



ODIN Sverige

Årskommentar 2022



Avkastning ODIN Sverige A – desember 2022

Avkastning siste måned og hittil i år

- Fondet leverte siste måned en avkastning på -0,2 prosent. Referanseindeksens avkastning var -0,8 prosent.
- Hittil i år er fondets avkastning -35,2 prosent. Referanseindeksens avkastning er -21,9 prosent hittil i år.

Kjøp og salg siste måned og hittil i år

- Siste måned har vi solgt i Axfood, Embracer samt Vitec og kjøpt flere aksjer i Assa Abloy.
- Hittil i år er de største endringene kjøp av Fortnox, AstraZeneca, Avanza og MIPS, samt salg av NCC, Securitas, Duni, Cary Group og Storskogen.

Bidragssytere siste måned og hittil i år

- De beste bidragssyterne siste måned var Munters og Sinch
- De svakeste bidragssytere siste måned var Beijer Ref og Hexagon.
- Hittil i år er de beste bidragssyterne Munters Group og Axfood.
- De svakeste bidragssyterne hittil i år er Storskogen og Embracer.

Prising av ODIN Sverige – desember 2022

Prising av fondet

- Fondet prises til 18,8 ganger neste 12 måneders resultater.
- Fondet gir en forventet direkteavkastning på 1,8 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises fondet til 2,7 ganger.
- Selskapene i fondet har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 14,1 prosent.

Prising av N/A - OMXSB Cap GI

- Markedet prises til 13,7 ganger neste 12 måneders resultater.
- Markedet gir en direkteavkastning på 3,4 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises markedet til 1,8 ganger.
- Selskapene i OMXSB Cap GI har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 12,5 prosent.

Makroøkonomi

- OECDs ledende indikatorer indikerer nå at den økonomiske aktiviteten i områdene vokser over trend, og at veksten er i en avmatningsfase.

Forvalters årskommentar

Fondets utvikling i 2022

2022 har vært det svakeste året målt i avkastning for både ODIN Sverige og fondets referanseindeks siden 2008. Da herjet finanskrisen, og akkurat nå pågår det en tragisk krig i Ukraina. Til tross for svake aksjekurser mener vi at porteføljeselskapene våre har skapt grunnleggende verdier – mer om det nedenfor.

Det siste året var det femte året i løpet av de siste 20 årene at referanseindeksen har vist negativ avkastning. Dessverre har fondet gjort det dårligere enn indeksen i alle disse fem årene. De resterende 15 årene, når indeksen har hatt en positiv utvikling, har fondet gjort det bedre enn indeksen i 14 av 15 år.

For aksjemarkedet som helhet tror vi hovedårsaken til årets svake utvikling er den kraftige renteoppgangen. Rentene har vært drevet av høy inflasjon, som igjen ble kraftig styrket av Russlands invasjon av Ukraina.

Den svake relative avkastningen i fondet sammenlignet med indeksen kan selvsagt forklares med hvordan enkeltaksjer har gjort det i løpet av året, noe vi kommer tilbake til senere. Vår vurdering er imidlertid at den overordnede forklaringen på underavkastningen er fondets høye andel små selskaper. Fondets referanseindeks (CSX) falt med -32 prosent i løpet av året, noe som er omtrent som fondets utvikling. Det er mange forklaringer på hvorfor små selskaper som gruppe gjør det dårligere enn børsen som helhet i år, men vi

mener det er to viktige årsaker til dette – dårligere likviditet i markedet og noe høyere verdsettelse.

Når det gjelder likviditet, er det normalt at mindre likvide aksjer rammes hardere i et svakt marked – aksjekursene blir rett og slett mye mer følsomme for utstrømming. På lengre sikt er vi likevel komfortable med å eie noen mindre likvide aksjer, så lenge de er i lønnsomme selskaper med sterke posisjoner som gjør det bra, og så lenge likviditeten i fondet samlet sett er god nok. Vi anser disse to kriteriene for å være oppfylt.

Svenske små selskaper, og ODIN Sverige som helhet, har de siste årene også blitt verdsatt høyere enn aksjemarkedet som helhet. Vi mener det har vært rimelig med tanke på den høyere gjennomsnittlige inntjeningsveksten de har. Men når rentene stiger, øker avkastningskravene, og da er ikke markedet lenger villig til å betale like mye for fremtidig fortjeneste, og da rammes selskaper som er høyere verdsatt hardere enn lavere verdsatte selskaper.

Vårt fokus har imidlertid alltid vært, og fortsetter å være, den grunnleggende utviklingen av porteføljeselskapene våre, snarere enn hvilke makrotrender som for tiden driver aksjemarkedet. Vi ønsker å eie selskaper som skaper bærekraftige, grunnleggende verdier over tid. Selv om 2022 var et elendig år med tanke på aksjekurs, var det et veldig godt år resultatmessig for våre porteføljeselskaper.

Forvalters årskommentar

Til tross for et svært utfordrende miljø, og enkelte porteføljeselskaper som har hatt fallende overskudd, er anslaget i skrivende stund at porteføljeselskapenes samlede resultat økte med hele 29 prosent per aksje i gjennomsnitt i 2022, sammenlignet med 8 prosent for referanseindeksen*. For 2023 har forventningene falt, men til tross for at enkelte porteføljeselskaper forventes å ha redusert inntjening, forventes en inntjeningsvekst på 10 prosent i 2023 og 14 prosent i 2024 for porteføljen som helhet*. Vår oppfatning er at det er den grunnleggende utviklingen som er avgjørende for den langsiktige avkastningen. Nå har dessuten forventningene falt betraktelig, så selv om fremtiden alltid er usikker, er vi mer optimistiske nå enn vi var for et år siden.

Bidragssytere

I fjor kunne vi konstatere at de aller fleste aksjekursene går opp i løpet av et sterkt aksjemarkedsår, og ved utgangen av 2021 hadde 31 av 35 porteføljeselskaper en positiv kursutvikling. Nå kan vi konstatere at 2022 var det stikk motsatte – ved utgangen av året har 31 av 34 porteføljeselskaper hatt en negativ kursutvikling. Dette til tross for at 28 av selskapene forventes å vise et helårsresultat som er bedre enn i fjor – i noen tilfeller betydelig bedre, og i gjennomsnitt 29 prosent bedre*.

Negative bidragssytere

De tre største negative bidragssyterne i 2022 har vært **Embracer**, **Storskogen** og **AddLife**.

Sinch har også vært en av de svakeste bidragssyterne. En fellesnevner for disse fire selskapene er at alle fire gjorde store (eller mange) oppkjøp i 2021. Den gang elsket aksjemarkedet oppkjøp, men i år er innstillingen motsatt – alle oppkjøp er (ikke uten grunn) ansett som risikable, og det har man ønsket å unngå i år. Vår samlede vurdering så langt er likevel at oppkjøpene som ble gjort har skapt verdier for selskapene. Alle fire selskapene har erfaring med å gjøre verdiskapende oppkjøp, og vi tror ikke det som ble kjøpt i 2021 har vært stort dårligere enn det som ble kjøpt tidligere år. Men det vil gå et år eller to før vi har et sikkert svar på spørsmålet. Felles for alle de fire selskapene er også at de hadde svært sterk prisoppgang i tidligere år.

Ved inngangen til 2022 var **Embracer** fondets største beholdning, men vi har redusert beholdningen med en tredjedel siden den gang: Først fordi porteføljevekten traff taket, deretter fordi selskapet gjennomførte en rettet emisjon til Saudi Savvy Gaming Group, og til sist fordi noen av de største og viktigste spillanseringene har blitt forsinket eller er svakere enn forventet. Ledelsen åpnet også for mulige ringvirkninger i forbindelse med siste kvartalsrapport, som vi mener er hovedforklaringen på det store aksjekursfallet i forbindelse med denne rapporten. I løpet av årets ni første måneder utviklet Embracer-aksjen seg omtrent på linje med referanseindeksen, slik at fallet i aksjekursen i forbindelse med siste rapport utgjør en stor del av aksjens underprestasjon i 2022.

*Kilde: FactSet. Porteføljevektet EPS-tilvekst. Data, innehav og porteføljevekter per 30.12.2022. Estimater finnes for 33 av porteføljens 34 innehav

Forvalters årskommentar

Til tross for at vi reduserer posisjonen vår for å moderere risikoen, har vi fortsatt stor tillit til ledelsen, og reisen siden børsnoteringen i 2016 er slående: Salget har økt nesten 90 gangen og resultat per aksje har økt over 20 gangen. I inneværende regnskapsår forventes resultat per aksje å dobles igjen, til tross for nedjusteringer. Fra å være den dyreste aksjen i porteføljen da den ble kjøpt tidlig i 2019, er den nå den billigste aksjen i porteføljen og er verdsatt til 8 ganger forventet inntjening per aksje for inneværende regnskapsår. Den grunnleggende utviklingen har dermed vært betydelig sterkere enn aksjekursutviklingen. Vi opprettholder derfor en høy porteføljevekt, men gitt at de underliggende resultatene gjennom året fortsatt har vært svakere enn forventet, har vi valgt å redusere porteføljevekten med en tredjedel.

Storskogen har hatt en svært svak aksjekursutvikling gjennom året, etter å ha økt rundt 60 prosent på slutten av fjoråret. Vi eier flere seriekjøpende selskaper og har blant annet eid Addtech kontinuerlig i over 20 år. Så lenge virksomhetene som kjøpes opp er i god stand, er kjøpt til rimelige priser og deretter har utviklet seg godt under sin nye eier, så er det en forretningsmodell som fungerer veldig bra over tid. Etter et langt analysearbeid som startet nesten et år før børsnoteringen, vurderte vi at disse tre kriteriene var oppfylt, og det er årsaken til at vi deltok i børsnoteringen av Storskogen i 2021.

Selskapet har deretter vært den mest aggressive seriekjøperen i porteføljen, og stemningen rundt aksjen har gått fra å være svært positiv til å bli svært dårlig.

Selskapets inntjening, som er det viktigste for oss, har imidlertid økt kraftig (hovedsakelig drevet av oppkjøp) og vært omtrent i tråd med forventningene. Den grunnleggende utviklingen har dermed vært betydelig bedre enn aksjekursutviklingen, og derfor beholdt vi aksjene såpass lengebedre enn aksjekursutviklingen, og derfor beholdt vi aksjene såpass lenge.

I november valgte vi imidlertid å selge oss ut. Gitt den svake aksjekursutviklingen gjennom året veide Storskogen under én prosent av porteføljen, og i en slik situasjon ble spørsmålet om vi skulle øke porteføljevekten betydelig eller selge den helt ut. Siden vi i oktober gjorde betydelige vektreduksjoner i de andre seriekjøpende selskapene (Lifco, Indutrade, Addtech og Lagercrantz), ble det vanskeligere å rettferdiggjøre en kraftig økning i Storskogen, til tross for at vi bedømte aksjen som urimelig undervurdert.

I en annen markedssituasjon kunne vi ha kjøpt betydelig flere aksjer, men gitt at så mange andre aksjer i kvalitetsselskaper har blitt betydelig billigere, valgte vi å la kapitalen jobbe andre steder og flyttet derfor Storskogen fra porteføljen til kandidatlisten.

AddLife, som er produsent og forhandler av medisinsk utstyr til helsesektoren, har også vært en svært svak bidragsyter i 2022 etter å ha vært den klart sterkeste bidragsyteren med en aksjekursøkning på +165 prosent i 2021.

Forvalters årskommentar

Også i 2020 presterte aksjen svært sterkt. Den gode prisutviklingen i 2020-2021 var i stor grad drevet av økt inntjeningsevne, men også av flere utvidelser (aksjen ble dyrere i forhold til inntjening), og derfor valgte vi å gradvis selge nesten halvparten av eierandelen (45 prosent) i 2021. Nedgangen ser ut til å ha vært et skritt i riktig retning, men i etterpåklokskapens lys burde vi solgt mer, gitt den svake prisutviklingen i år.

Til tross for et utfordrende år, med blant annet konsernsjefskifte og integrasjon av fjorårets store oppkjøp, ser vi fortsatt på AddLife som et selskap av høy kvalitet med en sterk posisjon, og derfor har vi valgt å beholde det i porteføljen.

