947	0,0 %	1968	7,7 %	1989	27,3 %	2010	12,8 %		
1948	-0,7 %	1969	-11,4 %	1990	-6,6 %	2011	0,0 %		

Kilde: [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

Forvalters årskommentar

I løpet av perioden 1928 – 2022 så har medianavkastningen for den tidsperioden vært 10,8 prosent men som du ser, er det sjelden du får den avkastningen i et enkeltår. I løpet av den perioden har faktisk avkastningen kun vært mellom 8 prosent og 12 prosent i 8 av disse årene. Det betyr at du kun får et normalår hvert 12. år.

Dette illustrerer at svingninger fra år til år og særlig innad i enkeltår kan være store. Husk at for eksempel i 2020 så opplevde vi et aksjefall på 34 prosent fra toppen, til S&P500 bunnet ut 23. mars. Allikevel endte året i pluss. Spørsmålet blir dermed hvordan du som investor skal forholde deg til at fravær av normalitet er det normale? Du vet aldri om markedet vil være euforisk, som i fjor, eller depressivt, som i år. Den viktigste erfaringen en investor kan ta med seg er at store svingninger er en egenskap ved markedet og innebygget del av aksjemarkedets dynamikk, ikke en feil som en bør unngå.

Derfor er den viktigste egenskapen for investorer at de kan etablere et emosjonelt fortrinn, ved å tåle og akseptere disse svingningene med den gulroten at den som klarer det vil ha gode forutsetninger for å oppnå god avkastning over tid.

I fjorårets kommentar skrev vi litt om de ulike forretningsmodellene i fondet. En annen viktig egenskap ved fondet er at vi leter etter og investerer i mindre selskaper. Fondet har rundt 4 milliarder kroner i forvaltningskapital. Det er lite i et så stort marked som det amerikanske og gir økt handlingsrom.

Det gjør at vi kan kombinere investeringer i de større, anerkjente selskapene med eksponering mot mindre selskaper, som større institusjoner ikke kan investere i. Dette gir en annen eksponering enn den du får i indeks. Per nå er 27 prosent av fondet investert i små – og mellomstore selskaper med en markedsverdi under 20 milliarder dollar, sammenlignet med 11 prosent for referanseindeksen.

Det er flere årsaker til at vi liker mindre selskaper, men det kan kort oppsummeres med at det blir som å lete etter gode eikenøtter som kan vokse seg til store eiketrær. De viktigste årsakene til at vi leter etter mindre selskaper, er:

- Færre analytikere dekker selskapene og mindre investorinteresse. Vi leter derfor i alternative kanaler når vi leter etter slike selskaper, ofte utenfor informasjonsstrømmen til meglerhus.
- Lengre vekstrullebane – alle store selskaper startet som små selskaper og det er i utgangspunktet lettere for mindre selskaper å vokse. Vi ønsker selskaper som kombinerer vekstmuligheter med lønnsomhet. Kombinasjonen er viktig.
- Vi kommer tettere på ledelsen.
- Ledelsen har større påvirkning på beslutningene og er viktigere enn i større selskaper.

Forvalters årskommentar

Hvis vi finner selskaper som har kombinasjonen av sterk markedsposisjon, gode reinvesteringmuligheter til høy kapitalavkastning over lang tid, i kombinasjon med en ledelse som er dyktige til å allokere kapital (gjerne owner-operators), så tror vi at dette er et godt utgangspunkt for lang og god verdiskaping. Vi er med andre ord veldig selektive med hvilke selskaper vi vurderer. Som alltid, den viktigste jobben vi gjør er å si «nei».

Bidragssytere

Avkastningen i et enkeltår kan svinge, og det kan til dels være store svingninger, noe vi særlig har opplevd i år. Markedets persepsjon av selskapene kan endre seg i løpet av et enkeltår. På lang sikt er det selskapenes resultater som driver aksjekursene. Hvis vi aggregerer resultatene til alle selskapene i fondet i amerikanske dollar, så ser vi at selskapene i fondet har levert en årlig resultatvekst på 10 prosent de siste tre årene. Vi forsøker å finne selskaper som øke inntjeningen over tid.

Positive bidragssytere

Grainger, som distribuerer alt mulig som brukes i det daglige i ulike produksjonsvirksomheter, institusjoner som sykehus og skoler, av transportselskaper, med mer. Det kan være alt fra verktøy til sikkerhetsutstyr, til skruer og muttere. Selskapet har levert gode tall gjennom året og rapportert

økning i omsetning, bruttoresultat og driftsresultat. Dette har gjort at selskapet har vært en av fondets beste bidragssytere. Selskapet har opplevd god etterspørsel etter sine produkter og fortsatt god utvikling i sluttmarkedene ettersom industriselskaper har hatt store ordrereserver etter pandemien. Selskapet har klart å øke prisene i takt med inflasjonen. Grainger, som andre distributører, drar nytte av noe inflasjon, og vil således være godt posisjonert hvis den etablerer seg noe høyere over de neste årene enn hva den har vært de siste ti årene.

Fondets største posisjon, **Berkshire Hathaway**, har levert akseptabel avkastning i år. Berkshire er nå bygget som et selskap som gjør det bedre enn markedet i svakere tider. De siste årene har tilgangen på billig finansiering gjort det vanskeligere for en disiplinert investor som Buffett, noe han også har poengtert. Men selskapet har over 100 milliarder dollar i kontanter og rentepapirer, som gir en sterk balanse, fleksibilitet og kan fungere som en trygg/rask finansieringskilde når likviditeten i finansmarkedene blir svakere. Derfor er det i tider med usikkerhet og strammere pengepolitikk at Berkshire bør gjøre det relativt sett bedre enn S&P500, gitt den defensive innretningen på selskapet. Vi er derfor fortsatt komfortable med at Berkshire er fondets største posisjon.

Forvalters årskommentar

Helseforsikringsselskapet, **UnitedHealth**, har også vært en av fondets sterkeste bidragsytere i år. UnitedHealth er en av de største aktørene innen privat helseforsikring og er en integrert aktør som tilbyr både helseforsikring, administrering av medisiner, helsetjenester og data- og analysetjenester. Selskapet har en relativt stabil etterspørsel og fortsatte å levere gode resultater året. Selskapet økte antallet medlemmer i deres forsikringsordning, samtidig som de ekspanderte eget nettverk av legesentre.

Negative bidragsytere

Det selskapet som har bidratt mest negativt til fondets avkastning og svakest aksjekursutvikling, er **Meta Platforms**, tidligere **Facebook**.

Det er flere faktorer som har bidratt til aksjens svake kursutvikling:

1. Meta ønsker å investere 10 milliarder dollar årlig i «metaverset». Meta mener dette er det neste store spranget for vår sosiale og digitale interaksjon, hvor vi flytter vår samhandling inn i en virtuell virkelighet. Markedet er usikker på om dette er fornuftig bruk av kapital.
2. Apple har også gjort endringer i personvernsinnstillinger i forbindelse med iOS-oppdateringer. Dette påvirker effektiviteten til reklamen for annonsørene på plattformene. Dette er en motvind som påvirker omsetningen negativt. Selskapet må investere mer for å håndtere dette.

3. Økt konkurranse fra TikTok har skapt bekymring. TikTok har allerede en stor brukerbase og plattformen vokser raskt blant unge. Meta har opplevd noe svakere utvikling i antall brukere enn det som har vært forventet. Selskapet må derfor investere mer fordi bruken flytter seg til kortere videosnutter, hvor både prisene og utnyttelsesgraden er lavere.
4. I tillegg er det bekymring knyttet til hvor syklisk annonsemarkedet er.

Metas plattformer er fortsatt viktige kilder til å nå mulige kunder med annonser og reklame, selv om det er mulig at avkastningen på disse annonsene har gått noe ned i etterkant av Apples personvernendringer. Meta er nødvendig infrastruktur for annonsører hvor de kan nå sine kunder. Kostnaden for å drive sosiale, digitale nettverk har økt. For 2022 forventes Meta å ha totale kostnader på mellom 94 og 100 milliarder dollar. Inngangsbarrierene her er ganske lave, det er ikke vanskelig å utvikle en konkurrerende applikasjon. Men, det er imidlertid ganske høye skaleringsbarrierer i den forstand at det er vanskelig å oppnå samme skala og lønnsomhet som Meta. De ekspanderende kostnadene illustrerer investeringsbehovet for en mulig konkurrent. Og, selv om selskapet investerer store summer, så er det fortsatt en ekstremt lønnsom forretningsmodell. Forventningen for neste år, på tross av store investeringer, er at for hver 10 dollar selskapet gjør i salg, så vil de konvertere omtrent 1 dollar i fri kontantstrøm.

Forvalters årskommentar

Denne konstanstrømmen kan brukes til å kjøpe tilbake aksjer, betale utbytte eller kjøpe andre selskaper.

Andre store teknologiselskaper, som Microsoft, Apple og Google, har hatt perioder med svak avkastning når disse har hatt utfordringer eller veksten har vært noe svakere enn forventet, for så å komme sterkt tilbake. Det er tydelig at Meta har utfordringer og en stor kostnadsbase, men det er fortsatt tidlig å konkludere entydig eller bastant. Vi er åpne for at vi kan ende opp med å ta feil, men vi tror fortsatt selskapet har forutsetningene for å håndtere de utfordringene som det står ovenfor. Prisingen er heller ikke avskrekkende, da selskapet er priset til 12 ganger forventede resultater for 2022.

Den største bidragsyteren til fondets avkastning i 2021 var **Alphabet**, mens selskapet i år er blant de svakeste bidragsyterne. Alphabet har blitt preget av at teknologisektoren har blitt dratt ned i år. I løpet av 2020 kuttet mange annonsører i sine reklamebudsjetter. Det påvirket Alphabet negativt. Markedet kom imidlertid sterkt tilbake i 2021, men annonsemarkedet er syklisk og de svakere makroøkonomiske utsiktene, med høyere renter, inflasjon og frykt for resesjon har ført til usikkerhet rundt annonsørers vilje til å bruke markedsføre sine produkter og tjenester. Samtidig tynges Alphabet av økte kostnader som gir svakere driftsmarginer. Vi er komfortable med Alphabet sin markedsposisjon, men ser gjerne økt kostnadsdisiplin og bedre kapitalallokering fremover.

En annen svak bidragsyter er **SiteOne**, som er USAs største distributør av vanningsutsyr, beplantning, belegningsstein og så videre. Kundene er typisk anleggsgartnere og andre entreprenører som utfører arbeid på vegne av private husholdninger og kommersielle kunder. SiteOne vokser både organisk og gjennom oppkjøp av mindre konkurrenter. Selskapet har opplevd god vekst gjennom pandemien drevet av trenden om at mer forbruk har gått til varer fremfor tjenester. Dette har gitt sterk etterspørsel etter oppgraderinger fra private husholdninger og kommersielle kunder. SiteOne er sensitivt ovenfor endringer i den amerikanske økonomien, da fortrinnsvis boligmarkedet. Aksjen har derfor blitt straffet i år, delvis grunnet sterk aksjekursutvikling over de to siste årene, men også grunnet økte renter, usikkerhet knyttet til den fremtidige utviklingen i det amerikanske boligmarkedet og svakere etterspørsel fremover. Vi tror imidlertid selskapet fortsatt har gode forutsetninger for å konsolidere dette sluttmarkedet over de neste årene.

Forvalters årskommentar

Kjøp

I løpet av januar benyttet vi de svake markedene til å kjøpe aksjer i **Copart**. Copart er et selskap vi har fulgt over lengre tid og møtt flere ganger. Selskapet kombinerer både det vi vurderer som strukturelle og kulturelle fortrinn. Selskapet ble grunnlagt av Willis Johnson i 1982. Han bygget opp Copart fra å bo med familien i en trailer på en skraphandel, til den internasjonale milliardbusinessen den er i dag. Han eier fortsatt en betydelig andel av selskapet og er styreleder. Han har skrevet om sin reise i boka *From Junk to Gold*. Den dekker blant annet konkurransen med hovedkonkurrenten IAA. Copart og IAA opererer i et duopol, hvor de til sammen har ca. 80 prosent markedsandel i det amerikanske markedet. Selskapet ledes av Jay Adair, som er svigersønnen til Johnson og som eier over 3 prosent av selskapet og Jeffrey Liaw, som tiltrådte som administrerende direktør i tospann med Adair i løpet av året.

Copart opererer en nettbasert auksjon hvor de hovedsakelig selger kolliderte biler som forsikringsselskaper har vurdert som for dyre til å reparere til kunder innen bildemontering, bilrestaurering og bruktbilforhandlere. Copart kombinerer denne digitale auksjonen med fysiske lokasjoner hvor de oppbevarer disse bilene. De har 250 000 biler på sine biloppstillingsplasser. Dette gir de en unik konkurranseposisjon basert på både digitale og fysiske nettverkseffekter. Dette illustreres ved at selskapet investerer omtrent 500 millioner dollar i året, som i stor grad brukes til å kjøpe landområder. Coparts tjenester kan beskrives

som helt nødvendig infrastruktur som håndterer det store volumet av biler som blir ødelagt av kollisjoner og naturkatastrofer. Selskapet bidrar til å resirkulere bilene tilbake i økonomien igjen i form av reparerte biler eller brukte deler. Dette gjør Copart til en nødvendig partner for forsikringsselskapene. Dyrere komponenter, økte reparasjonskostnader og en eldre bilpark gjør at flere biler bli kondemnert ved ulykker, fordi det blir mindre lønnsomt å reparere bilene. I år 2000 resulterte 8,6 prosent av ulykkene i at bilen ble kondemnert, mens samme antall i 2020 var rundt 20 prosent og denne trenden forventet å øke. Dette, kombinert med internasjonal ekspansjon og en ledelse med tydelig tilnærming til veien videre tror vi vil gi gode vekstmuligheter i årene fremover.