Nå har fremtidsforventningene falt betydelig, og da tror vi forutsetningene for å overgå forventningene og levere god langsiktig avkastning, har bedret seg.

Det er imidlertid viktig at integrasjonen av de oppkjøpte enhetene lykkes godt og at markedet for elektiv kirurgi kommer tilbake etter pandemien, så dette er to parametere vi vil følge ekstra nøye med på fremover. Inntil vi er sikre på at ting går i riktig retning, er vi fornøyd med dagens porteføljevekt på ca. 2 prosent.

Sinch, hvis programvareplattform og tilkoblede nettverk av over 600 mobiloperatører gjør det mulig for selskaper å kommunisere direkte med nesten hele verdens befolkning via SMS, e-post og taleanrop, har hatt en svært volatil aksjekursutvikling i løpet av året

Fra toppen i september 2021 til bunnen i september 2022 falt aksjen med over 90 prosent. Siden den gang har den hentet seg inn nesten 200 prosent, men den har fortsatt vært en klart negativ bidragsyter i løpet av året.

Selskapet gjorde tre store oppkjøp for over 30 milliarder svenske kroner i 2021 og tok i den forbindelse opp lån på ca. 10 milliarder kroner. På tidspunktet for det siste av de store oppkjøpene var markedsverdien over 120 milliarder svenske kroner, men etter hvert som markedsverdien krympet under årets sure aksjemarkedsklima, ble gjeld, kombinert med svak organisk vekst og store integrasjonstiltak, en økende bekymring for aksjemarkedet, noe som forsterket fallet i aksjekursen. Da selskapet også ble utsatt for et «shortselgerangrep» i sommer, var det mange som kastet inn håndkleet.

For oss har det store spørsmålet hele tiden vært hvor attraktivt markedet er på lang sikt, styrken i posisjonen som Sinch har i sine markeder, og ikke minst bedriftskulturen. Vi har vurdert alle tre som gode (noe som må vurderes løpende). Det store spørsmålet i et år som dette har da vært hva som er midlertidige bekymringer, og hva som er en langsiktig svekkelse av virksomheten. Vi har brukt mye tid på dette de siste to årene, og vår oppfatning har vært at uroen i aksjemarkedet har vært overdrevet, og at Sinch i utgangspunktet er et lønnsomt kvalitetsselskap som har bygget en veldig sterk posisjon som vi mener er bærekraftig. Vi solgte imidlertid noen aksjer i september/oktober 2021, som tilfeldigvis var nær kurstoppen, da vi syntes aksjen hadde blitt litt for høyt verdsatt.

Forvalters årskommentar

Men etter et kursfall på nesten 50 prosent begynte vi forsiktig å kjøpe flere aksjer, noe vi fortsatte å gjøre med jevne mellomrom i løpet av våren, og etter «shortselgerangrepet» i sommer kjøpte vi enda mer fordi vi vurderte både kritikken og den negative prisreaksjonen som overdrevet. På grunn av utfordringene økte vi aldri Sinch til en høy porteføljevekt i løpet av året, men siden vi vurderte utfordringene som midlertidige, og vi derfor mente at den pressede aksjen raskt kunne komme tilbake, ønsket vi heller ikke en ikke-eksisterende porteføljevekt. Da Q3-rapporten så viste seg å være betydelig bedre enn analytikernes forventninger, fikk aksjen virkelig fart.

I etterpåklokskapens lys burde vi likevel ha solgt betydelig mer i fjor høst, og vi burde ha ventet mye lenger før vi begynte å kjøpe aksjer. Timing og posisjonering er enormt vanskelig. Men det viktigste for oss er den grunnleggende utviklingen, og den siste kvartalsrapporten var en klar indikasjon på at den går i riktig retning. Det kan føles som en liten trøst i et år som dette, men forhåpentligvis vil den positive utviklingen fortsette i 2023, og i så fall er Sinch både et lønnsomt kvalitetsselskap med gode vekstvilkår, og en lav verdsettelse. Det liker vi, og derfor lar vi porteføljevekten bevege seg opp til 3,1 prosent.

Positive bidragsytere

Til tross for at kun tre aksjer viste positiv kursutvikling i 2022, har vi fått et positivt bidrag fra flere aksjer på grunn av at vi kjøpte dem (eller økte posisjonen) til lavere priser enn ved utgangen av året.

Munters har vært det største positive bidraget i løpet av året, med en kursøkning på 47 prosent. Fra å være et omstridt og undervurdert selskap etter en mislykket børsnotering i 2017, har selskapet vært på en klar forbedringsreise etter at FAM overtok hovedeierrollen og det ble kjøpt inn i ODIN Sverige i januar 2020. Det siste året har ordreinngangen økt eksponentielt, og selv om det gjenstår å se hvor god lønnsomhet selskapet klarer å oppnå i denne sterke vekstfasen, har vi sett stadig flere positive signaler. Vi har høvlet av en liten andel av posisjonen i løpet av året, men har generelt latt den vektes opp, og den avslutter året med en porteføljevekt litt over 4 prosent.

Axfood er et av svært få selskaper som nyter godt av den høye (matpris)inflasjonen vi ser i dag. Selv om innkjøpsprisene også øker betydelig, betyr høyere priser høyere salg – så selv med konstante bruttomarginer så gir høyere omsetning en høyere lønnsomhet, gitt skalerbarheten til virksomheten. Aksjen var på topp opp over 30 prosent (sammenlignet med et drastisk fallende aksjemarked) og avslutter året med en prisøkning på 11 prosent. Vi reduserte gradvis posisjonen vår i Axfood i løpet av året etter hvert som aksjen ble dyrere, mens mange andre kvalitetsselskaper har blitt betydelig billigere. AstraZeneca er den tredje aksjen som har hatt positiv avkastning i løpet av året som helhet. Vi har imidlertid bare eid aksjen i en liten del av året, og derfor er det positive bidraget mindre enn det ville vært hvis vi hadde eid den hele året.

Forvalters årskommentar

Fra vi begynte å kjøpe aksjen i oktober, etter et prisfall på ca. 15 prosent siden toppen i august, har den imidlertid prestert bra. Mer om AstraZeneca i avsnittet Endringer nedenfor.

Vi har også mottatt positive bidrag fra de to andre nye tilskuddene vi kjøpte i oktober – Avanza og MIPS – fordi de, til tross for store prisfall for hele året, har gjort det bra siden vi kjøpte dem. Mer om disse også i avsnittet Endringer nedenfor.

Atlas Copco, som er fondets største beholdning, har også bidratt positivt til tross for at aksjen falt 15 prosent i år. Atlas har vært i porteføljen i mange år, men årsaken til det positive bidraget er at vi økte posisjonen betydelig (nesten 40 prosent flere aksjer).

I løpet av sommeren, noe som har vært vellykket, ettersom aksjen har hentet seg betydelig inn siden den gang. I tillegg til den generelt fallende markedssituasjonen, ble det første store aksjekursfallet drevet av bekymringer for lavere etterspørsel i selskapets vakuumteknologivirksomhet, som har stor eksponering mot halvlederindustrien. Markedet ser imidlertid ut til å ha forstått at Atlas har mange ben å stå på, og at for eksempel deres største forretningsområde – kompressortechnologi – muliggjør store energibesparelser for kundene, noe som blir stadig mer etterspurt i den nåværende energikrisen. Det nåværende estimatet er at Atlas økte resultatet per aksje med så mye som 36 prosent i 2022, noe som er veldig imponerende for et så stort og diversifisert selskap.

Atlas har ekstremt sterke markedsposisjoner, og selv om det vil bli påvirket av en lavkonjunktur, har det håndtert tidligere kriser på en eksemplarisk måte, og derfor er vi komfortable med å ha det som den største beholdningen med en porteføljevekt like under 7 prosent ved utgangen av året.

Totalt sett har det vært et veldig tøft år når det gjelder aksjekurser. I 2021 gikk nesten alle aksjekursene opp, noe som resulterte i at fondets avkastning på omtrent 50 prosent var vesentlig høyere enn den gjennomsnittlige underliggende inntjeningsveksten på 28 prosent* (nåværende portefølje). I år har prisutviklingen vært motsatt. Vår bestemte oppfatning er likevel at våre porteføljeselskaper, til tross for store kursfall, har skapt store grunnleggende verdier for andelseierne våre også i år. Den gjennomsnittlige inntjeningsveksten på 29 prosent* per aksje er en indikasjon på at dette er tilfelle.

Men neste år, når vi sannsynligvis beveger oss inn i en lavkonjunktur, vil være den virkelige testen for den grunnleggende ytelsen til porteføljeselskapene våre. Vår vurdering er at de er godt rustet, men mer om det under avsnittet Utsikter for 2023 nedenfor.

Forvalters årskommentar

Endringer i 2022

I 2022 kjøpte vi fire nye selskaper og solgte ut fem selskaper, noe som har redusert antall eierandeler fra 35 til 34 selskaper. Det overordnede formålet med endringene har vært å øke kvaliteten på porteføljen ytterligere. Vi har forsøkt å benytte anledningen til å kjøpe inn virkelig flotte selskaper som har blitt betydelig billigere i løpet av året, og finansiere kjøpene ved å selge selskaper med svakere markedsposisjoner – selv om disse har vært enda lavere verdsatt. På lang sikt tror vi det vil være verdiskapende, men som alltid forutsetter det at de nye selskapene fortsetter å levere og utvikle seg godt.

Nye beholdninger

Vi kjøpte **Fortnox** i mars, og det var dermed årets første nye tilskudd til porteføljen. Vi har fulgt det Växjö-baserte programvareselskapet i flere år fordi det er et av de svenske selskapene med de beste historiske resultatene, med svært høy organisk vekst og god lønnsomhet. Fortnox har også en enormt sterk posisjon, da det er navet i virksomheten til over 400 000 svenske små selskaper. Den eneste grunnen til at vi ikke har kjøpt aksjen før, har vært den høye prisen. Men etter et prisfall på 46 prosent fra toppen i november til bunnen i februar anså vi at prisen var akseptabel og kjøpte en mindre posisjon. Men gitt den fortsatt høye verdsettelsen, holdt vi oss på en i utgangspunktet lav porteføljevekt på 1,2 prosent, som i løpet av året har vokst til 1,6 prosent – hovedsakelig på grunn av prisøkninger siden kjøpet, men til en viss grad også fordi vi utvidet posisjonen med 10 prosent i oktober. Vi tror Fortnox vil være en utmerket langsiktig investering, og hvis prislappen blir mer attraktiv i fremtiden, vil vi gjerne øke posisjonen.

AstraZeneca var en av de tre nye beholdningene vi kjøpte i oktober. I løpet av de siste ti årene har Astra gått fra å ha en utdatert produktportefølje til å bli et av de mest innovative og forskningsdrevne legemiddelselskapene i verden. Selskapet har svært sterke posisjoner innen onkologi (kreftmedisiner) og sjeldne sykdommer, som er to av de strukturelt raskest voksende behandlingsområdene globalt. Selskapet utvider porteføljen mot nye, ikke-sykliske inntektsdrivere som har manglet tidligere, noe vi mener gjør det ekstra attraktivt. Selv om aksjen var en av de få på Stockholmsbørsen som hadde en positiv utvikling i løpet av året, er vår vurdering at aksjen har blitt billigere i forhold til inntjeningen fordi den grunnleggende utviklingen har vært svært sterk. Ifølge FactSet er det nåværende anslaget ved årsskiftet at det underliggende resultatet per aksje økte med hele 45 prosent i 2022.

Avanza var den andre nye beholdningen vi kjøpte i oktober. Avanza har en sterk posisjon i det svenske sparemarkedet og hadde ca. 15 prosent årlig salgsvekst med god lønnsomhet i årene 2001–2019. Etter dette ble salget tredoblet under pandemien, med en kraftig stigende aksjekurs som resultat. Men fra toppnoteringen like før årsskiftet til oktober falt aksjen nesten 60 prosent, og i oktober ble den verdsatt til under P/E 15x (NTM), som er den laveste verdsettelsen Avanza har hatt på over ti år. Selv om handelsaktiviteten har gått ned og vi har opplevd tap, tror vi selskapets strukturelle vekstdrivere er intakte. Avanza vinner også på stigende renter, som nå har blitt den største inntektslinjen, noe som betyr at Avanza bidrar med enda en ny drivkraft i porteføljen.

Forvalters årskommentar

MIPS var den tredje og siste nye beholdningen vi kjøpte i oktober. MIPS har lenge vært en kandidat for ODIN Sverige. Vi har også eid det i ODIN Small Cap siden starten, så det er et selskap vi har fulgt tett de siste årene. Aksjen har stupt over 70 prosent i år, og mens den nåværende forbrukersituasjonen er utfordrende og Q3-rapporten var svak, tror vi de langsiktige driverne er intakte. Penetrasjonen av MIPS-hjelmer er bare på ca. 6 prosent, så vi tror det finnes rikelig med fortsatt potensial, mens lønnsomheten er veldig god og balansen er sterk. Vi vet ikke om Q3 var bunnen, men uavhengig av dette mener vi at dette er et langsiktig attraktivt nivå for å kjøpe seg inn i et selskap av høy kvalitet som gir porteføljen attraktive alternative drivere.

Solgte eierandeler

Vi solgte **Securitas** i januar. Siden aksjen lenge har vært den minste posisjonen i fondet, har vi jobbet for å ta stilling til om vi vil øke posisjonen betydelig eller selge den helt ut. Securitas er et godt forvaltet selskap, og vi mener at det store oppkjøpet av Stanley Security er smart på lang sikt. Slike store oppkjøp innebærer imidlertid alltid større integrasjonsrisiko, og vi tror det er en risiko for at fokuset da vil bli rettet innover i selskapet i stedet for utover mot kundene. Derfor har vi valgt å ta aksjen ut av porteføljen i påvente av hvordan prosessen går.

Vi solgte **NCC** i februar. NCC er et fint selskap, og vi mener at ledelsen har gjort en utmerket jobb med å forbedre virksomheten de siste årene.

Det er imidlertid en vanskelig bransje, og det finnes flere uberegnelige risikoer. Vi valgte derfor å allokere kapital til andre selskaper der vi er tryggere på den langsiktige utviklingen.

Vi solgte **Duni** i august. Duni er også et fint selskap, men var det porteføljeselskapet som ble hardest rammet av pandemien. Selv om de siste kvartalene har vist en god oppgang i omsetningen, har det vært vanskelig for selskapet å få gjennomslag for tilstrekkelige prisøkninger for å kompensere for den massive kostnadsinflasjonen, og det har derfor gått ut over lønnsomheten. Vi håper og tror at lønnsomheten vil bedre seg fremover, men velger å allokere kapitalen til andre selskaper der vi føler oss tryggere på styrken i markedsposisjonen.

Cary Group, som hadde en svært svak kursutvikling i begynnelsen av året og ble i slutten av juni gjenstand for et offentlig oppkjøpstilbud fra hovedeieren Nordic Capital, som sammen med CVC ønsker å kjøpe tilbake selskapet fra børsen. Vi hadde økt posisjonen vår i begynnelsen av juni og var en av de store eierne i anbudssituasjonen. Vi avslo det opprinnelige budet, men etter at det ble hevet og vi hadde hatt mange møter med selskapets styre og ledelse, andre store aksjonærer, budgivere, aksjeanalytikere og andre, valgte vi til slutt å akseptere budet. Cary er et meget veldrevet selskap med en sterk markedsposisjon og gode vekstmuligheter, og vi syntes derfor det var trist at det ble tatt av børs etter så kort tid.

Forvalters årskommentar

Salget ga oss imidlertid en ganske stor kontantbeholdning i en periode da aksjekursene i mange flotte selskaper var under press, så vi hadde muligheten til å bruke pengene på det vi mener var attraktive nivåer i Astra Zeneca, Avanza og MIPS (se ovenfor). På slutten av året har alle disse tre nye investeringene også blitt positive bidragsyttere, noe som er gledelig, selv om det er altfor tidlig å foreta en skikkelig evaluering av investeringene.

Storskogen var den siste bedriften vi solgte ut i løpet av året, og det var kanskje også den vanskeligste avgjørelsen. En lengre beskrivelse av dette finner du under avsnittet Bidragsyttere i 2022 ovenfor.

Samlet sett er vår vurdering at porteføljen nå er av høyere kvalitet, og er enda bedre rustet for en lavkonjunktur, enn den porteføljen vi hadde ved inngangen av året.

Utsikter for 2023

Vi vet ikke hvordan børsen vil utvikle seg i 2023.

For tre år siden forutså vi ikke at en global pandemi var rett rundt hjørnet, som ville føre til at nesten hele verden ble stengt ned. Når det skjedde, aksjemarkedet stupte og alle innså alvoret i situasjonen, trodde vi ikke at aksjemarkedet skulle komme tilbake så sterkt og kraftig som det gjorde i 2020 og 2021.

For et år siden hadde vi ikke på agendaen at Russland ville invadere Ukraina, og at det ville føre til at energiprisene, og dermed alle mulige andre priser, ville

skyte i været og forvandle den lille forventede inflasjonshumpen til en flodbølge av skyhøye priser på alt fra mat til bensin og elektrisitet.

Å kunne forutsi og parere slike globale hendelser er ingen enkel oppgave. Så vi prøver ikke å gjøre det heller. Ambisjonen vår er i stedet å eie de beste selskapene, og deretter eie dem i lang tid. De beste selskapene kan omstille seg raskt og skape grunnleggende verdier uavhengig av hvordan omverdenen ser ut for øyeblikket. Så lenge den grunnleggende verdiskapingen fortsetter, og selskapene fortsetter å styrke sine posisjoner, mener vi det er en god idé å fortsette å eie dem. Selv om det vil bety at vi eier dem i perioder der aksjekursene deres faller.

De beste selskapene er ikke ofre for vær og vind, men de har kraften til å bestemme sin egen fremtid. De beste selskapene har en sterk selskapskultur som gjør at de kan se og gripe de mulighetene som oppstår, særlig i vanskelige tider. Det har vi sett mange eksempler på blant porteføljeselskapene våre under pandemien – selskaper som har våget å være offensive, gå inn på nye markeder og gjøre nye oppkjøp, til tross for usikkerheten i omverdenen. Det lønte seg i både 2020 og 2021, og selv om aksjekursene i 2022 sier noe annet, mener vi fortsatt at 29 prosent inntjeningsvekst* blant porteføljeselskapene er en sterk indikasjon på at denne typen bedriftskultur faktisk lønnet seg også i 2022. Vi er overbevist om at det også vil lønne seg i 2023.

Forvalters årskommentar

Konsensusforventningen ser nå ut til å være at 2023 blir et år med lavkonjunktur. Alle selskaper vil selvfølgelig bli påvirket av en lavkonjunktur. Men de beste selskapene vil dra nytte av den tøffere situasjonen og ta desto større markedsandeler. Det er akkurat som i sportens verden – det er i de bratteste bakkene at du virkelig kan skille mellom de sterkeste idrettsutøverne. Vi tror vi har et topplag som er spekket med mange av de beste utøverne i verden. De fleste av dem har eksistert før og opplevd tøffe tider mange ganger. Flere av dem ser nesten ut til å glede seg til å vise omverdenen hvor sterke de er, nå som klinten virkelig skal skilles fra hveten.

Aksjekursen er bare prisen på en aksje. Det viktige er selskapets fundamentale verdi, og hvordan den verdien utvikler seg over tid. Det har blitt sagt tidligere, men det tåler å gjentas: *Price is what you pay, value is what you get.*

Vi tror at årets høye inntjeningsvekst vitner om at de grunnleggende verdiene i porteføljeselskapene våre har fortsatt å øke i 2022, og vi mener at de nye selskapene vi har kjøpt generelt er av høyere kvalitet enn de vi har solgt. Samtidig har prisene (aksjekursene) falt kraftig.

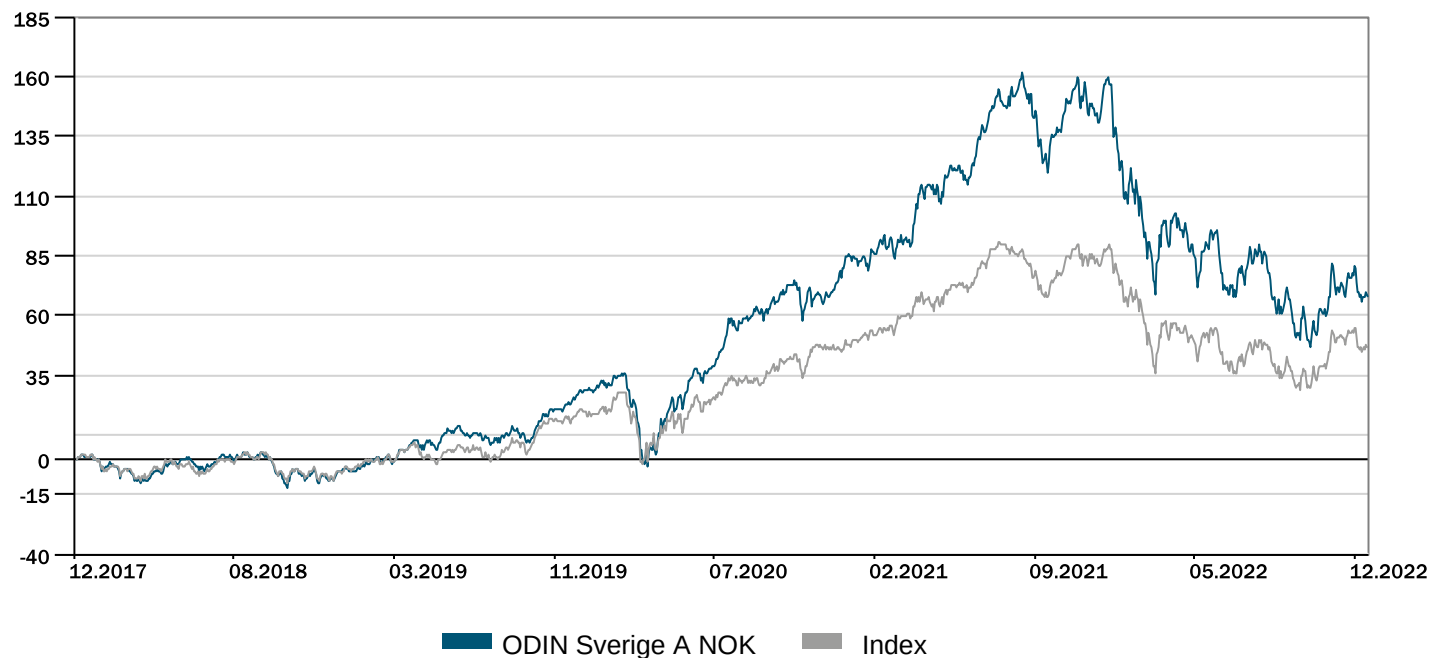
I de fleste andre sammenhenger vil nok de fleste synes det er ganske attraktivt: Høyere kvalitet til en lavere pris.