Vi har også kjøpt aksjer i **NRC Health** som er et lite selskap med en markedsverdi på omtrent én milliard dollar. NRC leverer analyse, spørreundersøkelser, måling og innsikt i erfaringene til pasienter og ansatte i helseforetak, som i stor grad omfatter sykehus. NRC tilbyr tjenester som gjør det mulig å måle og systematisere tilbakemeldinger fra pasienter og pårørende basert på selvrapporterte erfaringer med det aktuelle helseforetaket. Dette er hensiktsmessig for sykehusene for å forstå pasienterfaringer og posisjonere sykehusene i markedet. Selskapet ble etablert av Michael Hays i 1981. Han er fortsatt administrerende direktør i selskapet. Kundene betaler årlige abonnementer for levering av tjenester som de trenger for å

Forvalters årskommentar

konkurrere og holde seg relevante, mens NRCs ledende produkter gir byttekostnader. Selskapet har historisk vist god evne til å vokse organisk med mellom 6 til 7 prosent, samtidig som de har økt marginene. Kombinasjonen av at befolkningen blir eldre, skifte mot verdibasert behandling, økt grad av pasientengasjement og NRCs evne til å utvikle nye produkter og tjenester gjør at vi tror de har gode forutsetninger til å fortsatt vokse lønnsomt.

I løpet av desember kjøpte vi aksjer i **Cullen/Frost**. Med nesten 47 milliarder dollar i innskudd, er Frost den største Texas-baserte banken som utelukkende opererer i Texas. Banken ble etablert i 1868 og har gradvis vokst frem til å bli en av USAs 50 største banker. Det er en bank som historisk har vært finansiert av rundt 10 prosent egenkapital og 90 prosent innskudd. Historisk har halvparten av disse innskuddene blitt lånt ut til små- og mellomstore bedrifter i Texas, mens den resterende halvparten har blitt plassert i obligasjoner eller innskudd hos FED. Frost sitt fortrinn kommer fra at de er en relasjonsbasert bank hvor de bygger relasjoner med lokale bedrifter og privatpersoner som gir de et finansieringsfortrinn og tilgang på billige innskudd enn andre banker. Kombinasjonen av byttekostnader og det at de produserer finansiering til en lavere kostnad enn andre banker og forklarer hvorfor de har kunnet finansiere seg til 0,6 ganger styringsrenten til FED. Det siste tiåret har ikke nødvendigvis vært et godt tiår for banker. Lave renter har ikke tilstrekkelig belønnet banker som Frost som har et finansieringsfortrinn og maskert bankens evne til lønnsomhet,

selv om de har oppnådd 10 prosent egenkapitalavkastning, som er akseptabelt. Vi tror at Frost ikke er avhengig av rentenivå for å bli en akseptabel investering, men tror noe strukturelt høyere styringsrenter, som 1-2 prosent, kan gjøre at det blir en god investering. Det gir god risk/reward. I Frost får vi 2,7 prosent direkteavkastning samtidig som de har mulighet til å øke innskuddene med 7-9 prosent over tid.

Salg

Vi valgte å finansiere kjøpet av Copart ved å selge alle våre aksjer i **Home Depot**. Home Depot er USAs største byggevareforhandler. Home Depot har vært med siden oppstarten av fondet og vært en veldig god investering for oss. Home Depot har levert god aksjeavkastning siden oppstart av fondet og har levert rundt 23 prosent årlig avkastning i dollar i perioden. Home Depot har stadig levert god omsetningsvekst og inkrementelle forbedringer i forretningsmodellen, men vi liker imidlertid konkurranseposisjonen, samt eierskapet og ledelsen i Copart bedre. Samtidig vurderer vi at vekstmulighetene for Copart er bedre over de neste årene.

I oktober solgte vi oss ut av **HEICO Corporation**. Fondets retningslinjer sier at vi ikke kan være investert i selskaper som selger produkter som inngår som kritiske komponenter i atomvåpen. Vi har blitt oppmerksom på at et av HEICOs datterselskap har et produkt som inngår i interkontinentale missiler som bærer atomstridshoder. Om dette produktet kan karakteriseres som kritisk og utelukkende laget for atomvåpen

Forvalters årskommentar

kan diskuteres, og vi har vært kontakt i flere eksperter på området. Selv om konklusjonen ikke er entydig, har vi valgt å selge oss ut av selskapet gitt våre strenge retningslinjer på kontroversielle våpen.

I løpet av november solgte vi oss helt ut av **Amazon**. Amazon er en innovativ og kundeorientert virksomhet. Selskapet bygger kundeloyalitet gjennom rask levering, lave priser, bredt vareutvalg og tilleggstjenester. På tross av at vi fortsatt liker selskapet og vurderer Amazons fremtidsutsikter som interessante, er det to årsaker til at vi har valgt å selge oss ut av Amazon. Disse fungerer i samspill. Vi vurderer at investeringstesen vår har endret seg noe, samtidig som markedet fortsatt priser inn en høy sannsynlighet for fortsatt høy, lønnsom vekst.

Gradvis økning i marginer og bedre kontantstrøm var en viktig del av investeringstesen vår da vi investerte i Amazon i 2020. Lønnsomheten har ikke utviklet seg slik som vi så for oss på investeringstidspunktet. Gjennom pandemien investerte Amazon store summer i nyansettelser, varelager og materielle eiendeler. Dette har vært nødvendige investeringer for å møte økt etterspørsel fra kundene. Dette sammenfalt med økt lønnsomhet gjennom pandemien. Vi ser nå at disse investeringene har gitt overkapasitet som setter press på marginene og lønnsomheten. Dette kan være forbigående, men vi ser på det som en utfordring at selskapet ikke får den forventede avkastningen på disse investeringene. Dette sammenfaller med at Amazon møter tøff konkurranse fra tradisjonell, fysisk retail som også investerer

kraftig i digitale løsninger og dermed beveger seg inn i sfæren til Amazon. Wal-Mart, Target og Home Depot eksempler på selskaper som også investerer store beløp i dette segmentet. Dette utgjør tøffe og dyktige konkurrenter som dermed kan ende opp med å begrense Amazon sin lønnsomhet og vekstmuligheter.

Vi baserte vår investering på at Bezos hadde flere år igjen som leder og kulturbærer av selskapet. Bezos trakk seg tilbake tidligere enn det som både var ønsket og forventet fra vår side. Dette er antakeligvis mindre viktig enn overnevnte, gitt at det er høyst sannsynlig at kulturen blir videreført med Andrew Jassy. Jassy har imidlertid fått en tøff start som leder av Amazon ved at han har måttet håndtere ettervirkningene av pandemien. Dette i kombinasjon med overnevnte gjør oss usikre og er derfor en medvirkende faktor.

For å forsvare dagens prising må selskapet oppnå en kombinasjon av høy topplinjevekst og ekspanderende marginer over de neste ti årene. Av de store amerikanske teknologiselskapene, er Amazon det selskapet med størst reinvesteringsmuligheter, da markedet for både global retail og digital infrastruktur utgjør store globale markeder. Amazon har hele tiden evnet å skape nye produkter og tjenester, som AWS, reklameinntekter og salg fra tredjeparter. Selskapet har historisk vist en evne til å gjøre nettopp dette. Utfordringen fremover blir at selskapet må motstå tyngdekraften og fortsette å vokse i samme tempo fra en allerede stor base.

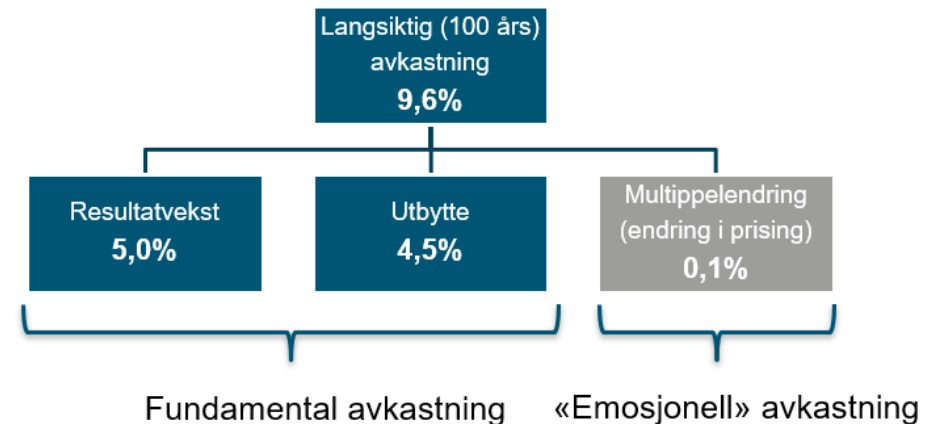
Forvalters årskommentar

For at Amazon fortsatt skal være en interessant investering må vi sette en høy sannsynlighet på dette scenarioet. Vi er ikke lenger komfortable med å legge inn så aggressive vekst- og lønnsomhetsforventninger gitt at investeringstesen vår har endret seg. Gitt prisingen av aksjen vurderer vi derfor utfallsrommet for stort i forhold til hva vi er komfortable med. Det er også en ESG-risiko i selskapet, både knyttet til arbeidsforhold i deres lagre, og til deres markedsdominerende posisjon, som vi mener ikke er tilstrekkelig priset inn i dagens aksjekurs.

Utsikter

Som de tre siste årene har vist, og som er nevnt innledningsvis, så er fravær av normalitet det normale i aksjemarkedet. Ingen vet hva som vil skje fremover, men den store risikoen er om vi får vedvarende høyere inflasjon og renter enn det som markedet forventer og priser inn. Analytikerne ligger inne med en forventet inntjening på S&P500 på 230 for 2023, opp 5,5 prosent fra 218,5 som forventes for 2022. Dette virker i overkant optimistisk gitt de utfordringene økonomien står ovenfor. Risikoen ligger derfor i at selskapene opplever et betydelig fall i inntjening og at inntjeningen prises lavere. Heldigvis er det imidlertid sjeldent at vi får to svake børsår etter hverandre, men i verste fall må vi være forberedt på at vi får en periode som vi hadde i årene 1929-1933, 1939-1941, 1973-1974 eller 2000-2002. Det vil si, perioder hvor det er flere år med svakere avkastning og marked som gradvis går nedover. Samtidig har de siste tre årene vist hvor vanskelig det er å spå den fremtidige utviklingen til markedet. Vi vet derfor ikke hvilken vei markedet vil ta fremover.

I det korte bilde er det markedets humørsvingninger som driver avkastningen i aksjemarkedet. Slike perioder illustrerer også viktigheten av langsiktighet. Årsaken til at langsiktighet er så viktig for å lykkes med investeringer er at det i større grad gjør at du som investor eksponeres mot de fundamentale faktorene i aksjemarkedet, nemlig resultatvekst og utbytte. Markedets humør får vi ikke gjort noe med, det må du heller lære å leve med. På lang sikt er det imidlertid utbytte og resultatvekst som driver avkastningen.



Kilde: Dr. Rama, Financial Physics

Forvalters årskommentar

For de som er langsiktige sparere og nettokjøpere av aksjer, så bør markedsure og lavere kurser ønskes velkommen fordi det gjør at du får mer direkteavkastning (utbytte/tilbakekjøp) og resultatvekst for pengene. Det gjør at du får mer verdi for pengene, selv om det gjør vondt når det står på.

Vi kan ikke kontrollere hvilken vei markedet går eller avkastningen til selskapene våre. Men vi etterstreber å ha en prosess som sørger for at:

- Vi har god kvalitet på selskapene i porteføljen og en fornuftig pris
- Vi setter sammen en helhetlig portefølje og vekter selskapene fornuftig
- Aktiv tålmodighet gjennom å forbli investert i gode selskaper, men samtidig være åpen for at investeringsteser kan endre seg.

Selv om det har vært et svakt år, både absolutt og relativt, så tror vi at de selskapene vi har valgt skal være robuste og tåle tøffere tider, samtidig som at de har gode forutsetninger for å skape verdier over de neste årene.