Nøkkeltall og nyheter fra porteføljen



- presentert på engelsk

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



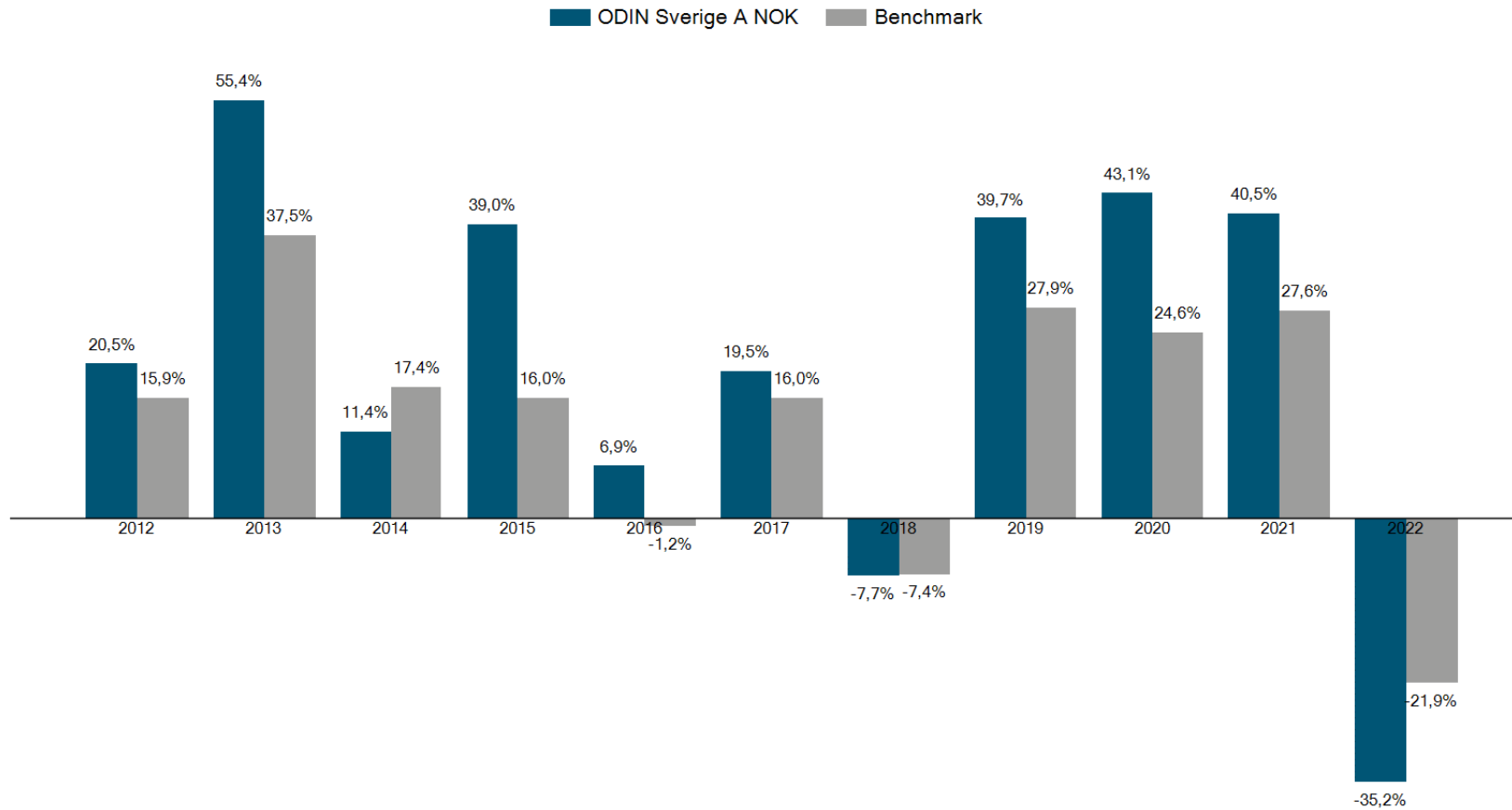
Historical Return % (NOK)*

	Siste mnd	HIÅ	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start
ODIN Sverige A	-0,22	-35,16	-35,16	9,19	10,94	17,94	17,84
Indeks	-0,84	-21,91	-21,91	7,44	8,01	12,19	11,43
Meravkastning	0,63	-13,25	-13,25	1,75	2,93	5,75	6,41

* Avkastning ut over 12 måneder er annualisert

** 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

Annual returns last 10 years - ODIN Sverige A



Endringer i porteføljen i 2022

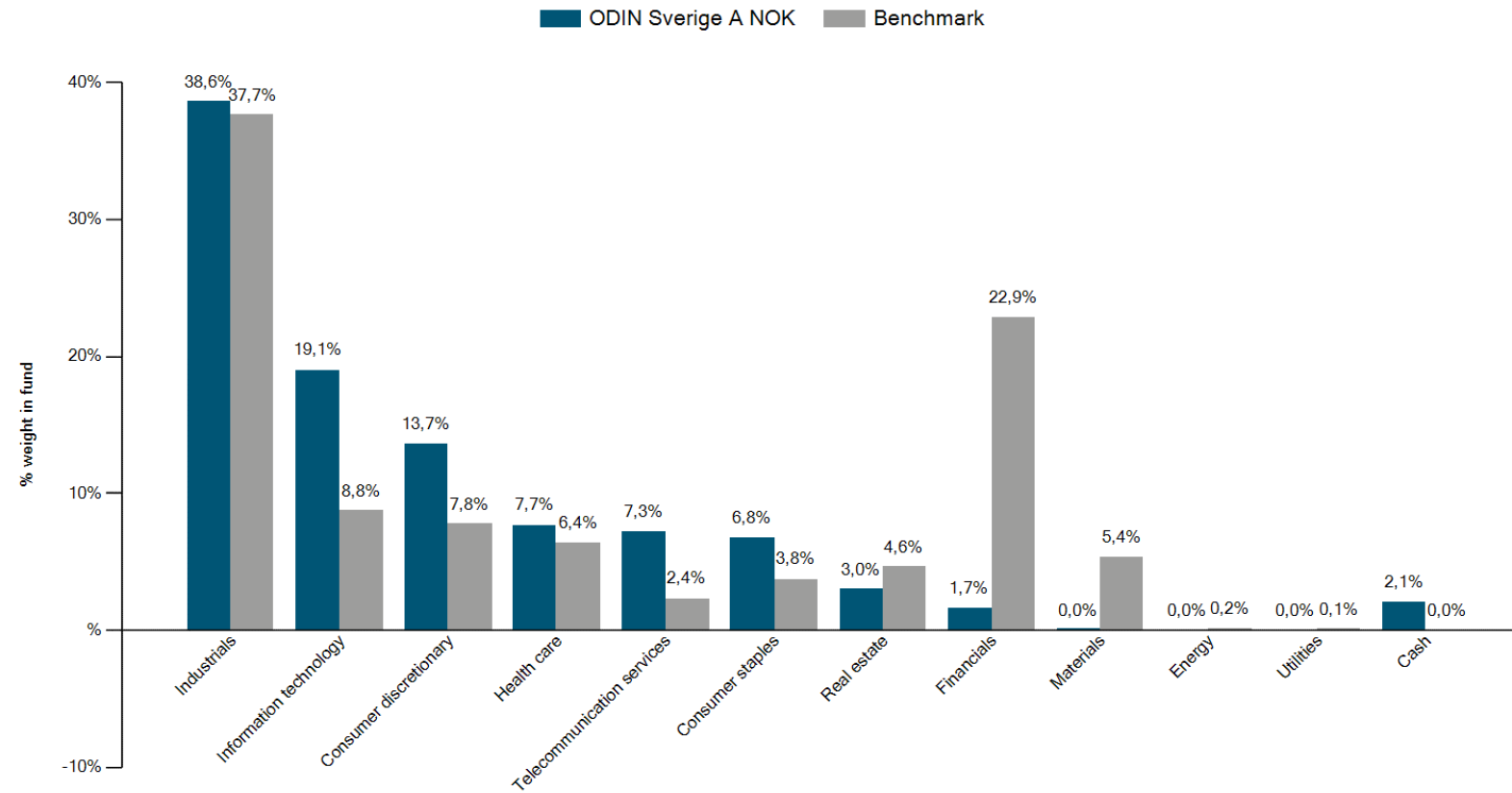
1 -2 -2 3 -1								
	Q1		Q2		Q3		Q4	
	+	-	+	-	+	-	+	-
Inn eller ut	Fortnox	NCC Securitas				Duni Cary Group	Astra Zeneca Avanza MIPS	Storskogen
	Assa Abloy Atlas Copco Cint Hemnet Sinch	Addnode Thule Lifco	Hemnet Sinch	Axfood Duni Embracer Vitec	Assa Abloy Atlas Copco Sinch	Axfood	Assa Abloy Cint	Addtech Axfood Embracer Indutrade Lagercrantz Lifco Vitec

Pricing of the fund

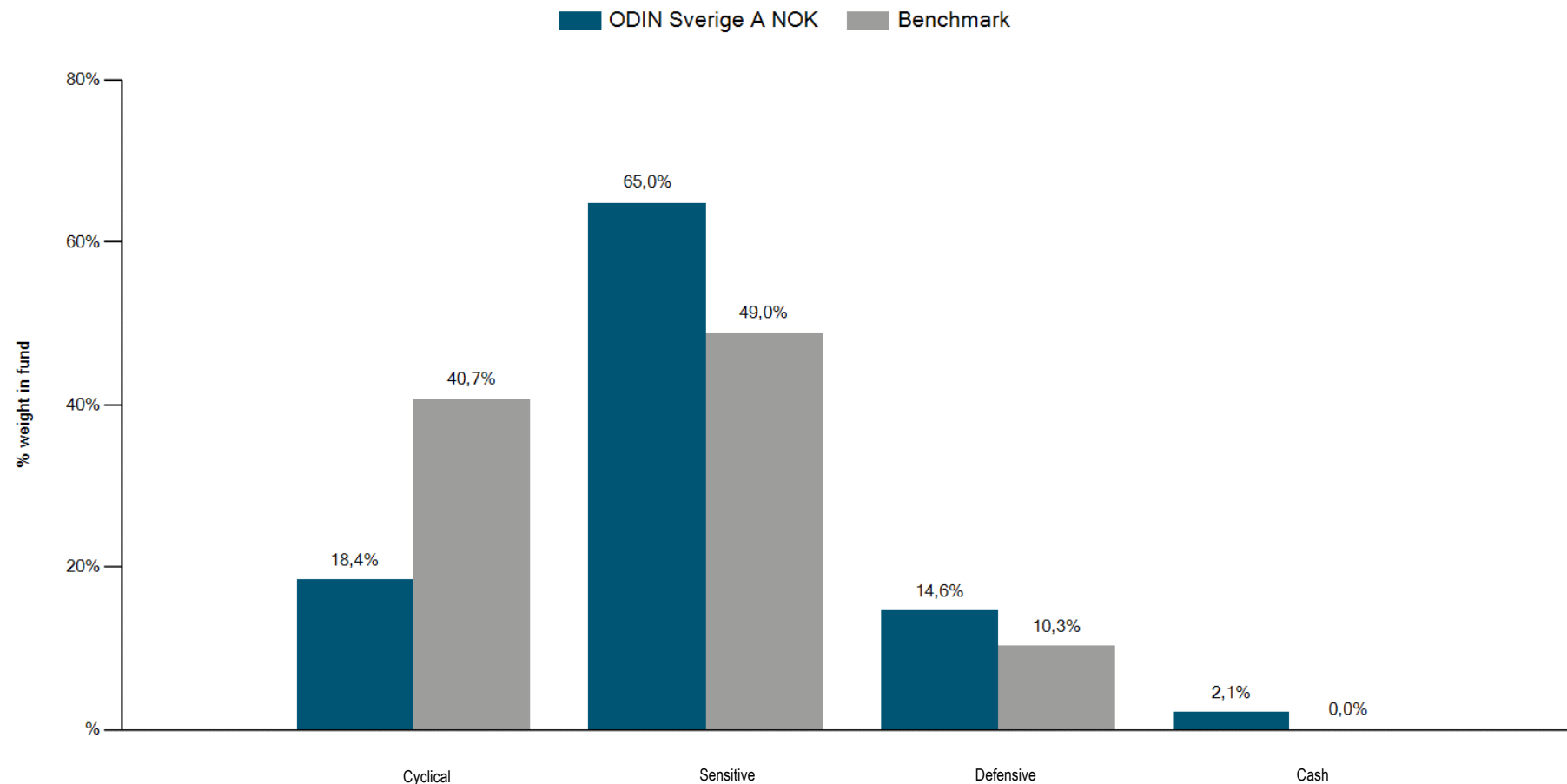
Company	Weight	Country	Industry	P/E (LTM)*	P/E (NTM)*	DivYield (LTM)	DivYield (NTM)	P/B	ROE
Atlas Copco AB Class B	6,7%	Sweden	Machinery	22,7	21,1	2,0	2,1	7,2	31,7
ASSA ABLOY AB Class B	5,4%	Sweden	Building Products	18,8	16,9	2,1	2,2	3,2	16,9
Essity AB Class B	4,9%	Sweden	Household Products	24,1	17,5	2,6	2,7	3,1	12,7
Hexagon AB Class B	4,6%	Sweden	Electronic Equipment Instruments	21,8	21,8	1,2	1,3	2,5	11,4
Munters Group AB	4,3%	Sweden	Building Products	25,5	19,3	1,1	1,5	3,9	15,3
Embracer Group AB Class B	4,3%	Sweden	Entertainment	8,4	7,3	0,0	0,0	1,0	12,4
Fenix Outdoor International AG	4,0%	Sweden	Specialty Retail	15,7	13,8	2,1	2,8	2,5	15,6
Addnode Group AB Class B	3,8%	Sweden	IT Services	23,5	23,7	1,9	2,2	7,9	33,6
Biotage AB	3,3%	Sweden	Life Sciences Tools & Services	45,3	37,9	1,0	1,2	8,1	17,9
AQ Group AB	3,2%	Sweden	Electrical Equipment	14,6	0,0	1,1	0,0	1,9	12,9
Topp 10	44,5%			18,7	18,0	1,6	1,7	2,9	15,4

* 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:

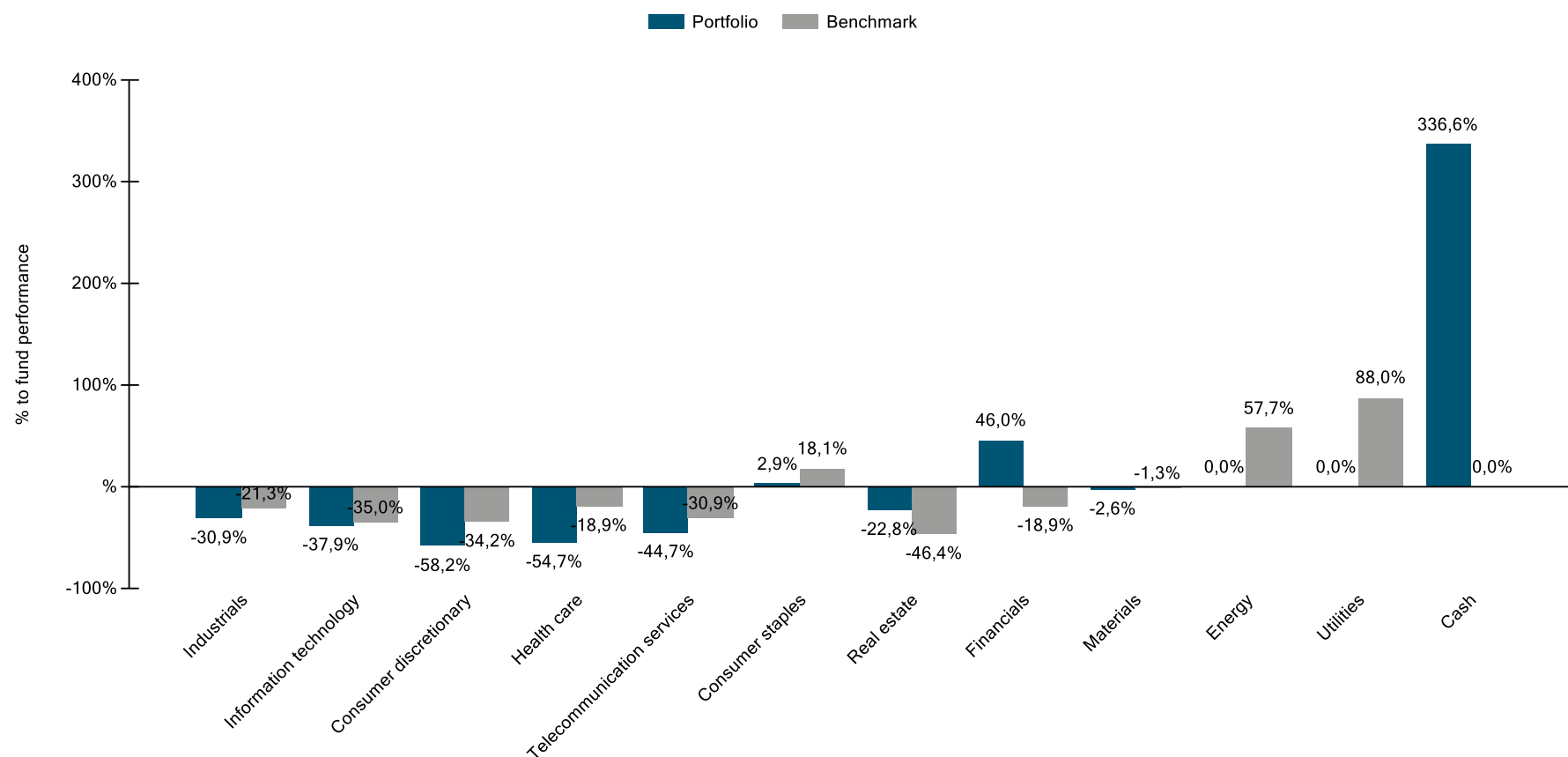
Cyclical: Materials, Consumer Discretionary, Financials, Real Estate

Sensitive: Telecommunication Services, Energy, Industrials, Information Technology

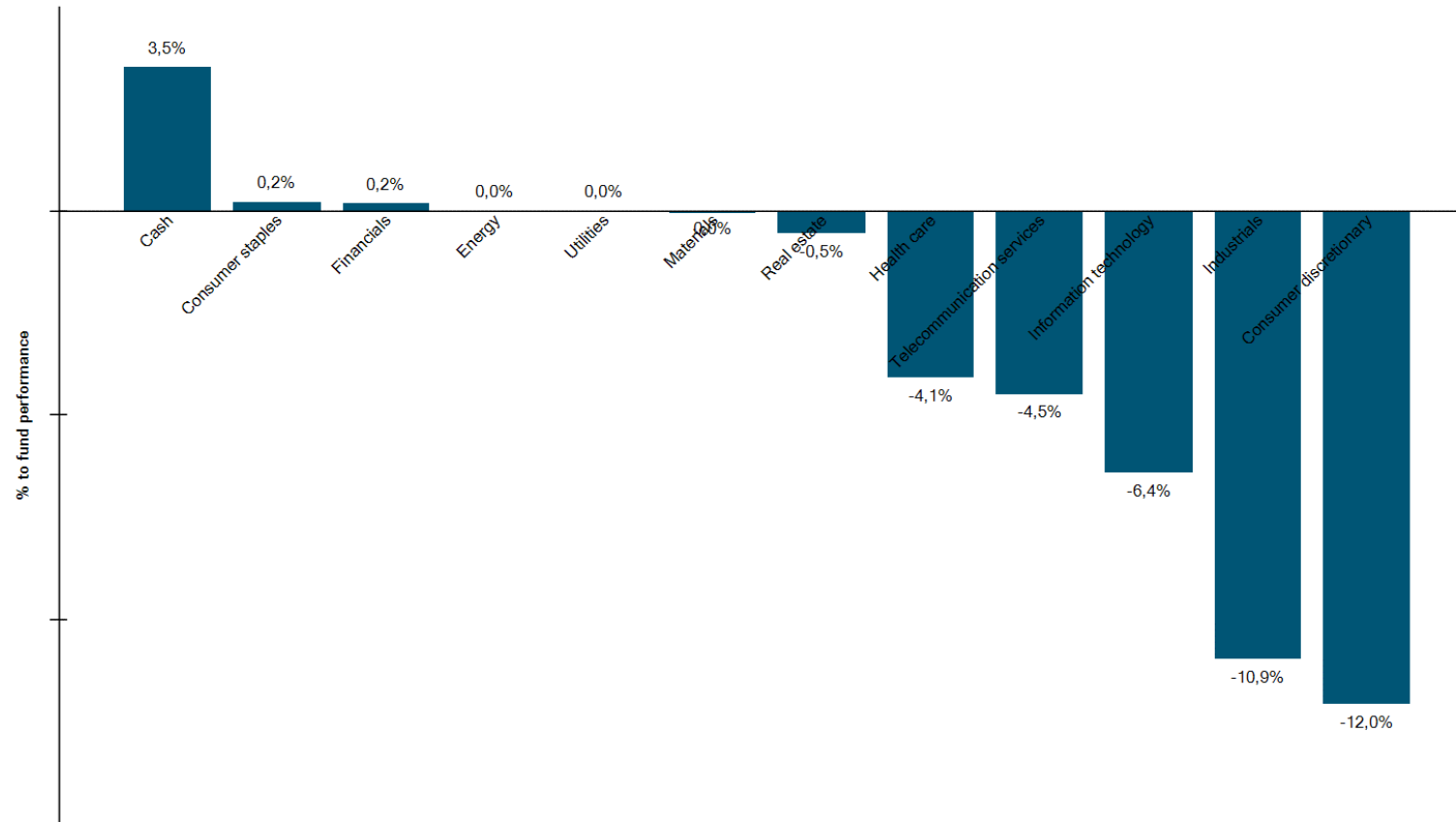
Defensive: Consumer Staples, Health Care, Utilities

Sector performance*, year to date

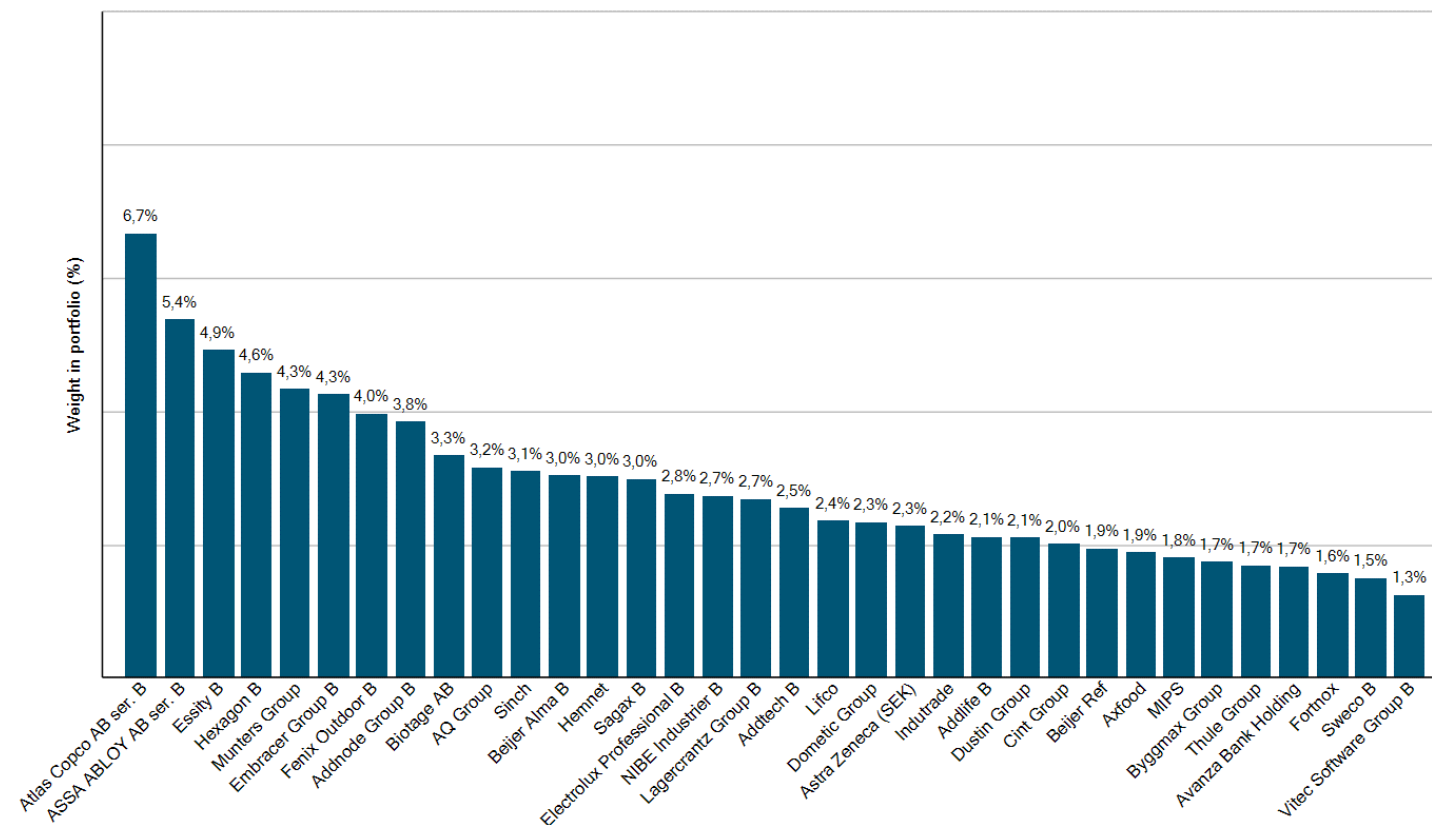
(Sorted by weight in portfolio)