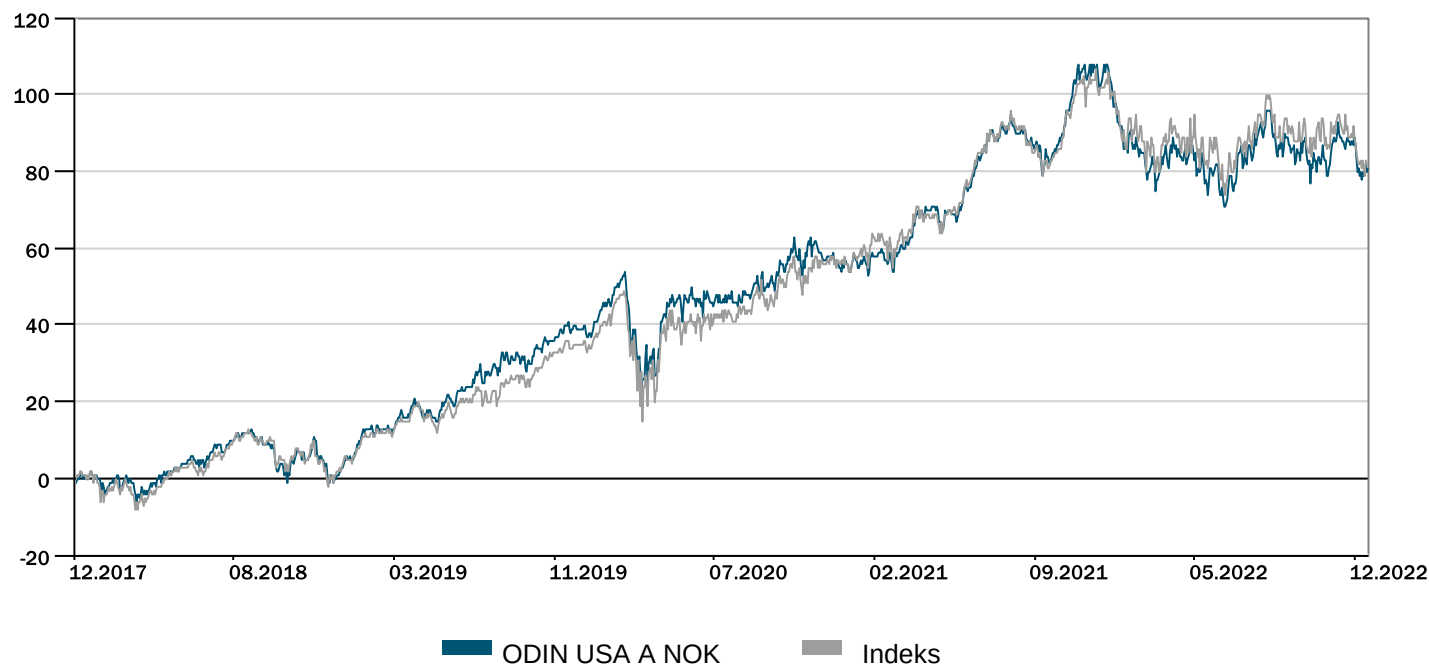
Med ønske om et godt investeringsår.

Nøkkeltall og nyheter fra porteføljen



- presentert på engelsk

Return Last 5 years % (NOK) - ODIN USA A



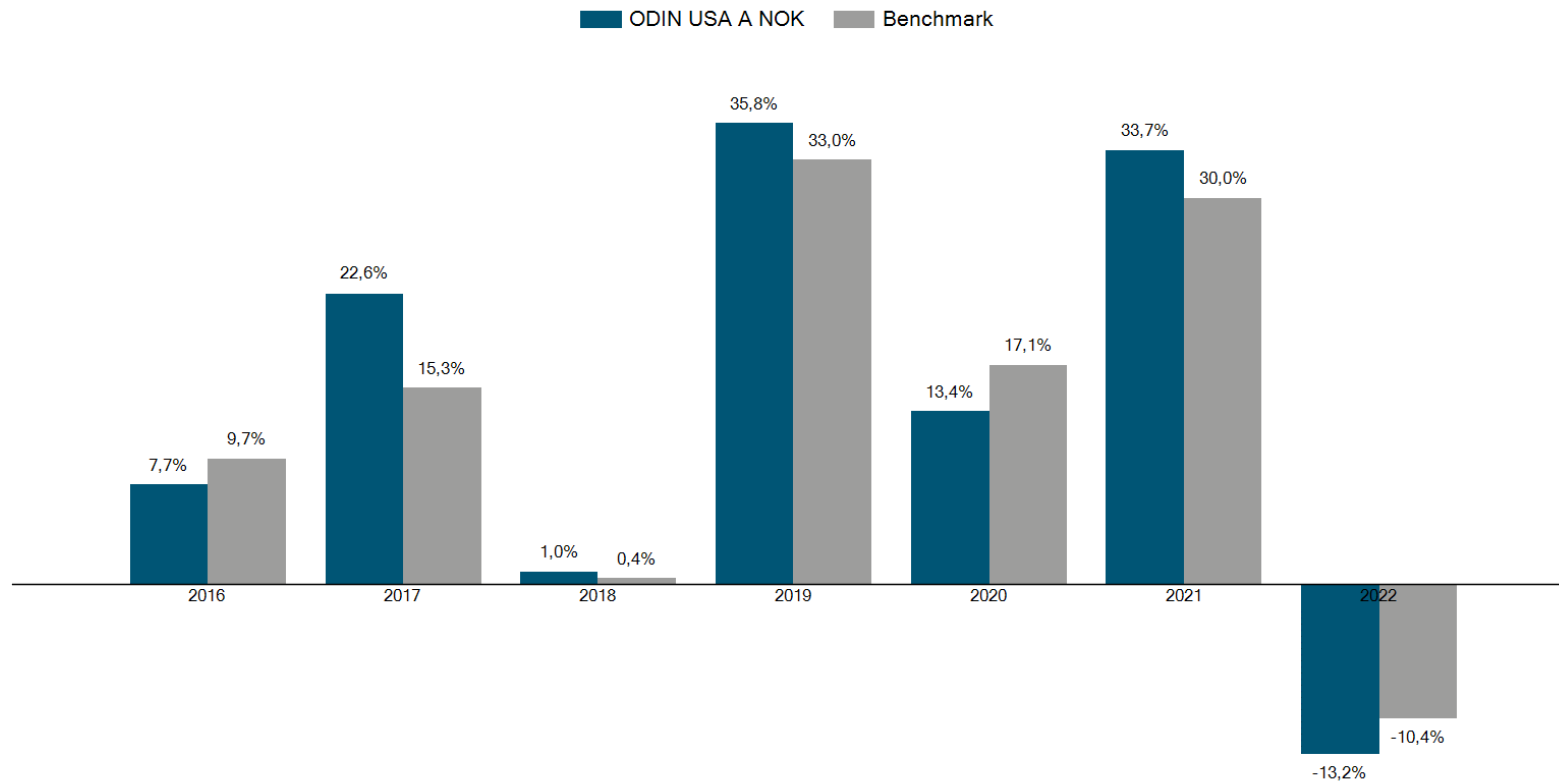
Historical Return % (NOK)*

	Siste mnd	HiÅ	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start
ODIN USAA	-2,84	-13,19	-13,19	9,56	12,55		15,14
Indeks	-6,55	-10,40	-10,40	10,84	12,74		14,49
Meravkastning	3,71	-2,79	-2,79	-1,28	-0,19		0,65

* Returns for periods exceeding 12 months are annualized

** Returns for Fund Classes B and C are shown in a separate table.
Returns prior to the share class inception date are based on calculations from the fund's oldest share class, taking into account the management fee in each share class.

Annual returns last 6 years - ODIN USA A

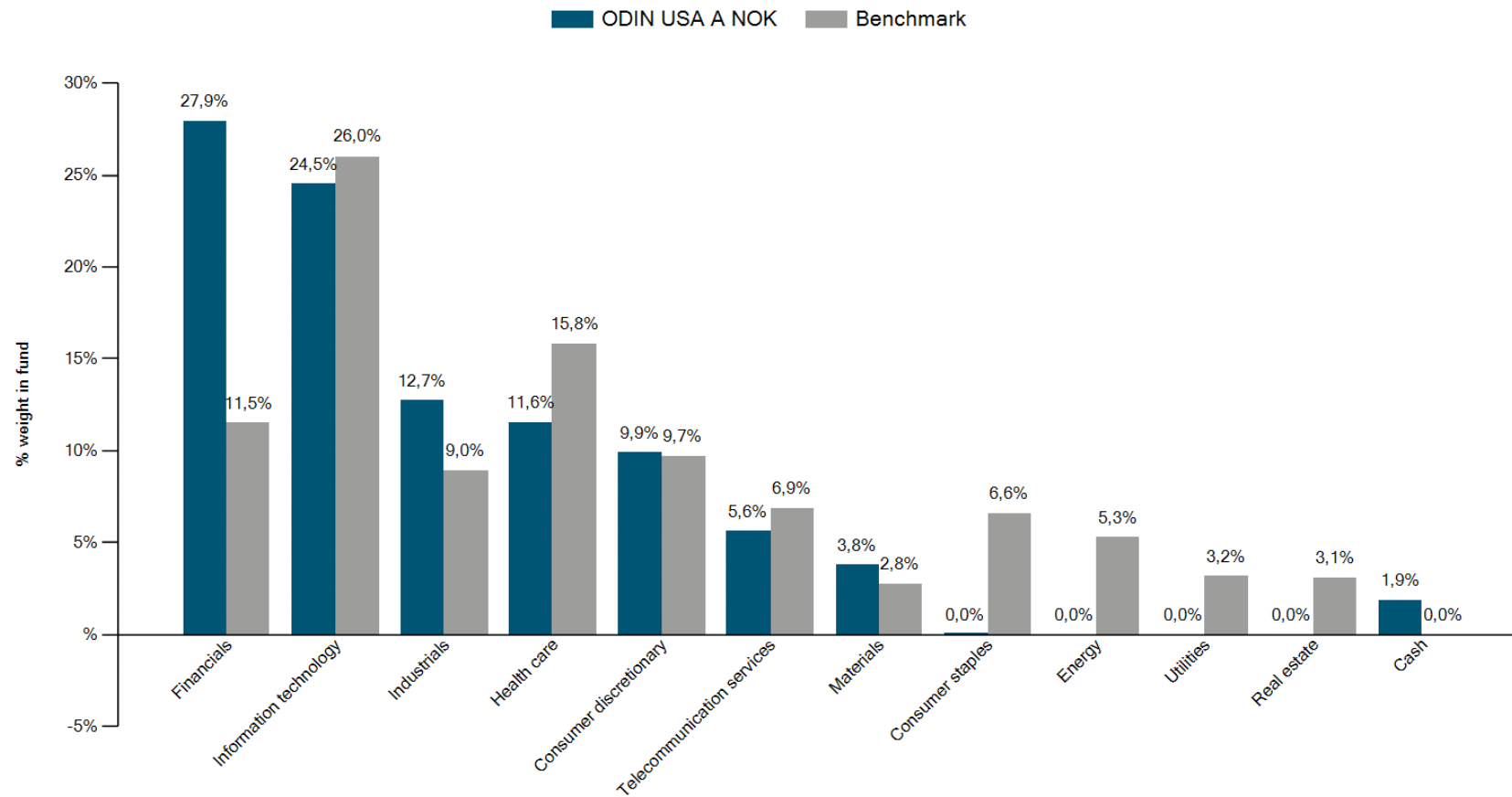


Pricing of the fund

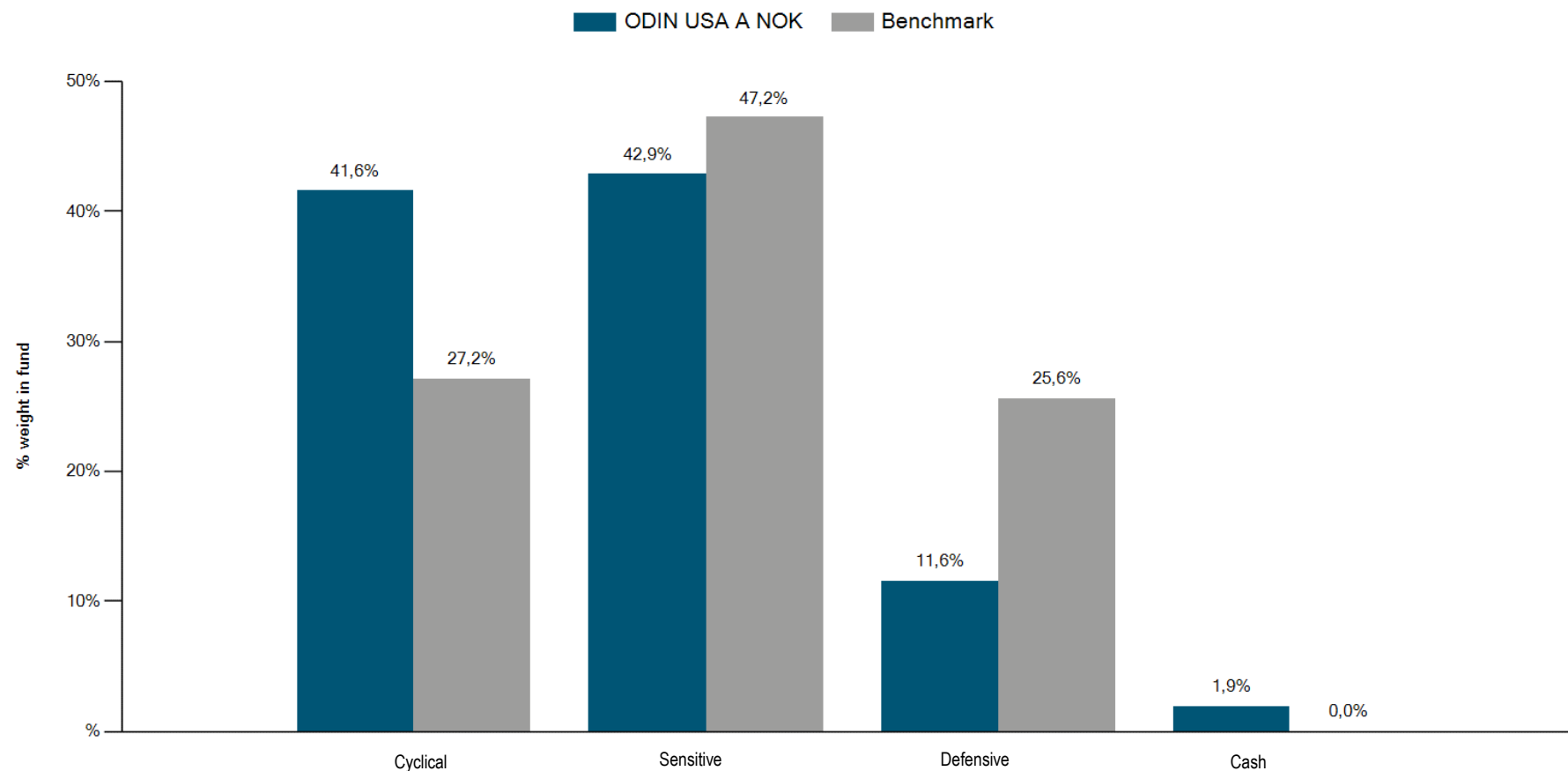
Company	Weight	Country	Industry	P/E (LTM)*	P/E (NTM)*	DivYield (LTM)	DivYield (NTM)	P/B	ROE
Berkshire Hathaway Inc. Class	5,6%	United States	Diversified Financial Services	21,7	20,2	0,0	0,0	1,5	6,9
Copart, Inc.	4,5%	United States	Commercial Services & Supplies	26,6	25,6	0,0	0,0	5,6	21,0
Alphabet Inc. Class C	4,2%	United States	Interactive Media & Services	18,8	16,8	0,0	0,0	4,5	23,8
S&P Global, Inc.	4,0%	United States	Capital Markets	30,2	26,7	0,9	1,1	3,0	9,9
Thermo Fisher Scientific Inc.	3,9%	United States	Life Sciences Tools & Services	23,9	23,9	0,2	0,2	4,9	20,3
OTC Markets Group Inc.	3,6%	United States	Capital Markets	22,8	21,7	1,1	1,3	2 967,0	12 994,4
UnitedHealth Group	3,6%	United States	Health Care Providers & Services	24,1	21,3	1,2	1,3	6,1	25,4
W.W. Grainger, Inc.	3,5%	United States	Trading Companies & Distributors	18,9	18,0	1,2	1,3	10,8	57,0
CDW Corp.	3,5%	United States	Electronic Equipment Instruments	18,3	17,1	1,2	1,4	10,4	56,6
Microsoft Corporation	3,4%	United States	Software	25,7	23,2	1,1	1,2	9,7	37,8
Topp 10	39,9%			22,6	21,0	0,6	0,7	4,3	19,1

* NTM = Next 12 months
LTM = Last 12 months
Adjusted earnings and fully diluted number of shares

Sector allocation - GICS Sectors



Sector allocation - Morningstar Super Sectors



GICS sectors included in Morningstar Super Sectors:

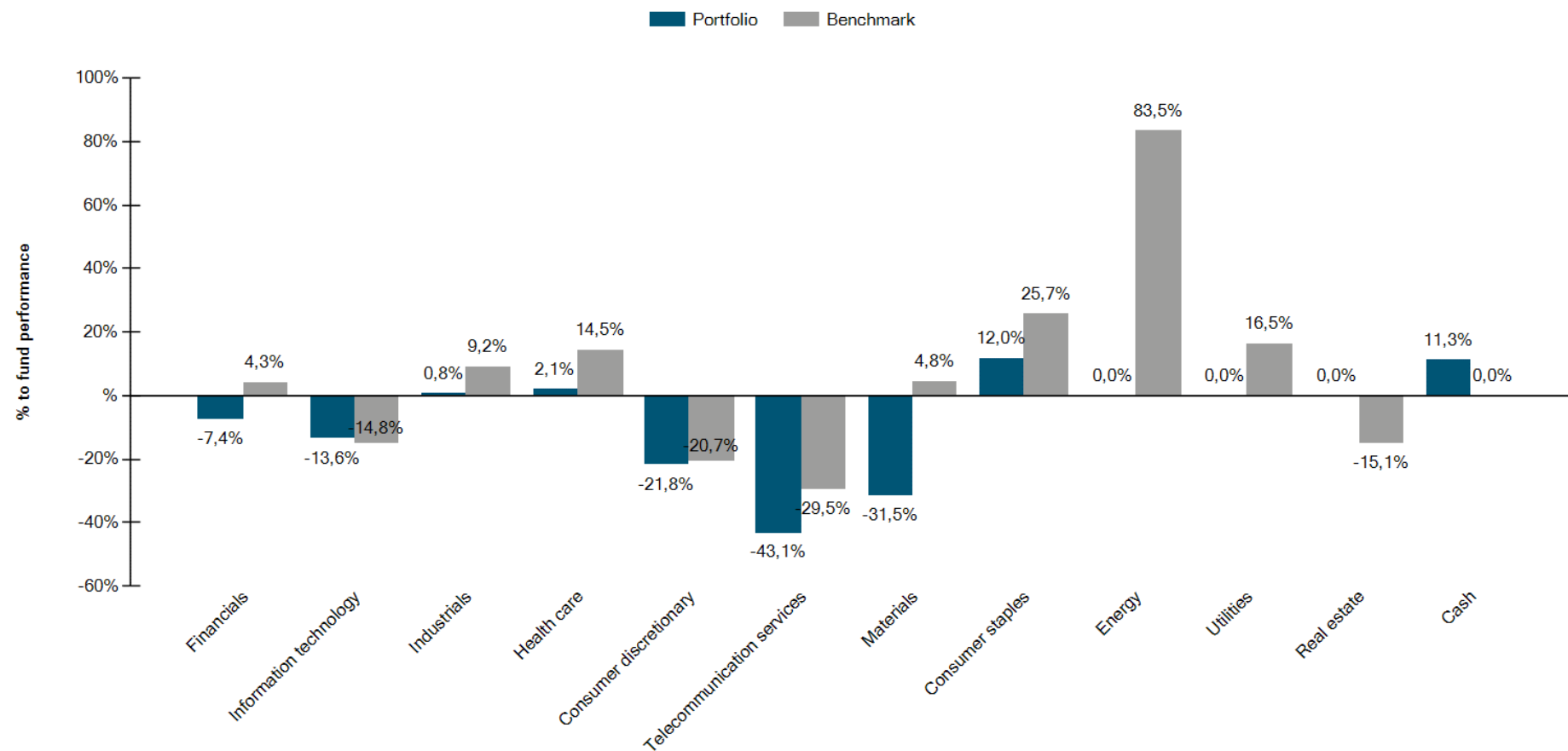
Cyclical: Materials, Consumer Discretionary, Financials, Real Estate

Sensitive: Telecommunication Services, Energy, Industrials, Information Technology

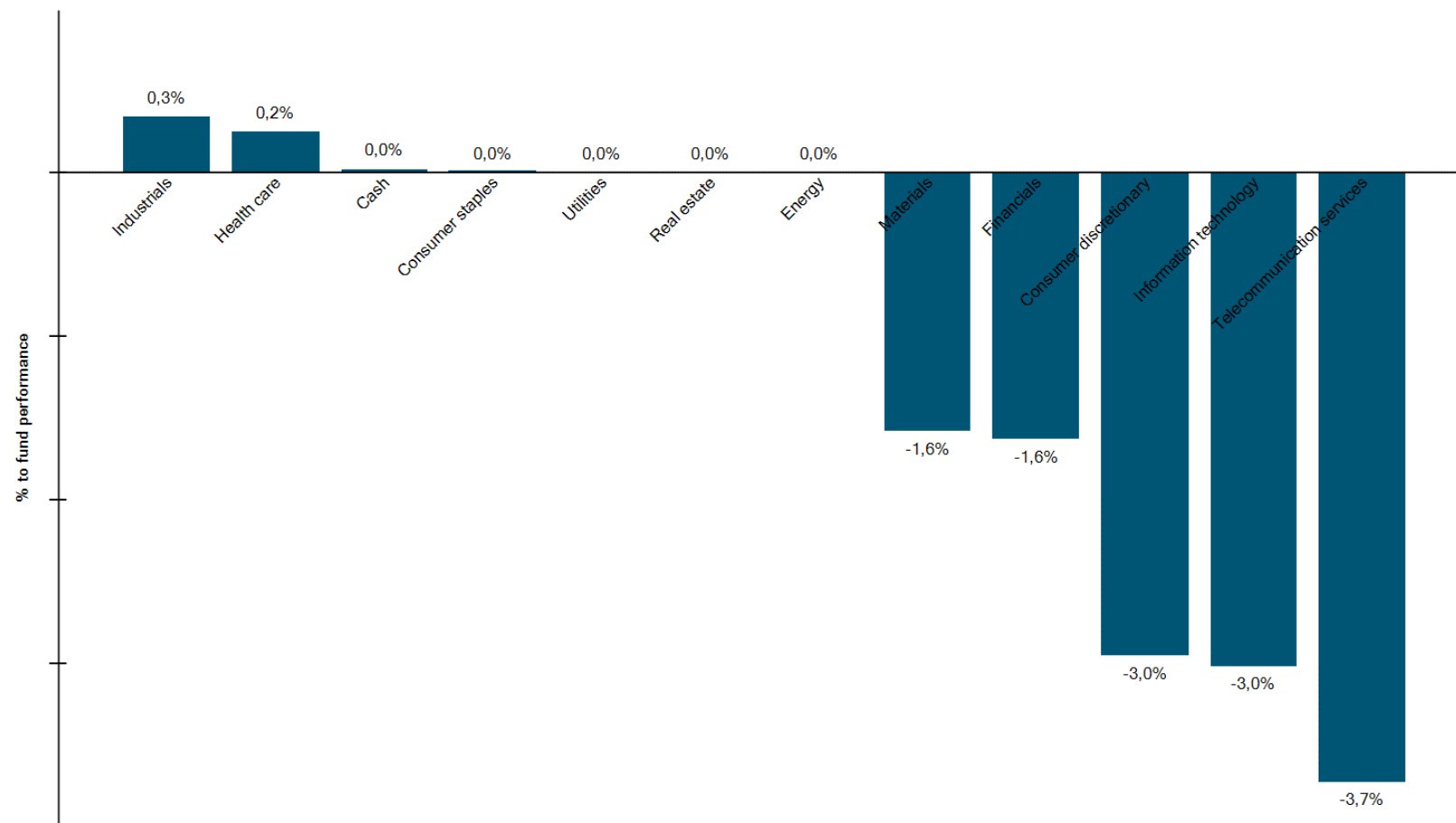
Defensive: Consumer Staples, Health Care, Utilities

Sector performance*, year to date

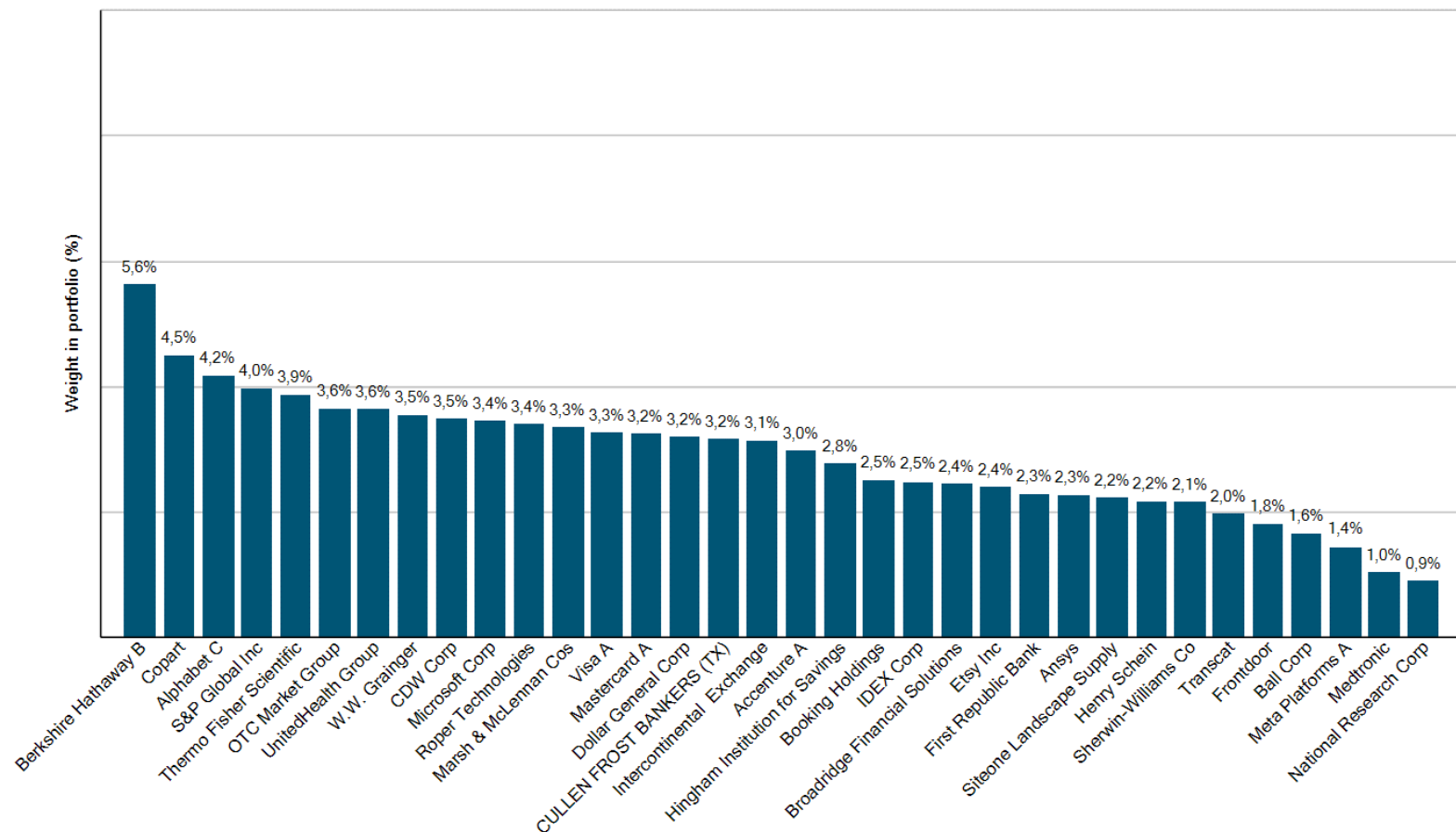
(Sorted by weight in portfolio)