Sector contribution, year to date

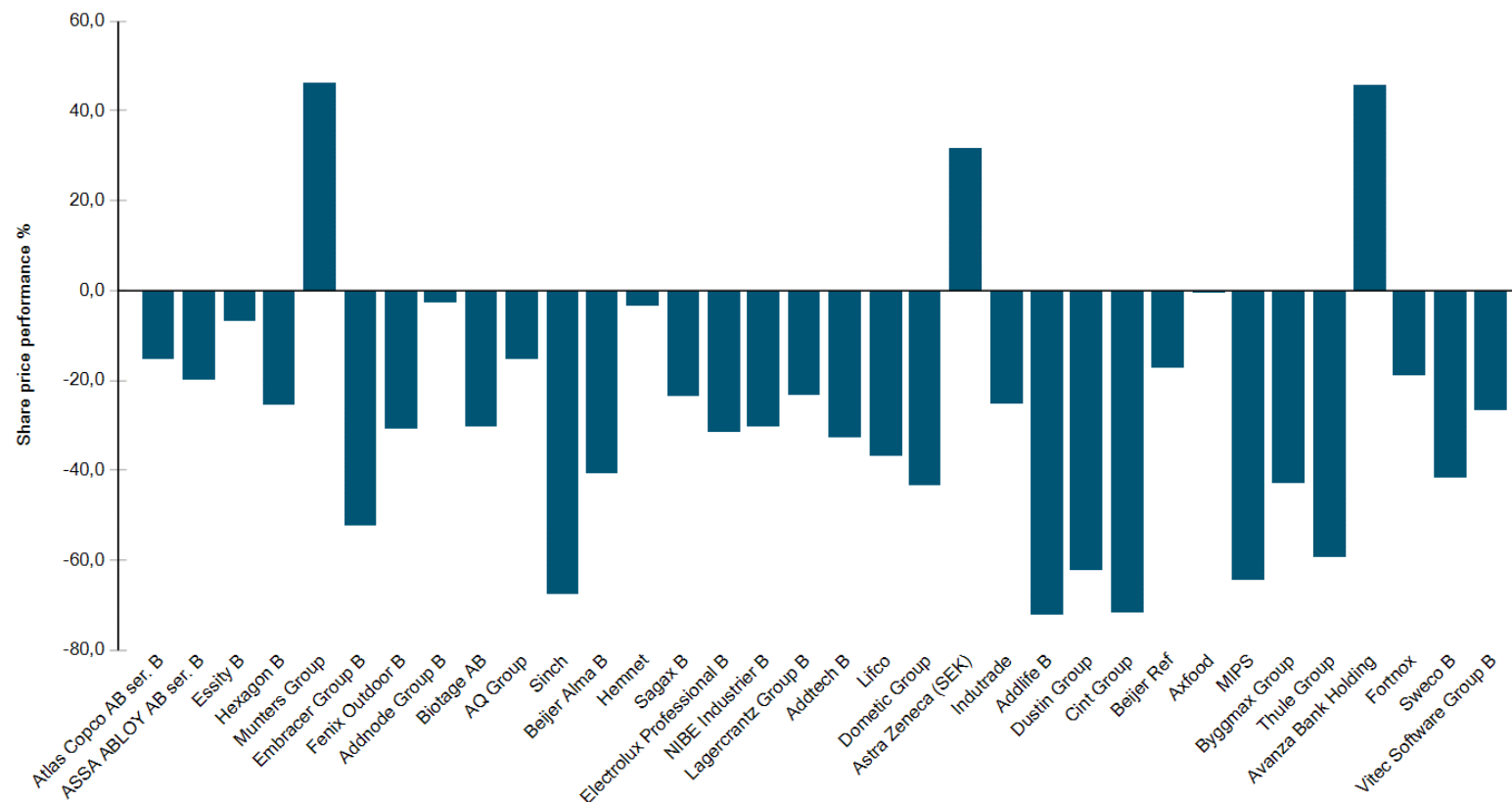


Current holdings



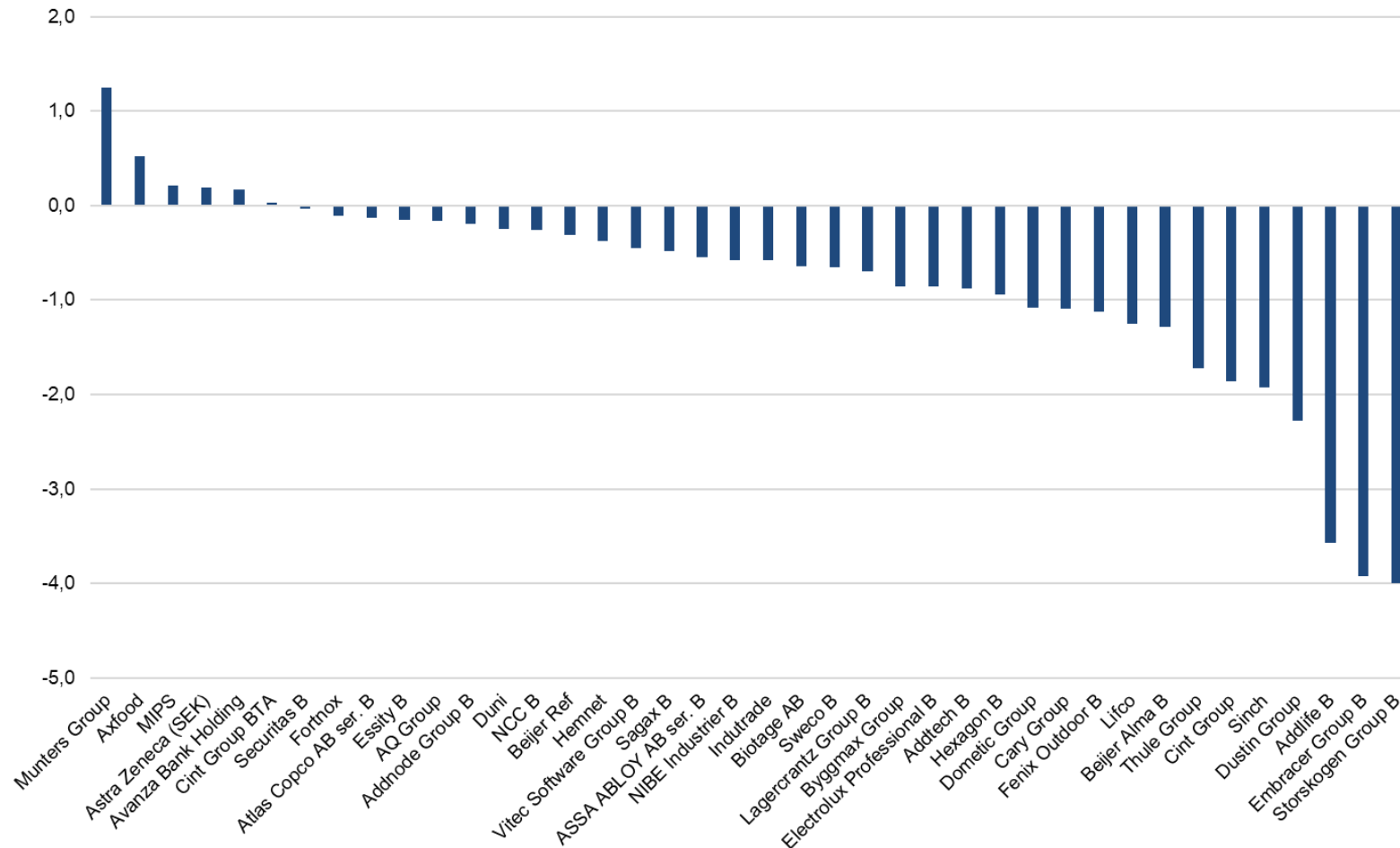
Share price performance*, year to date (NOK)

(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)



Risk Statistics (3 Years), NOK

	Portfolio	Index
Active share	0,75	
Sharpe ratio 1)	0,29	0,35
Standard Deviation 2)	27,27	19,03

	Portfolio
Alpha	-0,73
Beta	1,30
Tracking error	12,89
Information ratio	0,10

1) Sharpe Ratio uses Norway - 3 MT Bills as risk free rate.

2) Standard Deviation is based upon monthly volatility.

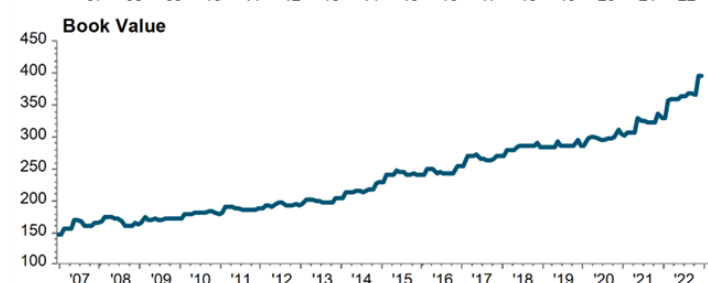
Risk figures are based on the fund class C for funds with fund classes

Macro and Market



- presentert på engelsk

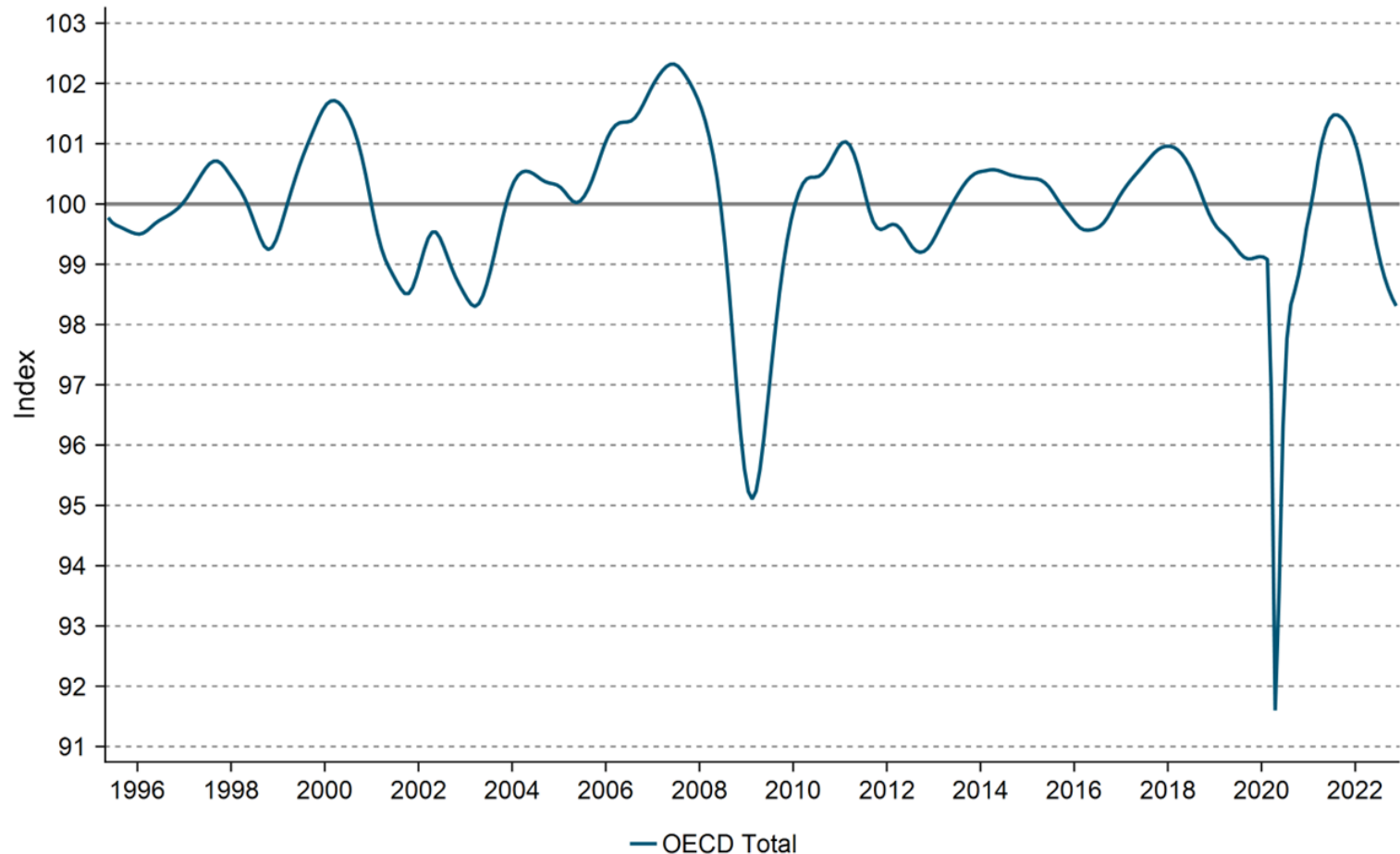
Pricing - Swedish Equities (OMX Stockholm Benchmark Cap.)