Sector contribution, year to date

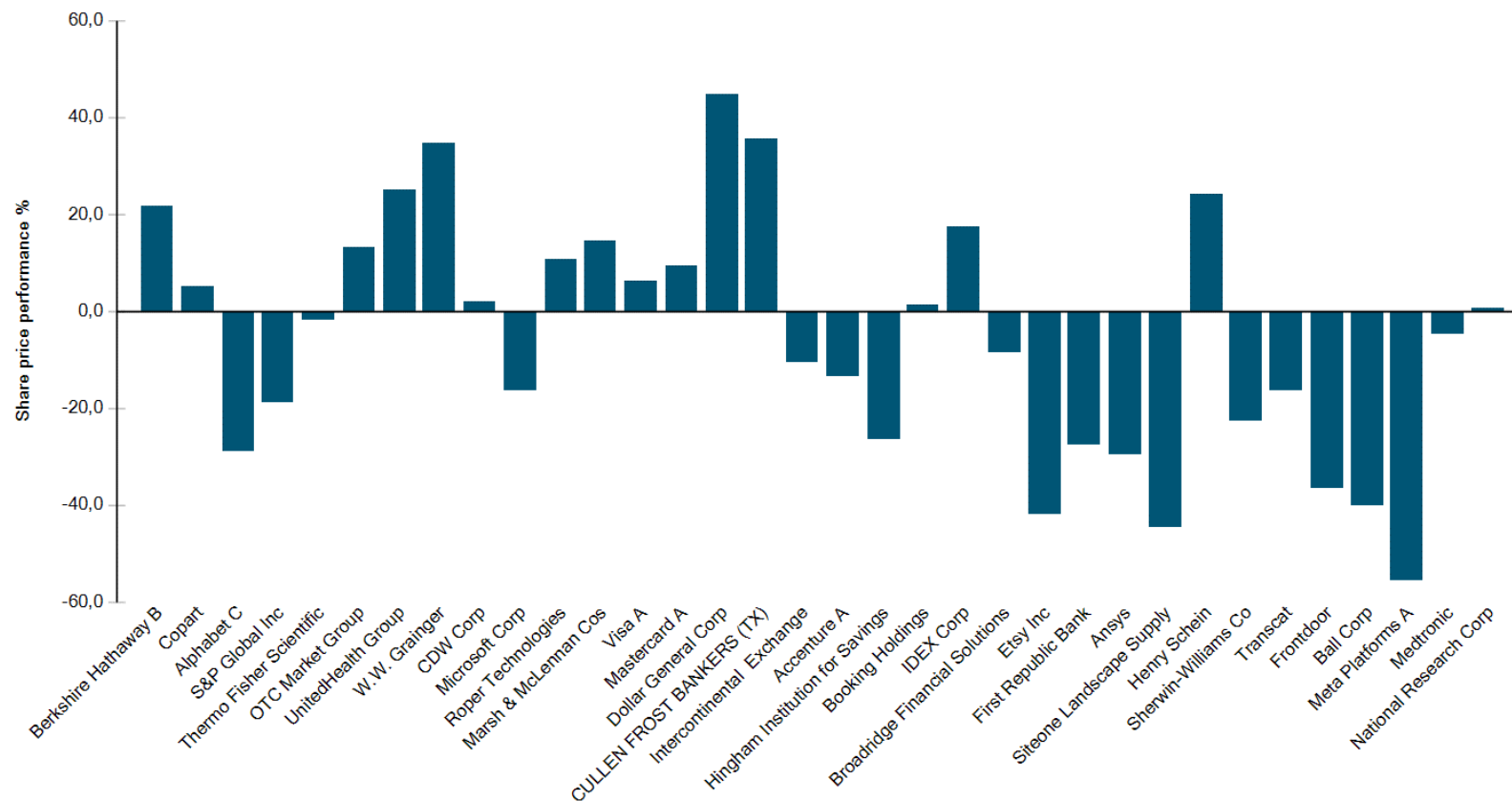


Current holdings



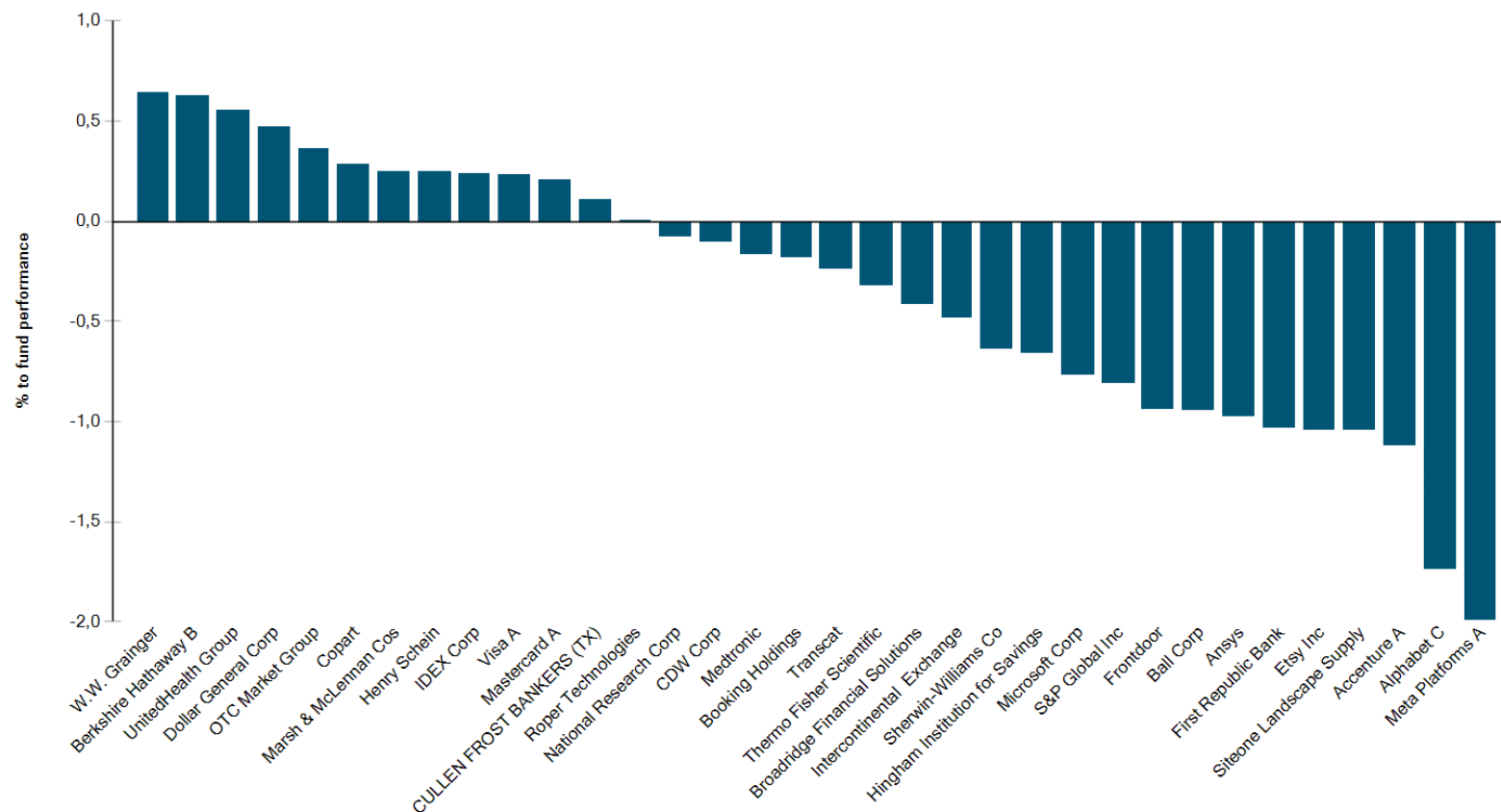
Share price performance*, year to date (NOK)

(Sorted by weight in portfolio)



*) Share price performance for equities included in the benchmark. Equities not included in the benchmark are calculated from portfolio figures.

Contribution, year to date (NOK)



Risikomål (3 år), NOK

	Portfolio	Index
Active share	0,86	
Sharpe ratio 1)	0,56	0,77
Standard Deviation 2)	14,35	13,08

	Portfolio
Alpha	-1,55
Beta	0,96
Tracking error	6,92
Information ratio	-0,30

1) Sharpe Ration bruker Norway - 3 MT Bills som risikofri

2) Standardavvik er basert på månedlig volatilit

Risk figures are based on the fund class C for funds with fund classes



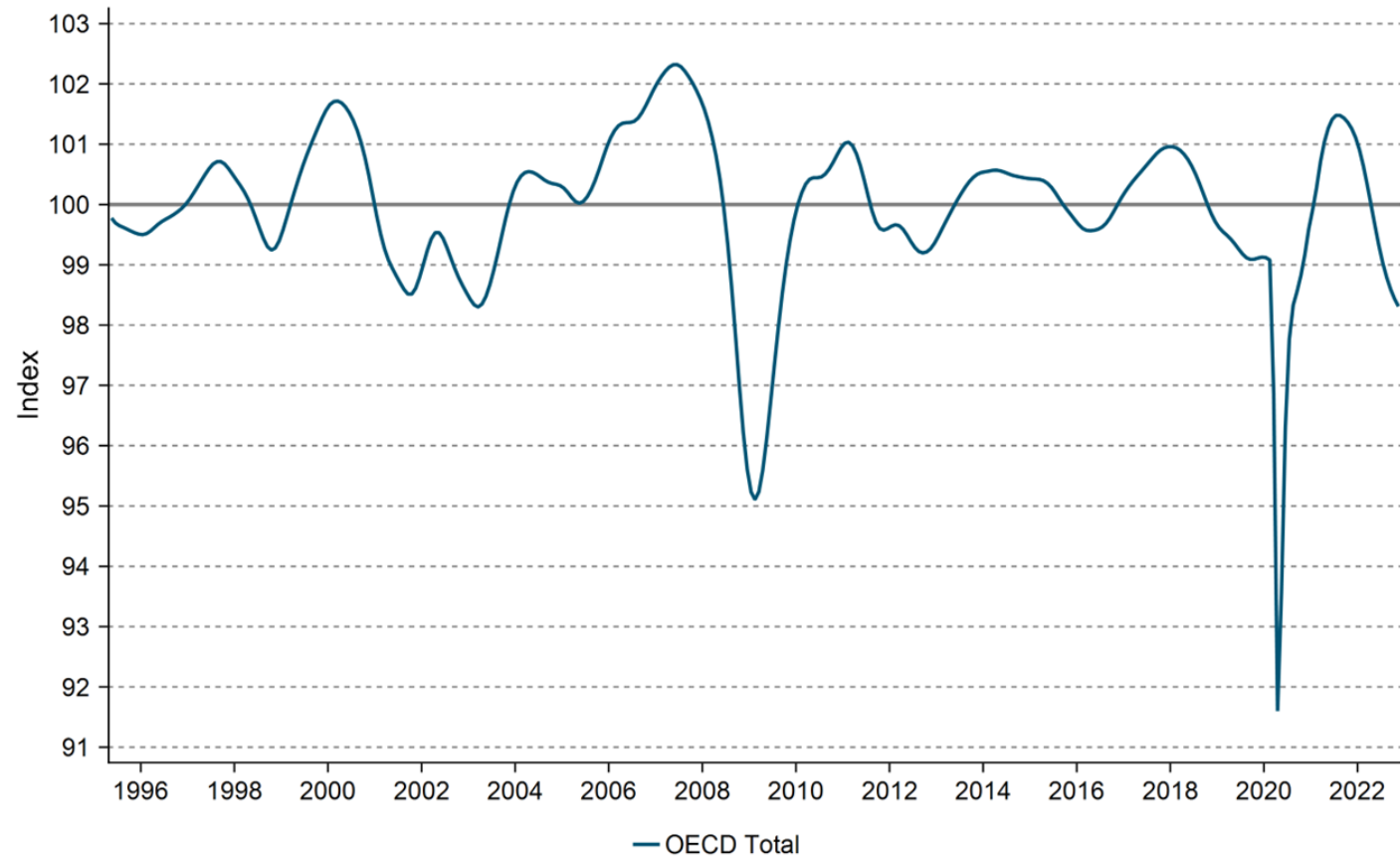
Macro and Market



- presentert på engelsk

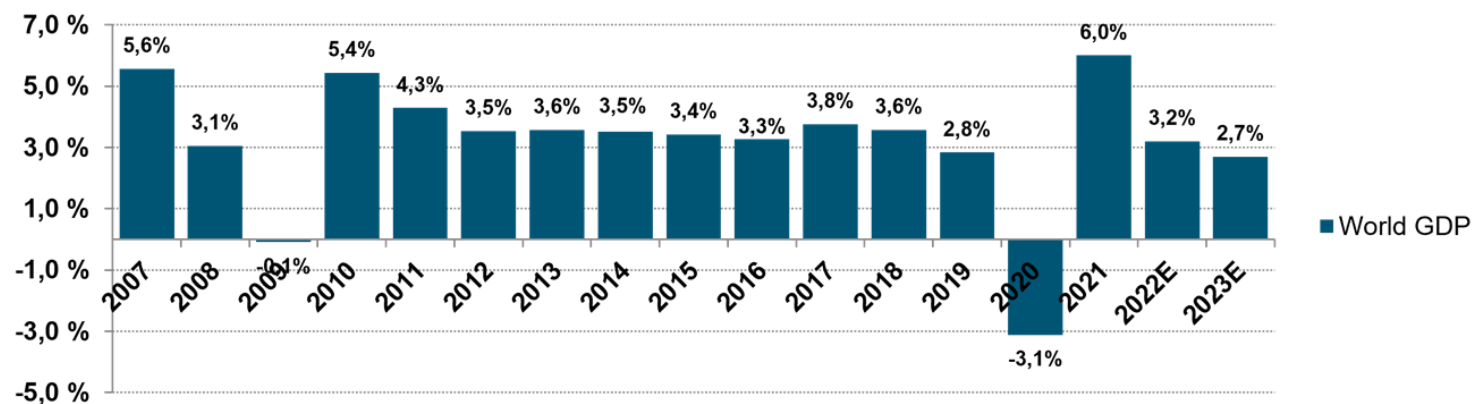
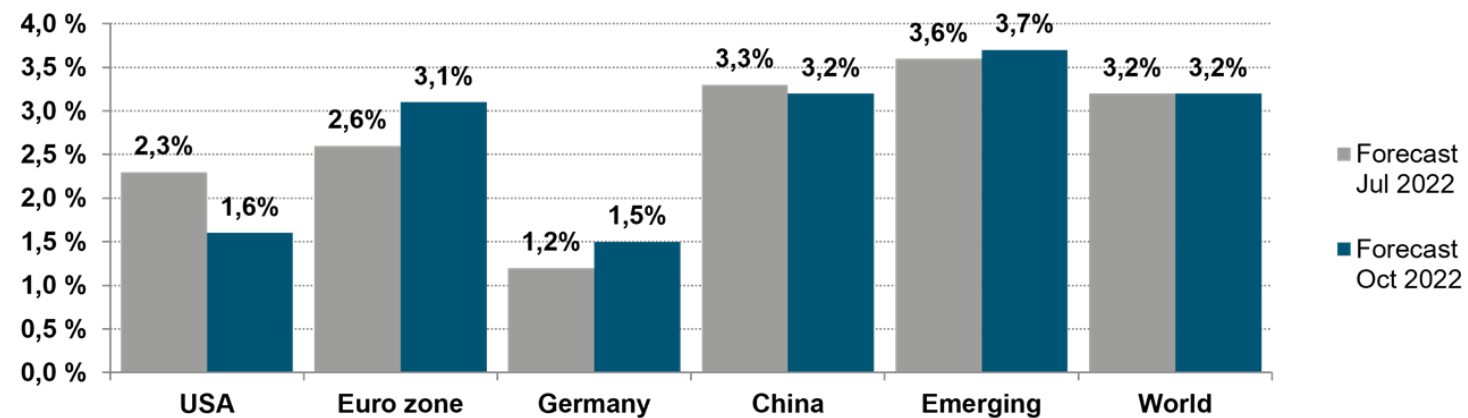
OECD Leading indicator

Level above 100 indicates expanding activity in OECD area



The International Monetary Fund (IMF)

Economic growth forecast



Historical Return - All fund classes (NOK)

	Siste mnd	H1Å	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start
ODIN USA A	-2,84	-13,19	-13,19	9,56	12,55	0,00	15,14
ODIN USA B	-2,86	-13,41	-13,41	9,29	12,27	0,00	14,85
ODIN USA C	-2,90	-13,84	-13,84	8,75	11,48	0,00	14,00
ODIN USA D	-2,84	-13,19	-13,19	9,44	12,36	0,00	14,93
Indeks	-6,55	-10,40	-10,40	10,84	12,74	0,00	14,49

* Avkastning ut over 12 måneder er annualisert

Annual returns last 10 years - All fund classes (NOK)

	ODIN USA A NOK	ODIN USA B NOK	ODIN USA C NOK	Benchmark
2022	-13,19	-13,41	-13,84	-10,40
2021	33,72	33,39	32,75	30,03
2020	13,45	13,18	12,59	17,06
2019	35,79	35,45	34,11	32,98
2018	0,99	0,75	-0,28	0,44
2017	22,64	22,34	21,21	15,27
2016	7,74	7,69	7,52	9,75

Porteføljeselskaper – 10 største



- presentert på engelsk



Berkshire Hathaway

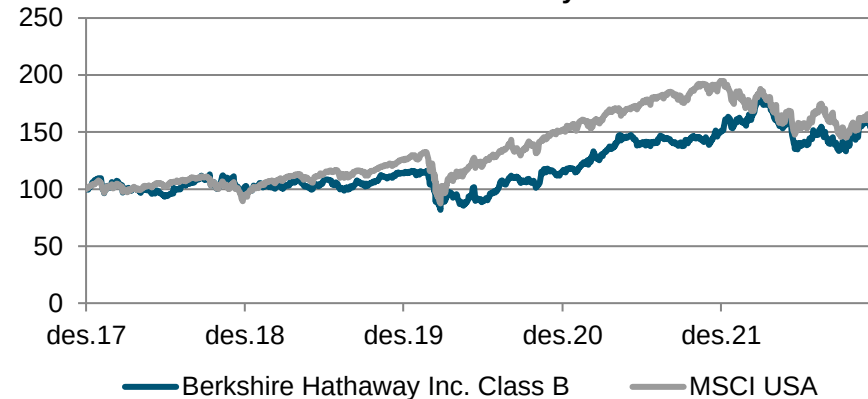
Company description:

Berkshire Hathaway is a diversified conglomerate led by Warren Buffett. At the core is Berkshires insurance business, which is of high quality and provides float that can be invested in equities.

The company has interests in a range of different companies, both wholly-owned subsidiaries and partial ownership of listed equities. Berkshire Hathaway gives us exposure to high quality businesses led by a top-class management team with great capital allocation skills and a true owner-operator mindset.

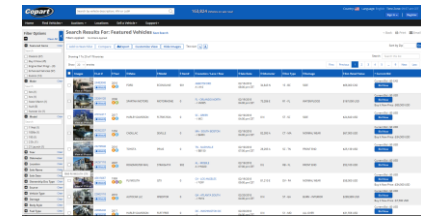
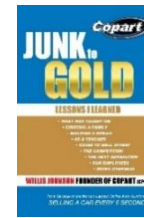
Through Berkshire we get an operationally diversified business with very low financial risk and a lot of financial flexibility. We believe the strong company culture will outlive Warren Buffett and ensure that the company will be run very efficiently, in the best interest of us as shareholders and with low financial risk for the foreseeable future.

Performance - last 5 years



Berkshire Hathaway Inc. Class B						Financials /Diversified Financial Services	
Market Value (mill.)	681 921	Price	308,90			Price currency	USD
Net debt (mill.)	13 703					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	695 624					FX rate (NOK)	9,85
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	241 419	247 837	254 616	245 510	276 094	262 175	333 707
EBIT (Operating Income - mill.)	25 576	32 110	32 682	29 975	35 021	-	-
Net Income (reported - mill.)	44 940	4 021	81 417	42 521	89 795	-34 209	33 410
Equity	348 296	348 703	424 791	443 164	506 199	451 643	481 041
Return on Equity (%)	12,9 %	1,2 %	21,1 %	9,8 %	18,9 %	-7,1 %	7,2 %
EPS	18,2	1,6	33,2	17,8	39,6	14,3	15,3
Book value per share	141,2	141,7	174,3	191,4	228,4	208,0	223,0
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Price/Earnings	10,9	125,2	6,8	13,0	7,5	21,7	20,2
Price/Book Value	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,5	1,4
EV/EBIT	18,7	15,6	16,5	18,3	18,8		
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %





Copart

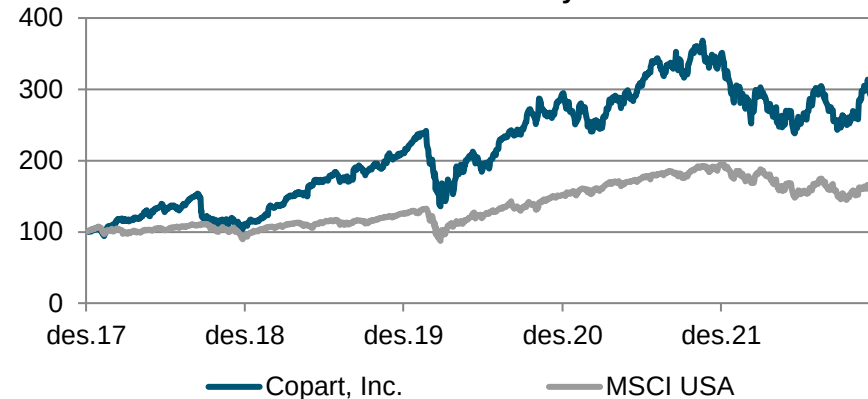
Company description:

Copart is a leading provider of online auctions of cars. Copart combines local scale and proximity with its salvage yards across the US with an international network of sellers and buyers that interact on their online platform.

Copart was founded by the current chairman of the board, Willis Johnson, who oversaw Copart growing from a family owned, single-yard business to a multi-billion dollar publicly traded company with an international presence. His son-in-law, Jay Adair, is co-CEO together with Jeffrey Liaw. Both Johnson and Adair have been important in establishing a long-term oriented culture that thinks in decades rather than the short-term oriented noise that tend to blind Wall Street.

Copart benefits from both physical and digital network effects which are important protecting the high returns on capital. The management team's approach to capital allocation is focused on investing organically in the business model, both in the US and internationally while making opportunistic buybacks when they consider their own stock to be an attractive investment opportunity.

Performance - last 5 years



Copart, Inc.	Industrials /Commercial Services & Supplies						
	Market Value (mill.)	Price	60,89	Price currency	USD	Reporting currency	USD
	Net debt (mill.)	-1 424		FX rate (NOK)	9,85		
	Enterprise Value (mill.)	27 578					
Year end (July)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	1 806	2 042	2 206	2 693	3 501	3 746	4 010
EBIT (Operating Income - mill.)	654	716	816	1 136	1 375	1 408	1 536
Net Income (reported - mill.)	418	592	700	936	1 090	1 079	1 290
Equity	1 581	1 778	2 490	3 529	4 626	5 648	6 834
Return on Equity (%)	26,4 %	35,2 %	32,8 %	31,1 %	26,7 %	21,0 %	20,7 %
EPS	0,9	1,2	1,5	1,9	2,3	2,3	2,5
Book value per share	3,4	3,9	5,3	7,4	9,7	12,0	14,9
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Price/Earnings	33,2	31,5	31,8	37,7	28,3	26,6	24,4
Price/Book Value	8,5	10,0	8,8	9,9	6,6	5,1	4,1
EV/EBIT	21,4	26,3	27,2	30,5	21,5	19,6	18,0
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %		





Alphabet

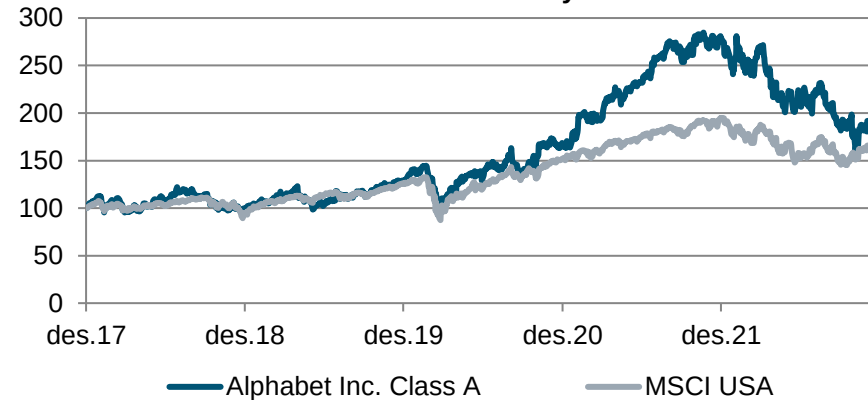
Company description:

Alphabet is the holding company a collection of different businesses, of which Google search is the most important. It is a global technology company focused on search, online advertising, operating systems, cloud and hardware products. Google generates revenue by delivering online advertising, by the sale of apps and other content on Google Play and by selling digital infrastructure and services through Google Cloud.

Google has the leading search and online advertising technology, as well as a strong “eco-system” built around Android and Google Play, and world-class assets like YouTube. Google also provides digital infrastructure through its cloud business, which enables businesses to store data, deploy analytics, machine learning and develop applications.

Google is very well positioned for growth in digital advertising spend, as people spend more and more time on mobile devices and advertisers follow.