Price = Market value (SEK) of companies in the OMX Stockholm Benchmark Capped
Earnings = Earnings of the companies in the OMX Stockholm Benchmark Capped
Book Value = Book value of equity in companies in the OMX Stockholm Benchmark Capped

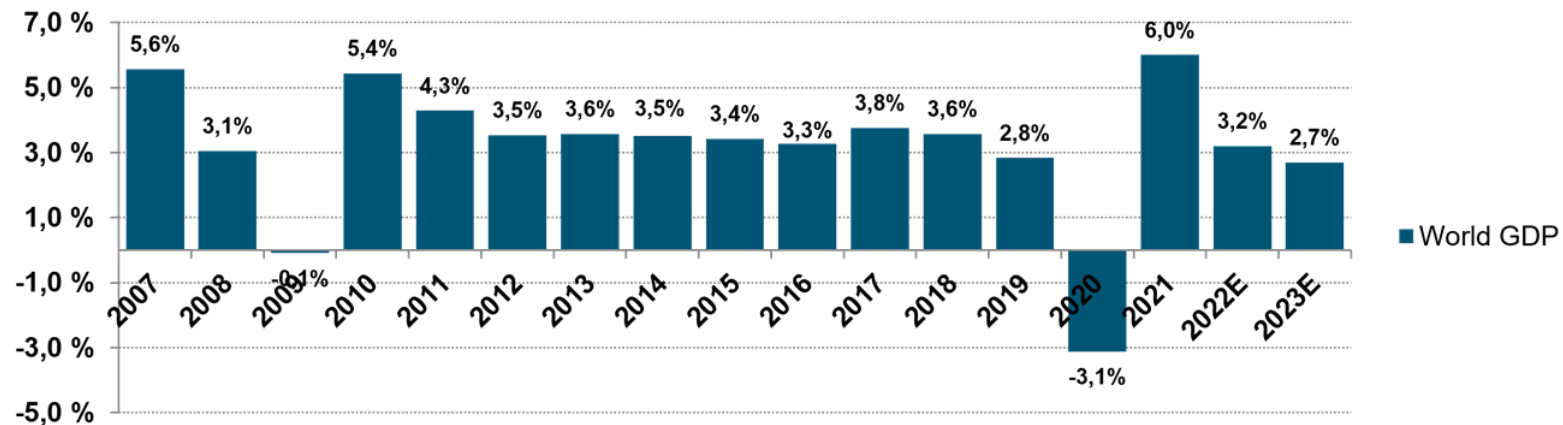
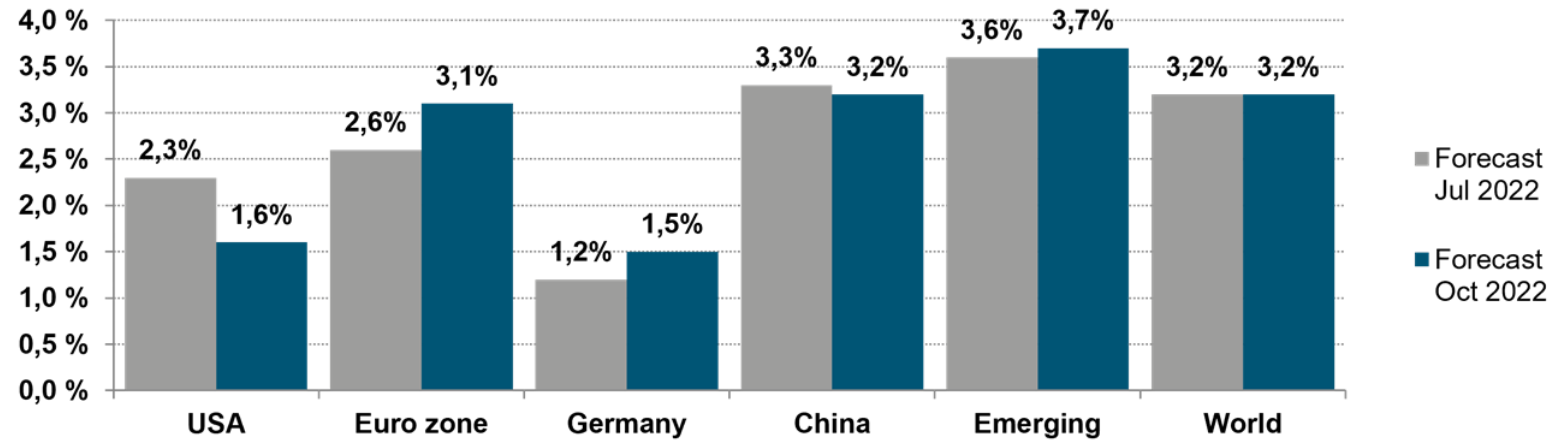
OECD Leading indicator

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 Sverige A	-0,22	-35,16	-35,16	9,19	10,94	17,94	17,84
ODIN Sverige B	-0,24	-35,33	-35,33	8,92	10,67	17,64	17,55
ODIN Sverige C	-0,26	-35,46	-35,46	8,71	10,45	17,14	16,61
ODIN Sverige D	-0,22	-35,17	-35,17	9,24	11,02	17,84	17,62
Indeks	-0,84	-21,91	-21,91	7,44	8,01	12,19	11,43

* Avkastning ut over 12 måneder er annualisert

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

	ODIN Sverige A	ODIN Sverige B	ODIN Sverige C	Benchmark
2022	-35,16	-35,33	-35,46	-21,91
2021	40,48	40,16	39,87	27,56
2020	43,12	42,76	42,49	24,63
2019	39,74	39,41	39,13	27,95
2018	-7,74	-7,99	-8,16	-7,44
2017	19,47	19,15	18,90	15,98
2016	6,86	6,61	6,40	-1,18
2015	39,01	38,66	38,16	15,99
2014	11,45	11,17	10,07	17,42
2013	55,44	55,05	53,53	37,51
2012	20,49	20,19	18,99	15,92

Porteføljeselskaper – 10 største



- presentert på engelsk



Atlas Copco

Company description:

Atlas Copco AB engages in the provision of sustainable productivity solutions. The firm offers compressors, vacuum solutions, generators, power tools, and assembly systems.

It operates through the following segments: Compressor Technique, Vacuum Technique, Industrial Technique, and Power Technique.

The Compressor Technique segment provides compressed air solutions, industrial compressors, gas and process compressors and expanders, air and gas treatment equipment, and air management systems.

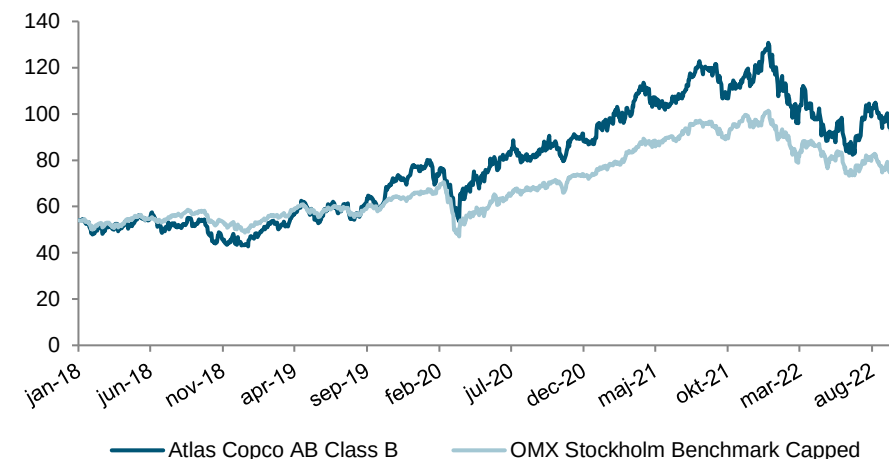
The Vacuum Technique segment deals with vacuum products, exhaust management systems, valves, and related equipment.

The Industrial Technique segment offers industrial power tools and systems, assembly solutions, quality assurance products, and software and services.

The Power Technique segment supplies air, power, and flow solutions through products such as mobile compressors, pumps, light towers, and generators along with a number of complementary products.

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Performance last 5 years



Atlas Copco AB Class B					Machinery		
Market Value (mill.)	631 732	Price	117,00		Price currency	SEK	
Net debt (mill.)	24 300				Reporting currency	SEK	
Enterprise Value (mill.)	656 032				FX rate (NOK)	0,95	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	116 421	95 363	103 756	99 787	110 912	139 413	149 754
EBIT (Operating Income) (mill.)	25 051	20 874	22 467	20 249	23 734	30 790	32 793
Net Income (mill.)	16 740	16 322	16 522	14 779	18 130	23 907	24 978
Price/Earnings	25,6	12,9	22,7	30,0	37,1	23,5	21,8
Price/Book Value	7,0	6,3	7,8	7,9	10,5	7,5	6,3
EV/EBIT	15,3	11,4	18,0	22,8	27,6	20,6	19,0
Return on Equity (%)	29,4	31,7	34,5	27,8	30,0	31,7	28,8
Dividend Yield (%)	2,1	3,6	3,1	1,8	1,4	1,9	2,1



Assa Abloy

Company description:

Assa Abloy AB engages in the provision of intelligent lock and security solutions. It operates through the following divisions: Europe, Middle East and Africa (EMEA), Americas, Asia Pacific, Global Technologies, and Entrance Systems.

The regional divisions, namely EMEA, Americas, and Asia Pacific manufacture and sell mechanical and electromechanical locks, digital door locks and smart home access solutions, high-security doors, fire doors and hardware adapted to the local market's standards and security requirements.

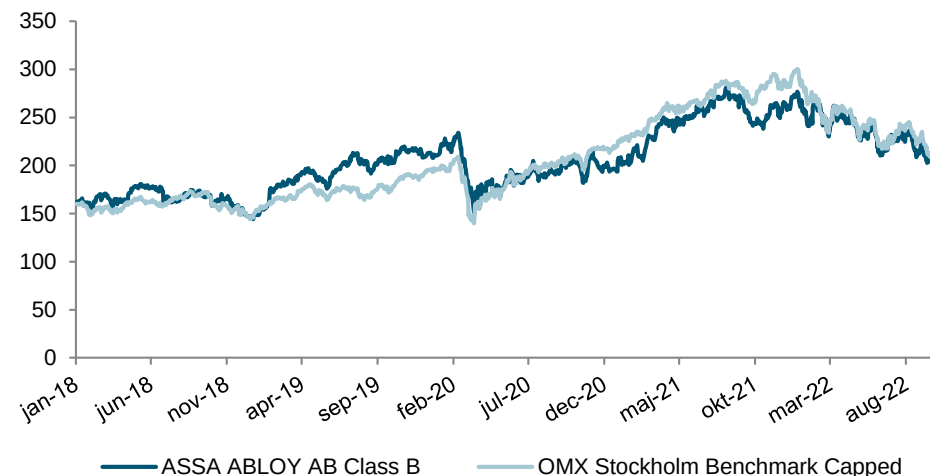
The Global Technologies division deals with access control systems, secure card issuance, identification technology, and hotel locks.