Performance - last 5 years



Alphabet Inc. Class C				Communication Services /Interactive Media & Services			
Market Value (mill.)	1 145 004	Price	88,73	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	-86 923			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	1 058 081			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	111 024	136 958	161 402	182 350	257 488	283 454	307 200
EBIT (Operating Income - mil)	29 051	31 531	35 473	41 047	78 565	75 228	79 277
Net Income (reported - mill.)	12 662	30 736	34 343	40 269	76 033	62 200	67 118
Equity	152 502	177 628	201 442	222 544	251 635	258 290	290 323
Return on Equity (%)	8,3 %	18,6 %	18,1 %	19,0 %	32,1 %	24,4 %	24,5 %
EPS	0,9	2,2	2,5	2,9	5,6	4,7	5,3
Book value per share	11,0	12,8	14,6	16,5	19,0	19,9	22,2
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Price/Earnings	58,5	23,9	27,2	29,9	25,8	18,8	16,8
Price/Book Value	4,8	4,1	4,6	5,3	7,6	4,5	4,0
EV/EBIT	22,0	19,8	23,1	26,4	23,4	14,1	13,3
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %



S&P Global Inc.

Company description

Through the merger with HIS Markit, S&P Global has become a more diversified and large global information solutions provider.

With the inclusion of HIS Markit, S&P Global now provides benchmarks, ratings, analytics, data for different markets like energy and auto markets, pricing information and data and research services for the capital, commodities, and commercial markets worldwide.

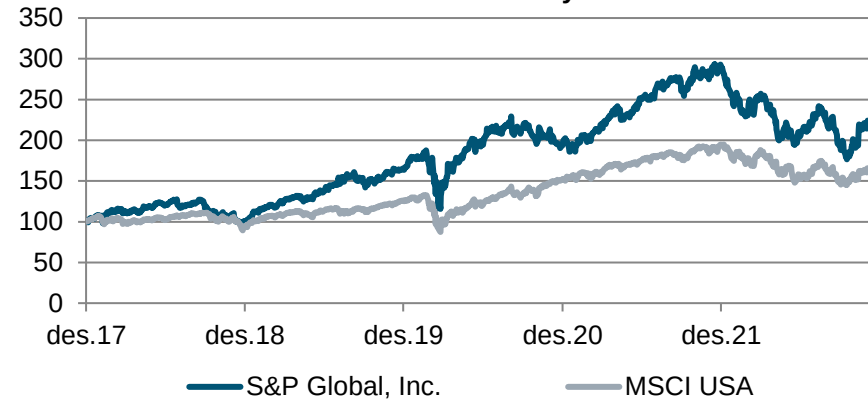
S&P Global is diversified across products as it owns a collection of market-leading companies, consisting of the leading credit rating agency, a dominant index provider, leading provider of data, leading price supplier.

Having high exposure to financial markets, especially through the key segment, credit ratings, the business is cyclical. Though, with the inclusion of IHS Markit, S&P Global's overall revenue base has become more stable and recurring following a higher degree of subscription-based revenue in the aftermath of the merger.

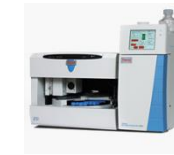
S&P Global



Performance - last 5 years



S&P Global, Inc.						Financials /Capital Markets	
Market Value (mill.)	109 123	Price	334,94			Price currency	USD
Net debt (mill.)	10 107					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	119 230					FX rate (NOK)	9,85
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	6 063	6 258	6 699	7 442	8 297	11 786	12 522
EBIT (Operating Income - mill.)	2 794	2 819	3 208	3 784	4 241	5 298	5 801
Net Income (reported - mill.)	1 496	1 958	2 123	2 339	3 024	3 423	3 197
Equity	711	628	479	509	2 032	39 704	37 808
Return on Equity (%)	210,4 %	292,5 %	383,6 %	473,5 %	238,0 %	16,4 %	8,3 %
EPS	5,8	7,7	8,6	9,7	12,5	11,1	12,5
Book value per share	2,8	2,5	2,0	2,1	8,4	112,2	113,3
DPS	1,6	2,0	2,3	2,7	3,1	3,1	3,6
Price/Earnings	29,3	22,0	31,8	34,0	37,7	30,2	26,8
Price/Book Value	60,5	67,4	139,1	155,6	56,0	3,0	3,0
EV/EBIT	16,5	16,5	22,1	21,8	27,2	22,5	20,6
Dividend Yield (%)	1,0 %	1,2 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %



Thermo Fisher

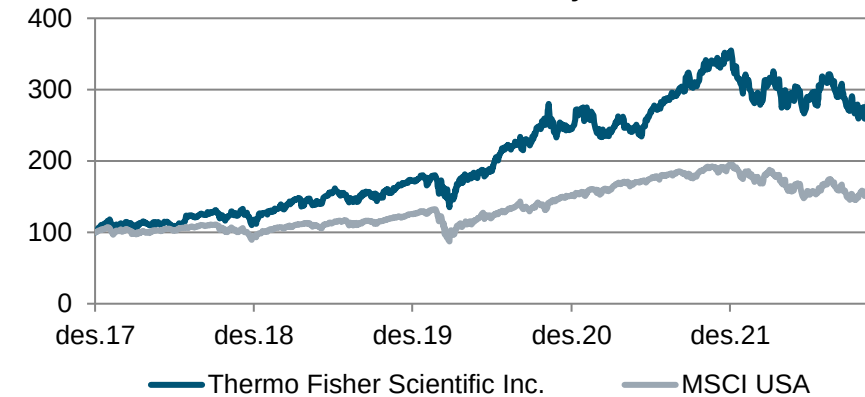
Company description

Thermo Fisher sells tools and services used in the discovery of new chemical and biological pharmaceuticals, diagnostics, academic research and food and environmental testing. It effectively helps labs do their research, diagnostics and testing more efficiently. Thermo's instruments become an integral part of customers' workflow and require them to purchase consumables from Thermo for their everyday activities.

Thermo operates in markets with strong growth trends. The development of biological medicines, advanced genetic diagnostics and food testing are areas where we see large investments by a large number of companies, and they all need Thermo's tools to be competitive.

Through a series of significant acquisitions Thermo has built a very broad product portfolio, making them a preferred supplier for many clients and a "one-stop shop". At the same time, its business is very diversified in terms of growth opportunities and risk.

Performance - last 5 years



Thermo Fisher Scientific Inc.				Health Care /Life Sciences Tools & Services			
Market Value (mill.)	215 978	Price	550,69	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	26 227			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	242 205			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	20 918	24 358	25 542	32 218	39 211	43 843	43 830
EBIT (Operating Income - mill.)	3 267	3 872	4 259	7 926	10 318	10 901	10 769
Net Income (reported - mill.)	2 228	2 938	3 696	6 375	7 725	6 938	7 598
Equity	25 413	27 586	29 675	34 507	40 793	44 855	47 700
Return on Equity (%)	8,8 %	11,1 %	12,9 %	19,9 %	20,5 %	16,2 %	16,4 %
EPS	5,6	7,2	9,2	16,0	19,5	23,0	23,0
Book value per share	63,3	68,6	74,4	87,0	103,4	113,4	122,0
DPS	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,2
Price/Earnings	34,0	30,9	35,4	29,2	34,3	23,9	23,9
Price/Book Value	3,0	3,3	4,4	5,4	6,5	4,9	4,5
EV/EBIT	29,1	27,8	34,3	24,9	28,6	22,2	22,5
Dividend Yield (%)	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %



OTC Markets

Company description:

OTC Markets facilitates the trading of unlisted stocks. It organises stocks traded over the counter into lists based on the quality and quantity of information the companies disclose. Through its regulated Alternative Trading System it connects broker-dealers to provide liquidity and efficient execution of OTC ctocks. It also provides a range of other services to unlisted companies.

OTC Markets has created its own niche market by creating structure and efficiency to the market for unlisted stocks.

Although not an exchange, the company has many of the features we like about exchanges. It is a capital light model, with high margins and return on capital, and with network effects.

We also like that the company is owner-operated. CEO Cromwell Coulson founded the company in 1997 and owns 30% of the shares.

Performance - last 5 years



OTC Markets Group Inc.						Financials /Capital Markets	
Market Value (mill.)	641	Price	56,90			Price currency	USD
Net debt (mill.)	-29					Reporting currency	USD
Enterprise Value (mill.)	612					FX rate (NOK)	9,85
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	52	56	60	65	91	101	106
EBIT (Operating Income - mi	18	20	18	21	38	37	39
Net Income (reported - mill.)	12	16	15	18	30	30	32
Equity	14	16	18	20	25	50	79
Return on Equity (%)	88,8 %	104,9 %	85,6 %	95,9 %	133,8 %	80,4 %	49,7 %
EPS	1,1	1,4	1,2	1,5	2,5	2,5	2,6
Book value per share	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0	-	-
DPS	1,2	1,2	1,3	1,3	2,2	0,6	0,7
Price/Earnings	27,4	21,3	28,1	22,2	23,5	22,9	21,7
Price/Book Value	24,1	20,4	23,1	20,4	29,2		
EV/EBIT	17,1	15,7	21,3	16,9	17,0	16,7	15,7
Dividend Yield (%)	4,0 %	4,2 %	3,6 %	3,7 %	3,7 %	1,1 %	1,3 %



UnitedHealth Group

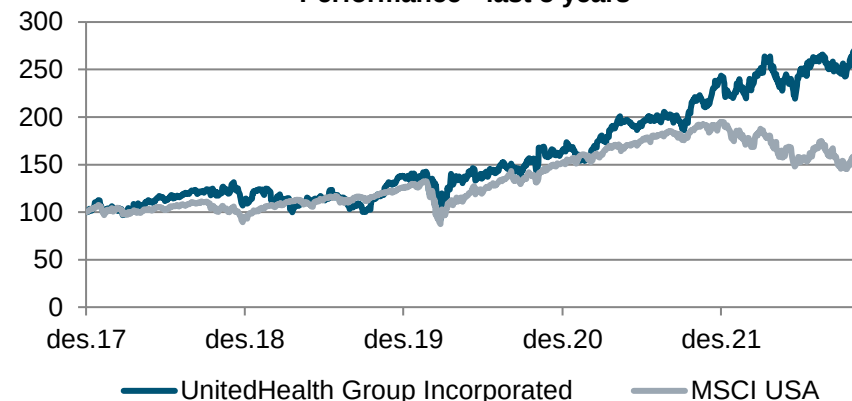
Company description

UnitedHealth Group is the largest managed care company in the US. They serve key markets and geographic regions with a broad range of health benefit products and services for both consumers and benefit sponsors. They serve people in employer-sponsored health plans, those enrolled in Medicare and Medicaid, as well as those who purchase their own health plans.

UnitedHealth Group has leading positions in important sectors of the commercial, Medicare, and Medicaid markets that are leveraged by its rapidly growing services businesses. UnitedHealth has a national footprint, an extensive provider network, a huge distribution system, and decades of experience managing the care for tens of millions of Americans.

Through United Health, customers are provided access to more affordable medical care, treatment, and program offerings through its network of physicians, hospitals, and specialty care facilities.

Performance - last 5 years



UnitedHealth Group Incorporated				Health Care /Health Care Providers & Services			
Market Value (mill.)	495 373	Price	530,18	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	9 822			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	505 195			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	201 159	226 247	242 155	257 141	287 597	324 028	358 702
EBIT (Operating Income - mill.)	-	-	-	-	-	28 205	31 809
Net Income (reported - mill.)	10 558	11 986	13 839	15 403	17 285	20 003	22 242
Equity	47 776	51 696	57 616	65 491	71 760	80 695	91 182
Return on Equity (%)	22,1 %	24,1 %	25,3 %	25,0 %	25,2 %	26,2 %	25,9 %
EPS	10,7	12,2	14,3	16,0	18,1	22,0	24,9
Book value per share	49,3	53,9	60,8	69,2	76,3	86,7	98,6
DPS	2,9	3,5	4,1	4,8	5,6	6,4	7,0
Price/Earnings	20,6	20,4	20,5	21,9	27,8	24,1	21,3
Price/Book Value	4,5	4,6	4,8	5,1	6,6	6,1	5,4
EV/EBIT	-	-	-	-	-	17,9	15,9
Dividend Yield (%)	1,3 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %



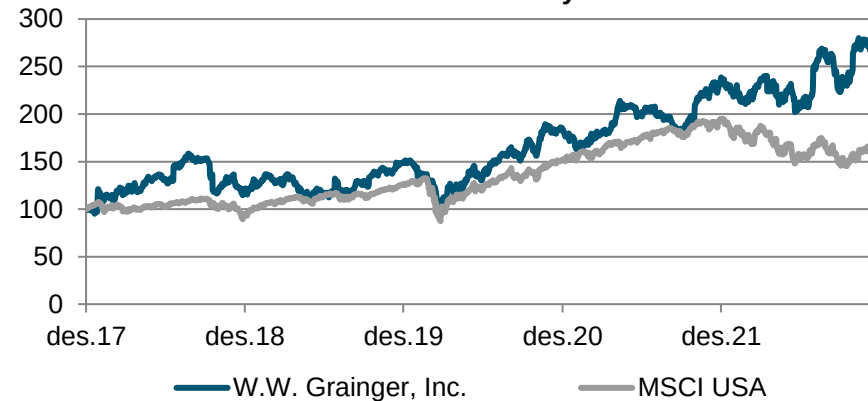
W.W. Grainger

Company description

Grainger is a leading distributor of MRO-products (maintenance, repair and operations). These are products customers need for the daily running of their business. It stocks a wide range of products, ranging from safety glasses to power tools. Grainger has a wide distribution network of stores and large distribution centers. This is a fragmented market and Grainger is the marked leader in the US.

Grainger is taking market share mostly through organic growth. It is known to have the best product selection, timely delivery of critical parts and technical know-how. Grainger benefits from their customers wanting to consolidate the number of suppliers and by having the widest selection, timely delivery and attractive prices, Grainger is a difficult competitor for smaller and more local and regional businesses.

Performance - last 5 years



W.W. Grainger, Inc.				Industrials /Trading Companies & Distributors			
Market Value (mill.)	28 107	Price	556,25	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	2 367			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	30 474			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	10 425	11 221	11 486	11 797	13 022	15 182	15 905
EBIT (Operating Income - mill.)	1 165	1 344	1 387	1 110	1 547	2 186	2 262
Net Income (reported - mill.)	581	776	849	695	1 043	1 513	1 568
Equity	1 690	1 921	1 855	1 828	1 874	2 608	3 265
Return on Equity (%)	34,4 %	40,4 %	45,8 %	38,0 %	55,7 %	58,0 %	48,0 %
EPS	10,0	13,7	15,5	12,9	20,0	29,5	30,9
Book value per share	30,0	34,4	34,6	34,8	36,6	51,7	61,9
DPS	5,1	5,4	5,7	5,9	6,4	6,8	7,2
Price/Earnings	23,6	20,6	21,9	31,6	25,9	18,9	18,0
Price/Book Value	7,9	8,2	9,8	11,7	14,2	10,8	9,0
EV/EBIT	13,6	13,3	14,9	21,6	19,0	13,9	13,5
Dividend Yield (%)	2,1 %	1,9 %	1,7 %	1,5 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %



CDW

Company description

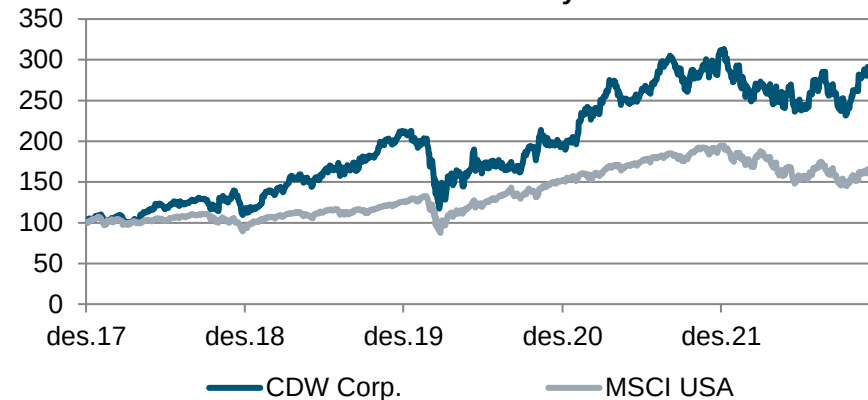
CDW is a value-added reseller of IT hardware, software and solutions to companies and the public sector. CDW offers a broad product selection from all the key IT-vendors. The company has a knowledgeable salesforce supported by technical consultants and IT-engineers helping customers find and implement the most suitable solutions for them.

Investments in security, cloud and mobility solutions is driving strong demand for new IT-solutions both from companies and the public sector. For smaller companies with less IT-resources CDW adds value by helping the client with implementation and after-sale services. For the large OEMs, like Microsoft, HP, Dell and Adobe, selling through CDW gives them access to a reseller with close customer relationship, excellent product knowledge and efficient logistics.

With the acquisition of Sirius, CDW is also moving more into becoming a total solutions provider, offering consulting services as well and becoming more relevant for larger customers.



Performance - last 5 years



CDW Corp.	Information Technology						
	/Electronic Equipment Instruments & Components						
Market Value (mill.)	24 178	Price	178,58		Price currency	USD	
Net debt (mill.)	6 432				Reporting currency	USD	
Enterprise Value (mill.)	30 610				FX rate (NOK)	9,85	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	15 192	16 241	18 032	18 468	20 821	24 440	25 638
EBIT (Operating Income - mill.)	866	987	1 134	1 188	1 473	2 049	2 145
Net Income (reported - mill.)	523	643	737	789	989	1 105	1 208
Equity	986	975	960	1 297	706	1 595	2 397
Return on Equity (%)	53,1 %	65,6 %	76,1 %	69,9 %	98,7 %	96,0 %	60,5 %
EPS	3,3	4,2	5,0	5,4	7,0	9,8	10,4
Book value per share	6,4	6,6	6,7	9,1	5,2	17,3	22,9
DPS	0,7	0,9	1,3	1,5	1,7	2,1	2,4
Price/Earnings	21,0	19,4	28,7	24,2	29,1	18,3	17,1
Price/Book Value	10,8	12,3	21,3	14,4	39,1	10,3	7,8
EV/EBIT	16,8	16,1	21,8	18,6	24,3	14,9	14,3
Dividend Yield (%)	1,0 %	1,1 %	0,9 %	1,2 %	0,8 %	1,2 %	1,4 %

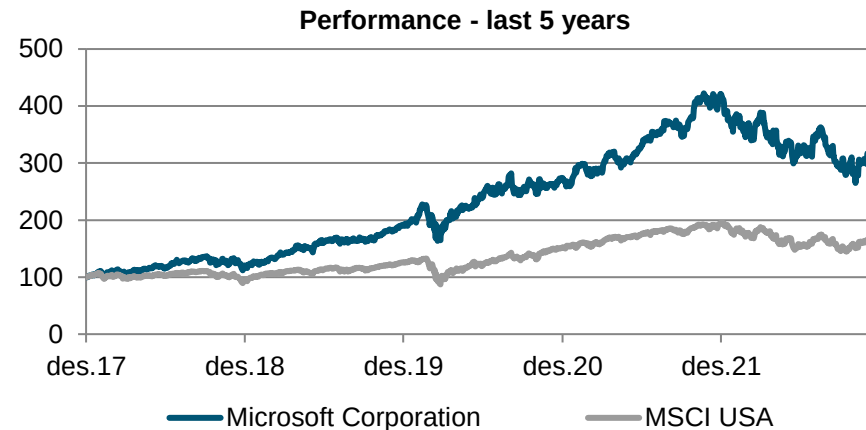


Microsoft

Company description:

Microsoft is the world's largest software company. It is best known for its Windows operating system and the Office suite of applications. It's fastest growing segment today is Intelligent Cloud which offers server products and cloud services for private, public and hybrid cloud. Microsoft also offers server applications, personal computers, gaming consoles, business solution

Microsoft has gone through a significant transition since 2014, when CEO, Satya Nadella, took charge. Microsoft has accelerated the shift to a subscription-based model, invested in cloud services and embraced the open-source model of software development. Together with Amazon Web Services, Microsoft dominates the market for cloud infrastructure and services. Cloud offers a huge growth opportunity for Microsoft as both large and small businesses embrace cloud as a means of reducing IT-costs, run the business more efficiently and enable them to offer a whole new set of services to their customers.



Microsoft Corporation				Information Technology /Software			
Market Value (mill.)	1 787 732	Price	239,82	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	-30 126			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	1 757 606			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (June)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	110 175	125 502	143 015	168 088	198 270	212 339	240 139
EBIT (Operating Income - mill.)	34 873	42 618	52 959	69 916	83 383	87 531	100 623
Net Income (reported - mill.)	16 571	39 240	44 281	61 271	72 738	71 079	83 131
Equity	82 718	102 330	118 304	141 988	166 542	197 946	239 394
Return on Equity (%)	20,0 %	42,4 %	40,1 %	47,1 %	47,2 %	39,0 %	38,0 %
EPS	2,1	5,1	5,8	8,1	9,6	9,5	11,2
Book value per share	10,8	13,4	15,6	18,9	22,3	27,3	33,6
DPS	1,7	1,8	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0
Price/Earnings	46,3	26,5	35,3	33,6	26,6	25,2	21,4
Price/Book Value	9,2	10,0	13,0	14,3	11,5	8,8	7,1
EV/EBIT	20,5	23,1	28,3	28,6	22,7	20,1	17,5
Dividend Yield (%)	1,7 %	1,4 %	1,0 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %

About ODIN



Investment Objective

Long term value creation

*We prefer **performing** companies, with
strong long term **prospects**, available
at favourable **prices**.*

Investment Philosophy

Performance – Prospects – Price

Performance

Operating excellence

«Doing good business with bad people simply doesn't work»

Warren E. Buffet

Prospects

Strong competitive position

«We don't focus at beating the market short term. We want our holdings to beat their competitors long term»

Börje Ekholm

Price

Favourable valuation

«The bitterness of poor quality remains long after the sweetness of a nice price is forgotten»

Benjamin Franklin

Om ODIN USA

På vegne av våre kunder, er ODIN en aktiv og ansvarsfull forvalter med fokus på langsiktig verdiskaping.

Aksjefondet ODIN USA investerer i utvalgte amerikanske selskaper på tvers av stater, sektorer og bransjer. Dette betyr at du som kunde slipper å vurdere hvilket sektorer eller enkeltsekskap i markedet du skal investere i. Gjennom aksjefondet ODIN USA kan også du ta del i verdiskapingen som skjer i USA.

Fondet har andelsklasser.

Klasse	A	B	C
Etableringsdato	31.10.2016	31.10.2016	31.10.2016
Basisvaluta	NOK	NOK	NOK
Forvaltningshonorar	0,75%	1,00%	1,50%
Tegn./innløsningsgebyr	0,00%	0,00%	0,00%
Minste tegningsbeløp	10 000 000 NOK	1 000 000 NOK	3 000 NOK
Referanseindeks	MSEGUSUN		

Om forvalter



Porteføljeforvalter **Robin Øvrebø** begynte som analytiker i ODIN i april 2017.

Robin har en M.Sc i politisk økonomi fra Handelshøyskolen BI, og en bachelorgrad i statsvitenskap fra Universitetet i Oslo.

I ODIN har Robin's hovedansvarsområde vært internasjonale aksjer og han har arbeidet på tvers av ODINs internasjonale mandater.

29.11.2021 tok han over forvalteransvaret for fondet etter å ha vært medforvalter for ODIN USA siden 14. august 2020. Robin er også medforvalter på ODIN Europa.



Senior porteføljeforvalter **Harald Nissen** kom til ODIN i 2010.

Harald har vært ansvarlig forvalter for ODIN USA siden fondets oppstart i oktober 2016. Siden 29.11.2021 har han vært medforvalter for fondet.

Han har en bachelorgrad i samfunns-økonomi og statsvitenskap fra University of Warwick og en mastergrad i internasjonal politisk økonomi fra London School of Economics.

Han har erfaring som konsulent innen data og teknologi.

Harald har i løpet av sine år i jobbet med analyser for ODINs globale og europeiske mandater.

Han forvalter også ODIN Global sammen med Håvard Opland.

Møt oss og følg i sosiale kanaler

Følg oss i flere kanaler



Disclaimer

ODIN Forvaltning AS er et foretak i SpareBank 1 – alliansen.

Vi gjør oppmerksom på at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalterens dyktighet, fondets risikoprofil samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Ytterligere opplysninger, bl.a. om kostnader finnes i fondenes nøkkelinformasjon, prospekt og vedtekter. Disse er tilgjengelig på [**www.odinfond.no**](http://www.odinfond.no)

ODIN søker etter beste evne å sikre at all informasjon som gis i presentasjonen er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i denne rapporten reflekterer ODINs markedssyn på det tidspunktet den ble utarbeidet, og dette synet kan bli endret uten varsel. Vi har gjengitt kilder som vurderes som pålitelige, men vi kan imidlertid ikke garantere at informasjonen fra kildene hverken er presis eller komplett. Presentasjonen skal ikke forstås som en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. ODIN påtar seg ikke ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av presentasjonen.

Ansattes egenhandel er regulert og skal skje i henhold til ODIN Forvaltning AS' interne rutiner for ansattes egenhandel.

Disclaimer - avkastningstall

Vi gjør oppmerksom på at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Avkastningen er fratrullet årlig forvaltningshonorar. Avkastning utover 12 måneder er annualisert. Tallene er oppgitt i NOK.

Nedenfor finnes oversikt over fondenes startdato og andelsklassens opprettelsesdato.. Avkastning før andelsklassens opprettelsesdato er rekalkulert fra eldste andelsklasse (fondets startdato) med nytt forvaltningshonorar:

Fond	Andelsklasse C	Andelsklasse A og B	Andelsklasse F	Andelsklasse D (nettoklasse)	Andelsklasse E	Andelsklasse U
ODIN Aksje	19.03.2014	10.06.2015	16.03.2022	11.05.2021		
ODIN Norden	01.06.1990	18.08.2016	16.03.2022	18.08.2016	-	-
ODIN Norge	26.06.1992	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Sverige	31.10.1994	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Europa	15.11.1999	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Global	15.11.1999	10.06.2015	16.03.2022	10.06.2015	-	-
ODIN USA	31.10.2016	31.10.2016	16.03.2022	31.10.2016	-	-
ODIN Eiendom	24.08.2000	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Emerging Markets	15.11.1999	18.08.2016	16.03.2022	18.08.2016	-	-
ODIN Small Cap	28.01.2020	28.01.2020	-	28.01.2020	28.01.2020	27.10.2021
ODIN Bærekraft	29.11.2021	29.11.2021	29.11.2021	29.11.2021	-	-



ODIN

skaper verdier for fremtiden