The Entrance Systems division offers entrance automation products and services.

The company was founded in 1994 and is headquartered in Stockholm, Sweden.

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Performance last 5 years



ASSA ABLOY AB Class B				Building Products			
Market Value (mill.)	253 634	Price	240,40	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	28 206			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	281 840			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	76 137	84 048	94 029	87 649	95 007	120 260	126 745
EBIT (Operating Income) (mill.)	12 017	13 054	14 644	12 076	14 488	18 550	19 802
Net Income (mill.)	8 633	2 753	9 993	9 171	10 900	13 199	13 748
Price/Earnings	26,6	50,0	26,7	22,0	32,9	20,2	19,0
Price/Book Value	4,0	3,5	4,2	3,6	4,6	3,4	3,1
EV/EBIT	17,6	15,5	18,6	20,8	22,9	15,8	14,4
Return on Equity (%)	17,6	5,4	18,0	15,5	17,0	17,0	16,2
Dividend Yield (%)	1,8	2,1	1,6	2,7	1,4	1,9	2,1



Essity

Company description:

Essity AB engages in the development, production, and marketing of personal care products. It operates through the following segments: Personal Care, Consumer Tissue, Professional Hygiene.

The Personal Care segment offers incontinence products, baby care, feminine care, and medical solutions.

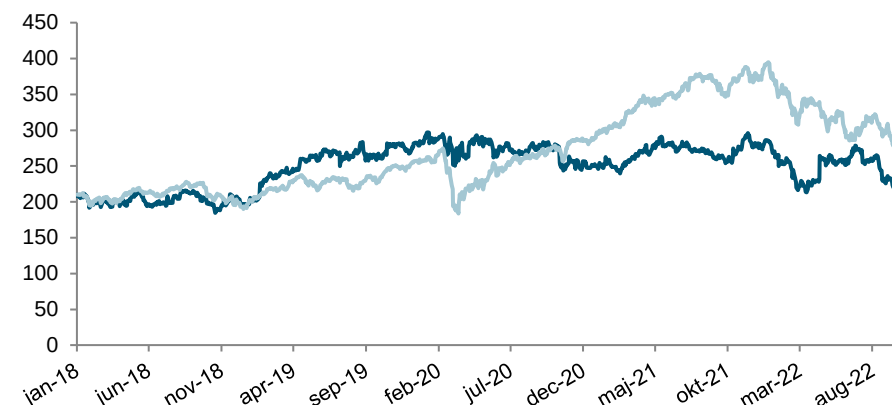
The Consumer Tissue segment consists of toilet paper, household towels, handkerchiefs, facial tissues, wet wipes, and napkins.

The Professional Hygiene segment comprises complete hygiene solutions, including toilet paper, paper hand towels, napkins, hand soap, hand lotion, hand sanitizers, dispensers, cleaning and wiping products, internet of things sensor technology, and service and maintenance.

The company was founded in 1929 and is headquartered in Stockholm, Sweden.

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Performance last 5 years



Essity AB Class B	Essity AB Class B	OMX Stockholm Benchmark Capped Household Products					
Market Value (mill.)	202 590	Price	288,30		Price currency	SEK	
Net debt (mill.)	68 729				Reporting currency	SEK	
Enterprise Value (mill.)	271 319				FX rate (NOK)	0,95	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	109 265	118 500	128 975	121 752	121 867	155 929	170 115
EBIT (Operating Income) (mill.)	12 676	12 162	15 136	16 664	11 778	11 618	16 678
Net Income (mill.)	8 116	7 886	9 216	10 228	8 620	5 481	10 503
Price/Earnings	43,1	20,7	21,4	18,0	22,4	25,9	18,5
Price/Book Value	4,3	3,3	4,1	3,3	3,6	3,3	3,0
EV/EBIT	17,4	17,4	17,8	14,2	22,9	23,0	15,6
Return on Equity (%)	21,5	17,6	18,2	18,9	15,1	12,6	16,0
Dividend Yield (%)		2,6	1,9	2,4	2,3	2,4	2,6



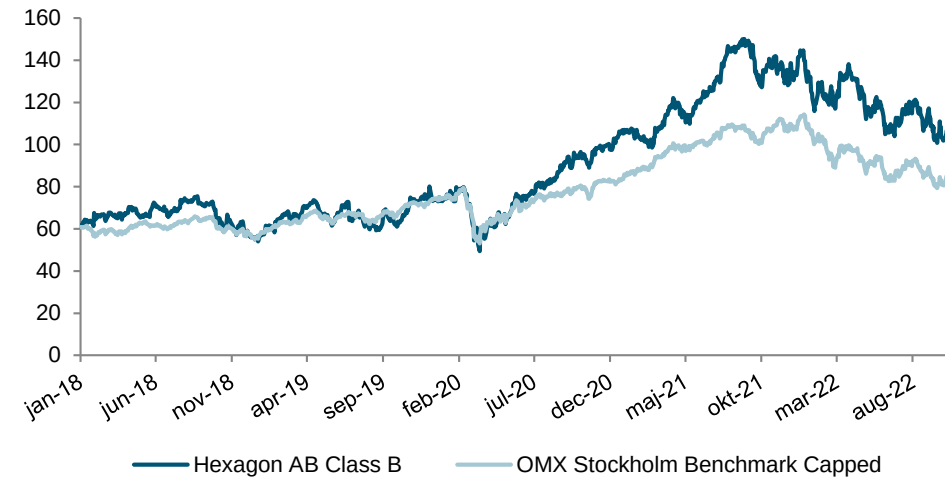
Hexagon

Company description:

Hexagon is a global provider of measurement, visualization, and design technologies. Their main segments are geospatial enterprise solutions and industrial enterprise solutions. The geospatial product portfolio consist of surveying, positioning, machine control, mapping, 3D scanning and public safety. The industrial solutions consist of sensors, CAD and CAM.

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Performance last 5 years



Hexagon AB Class B			1ic Equipment Instruments & Components				
Market Value (mill.)	308 443	Price	118,85		Price currency	SEK	
Net debt (mill.)	37 428				Reporting currency	EUR	
Enterprise Value (mill.)	345 871				FX rate (NOK)	0,95	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	3 471	3 761	3 908	3 771	4 347	5 167	5 318
EBIT (Operating Income) (mill.)	835	910	976	1 014	1 290	1 444	1 498
Net Income (mill.)	667	730	702	618	802	1 031	1 138
Price/Earnings	27,1	18,8	25,3	42,3	42,0	23,5	23,5
Price/Book Value	3,5	2,8	3,0	4,3	5,4	2,7	2,6
EV/EBIT	20,9	18,0	20,6	28,1	30,6	22,0	20,7
Return on Equity (%)	14,4	15,1	12,7	10,5	10,9	11,4	11,1
Dividend Yield (%)	1,1	1,4	1,2		0,7	1,1	1,2



Munters

Company description:

Munters Group AB engages in the provision of climate control solutions for commercial and industrial applications. It operates through the AirTech and FoodTech segments.

The AirTech segment offers energy-efficient air treatment.

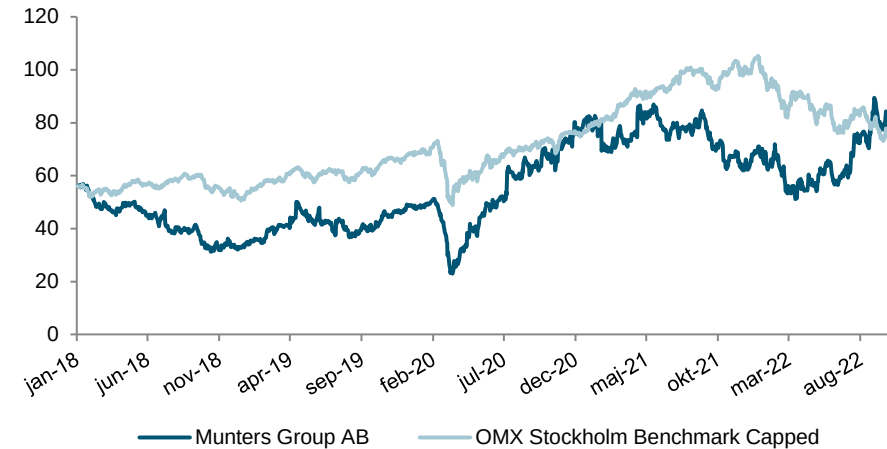
The FoodTech segment supply climate systems for livestock farming and greenhouses, as well as software for controlling and optimizing the entire food production value chain.

Its products include air intakes and inlets, combined temperature and humidity control, dehumidifiers, heat exchangers, mass transfer, climate and irrigation controllers, coolers and humidifiers, fans and light traps, heaters, and mist eliminators.

The company was founded by Carl Munters in 1955 and is headquartered in Kista, Sweden.

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Performance last 5 years



Munters Group AB				Building Products			
Market Value (mill.)	19 184	Price	104,00	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	3 456			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	22 640			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	6 604	7 122	7 153	7 015	7 348	10 135	11 994
EBIT (Operating Income) (mill.)	433	469	554	831	827	980	1 366
Net Income (mill.)	174	-105	282	426	513	631	934
Price/Earnings	-	16,8	-	56,6	23,2	25,9	19,7
Price/Book Value	2,9	1,5	2,4	4,0	3,0	3,9	3,4
EV/EBIT	20,9	18,8	21,1	20,3	18,0	23,9	16,7
Return on Equity (%)	7,7	-2,8	7,7	11,6	12,7	14,9	17,3
Dividend Yield (%)		0,9			1,0	1,0	1,4

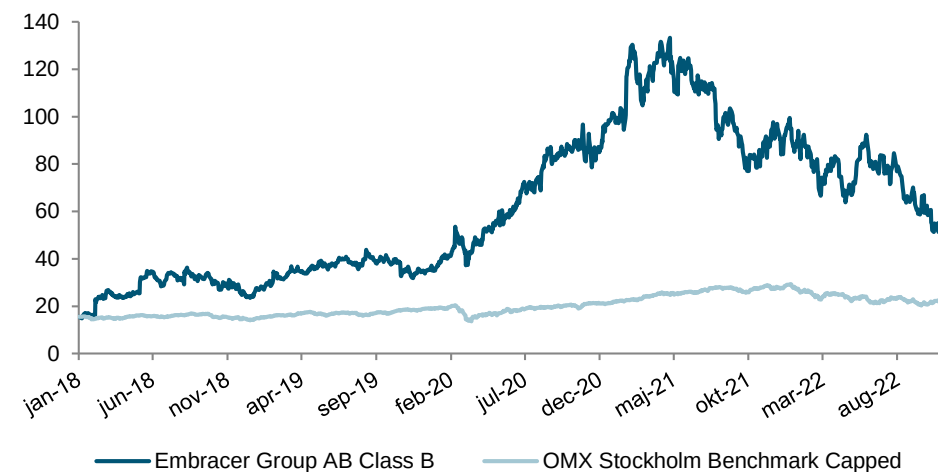


Embracer

Company description:

Embracer Group is the parent company of businesses developing and publishing PC and console games for the global games market. The company has almost 90 studios and more than 250 own IP's.

Performance last 5 years



Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Embracer Group AB Class B				Entertainment			
Market Value (mill.)	55 849	Price	46,86	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	12 535			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	68 384			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (March)	2017	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	508	5 754	5 249	9 024	17 037	37 628	43 367
EBIT (Operating Income) (mill.)	186	260	56	57	-4 493	8 869	11 146
Net Income (mill.)	139	397	285	287	-4 276	4 035	4 735
Price/Earnings	52,8	60,9	92,1	292,6	-	6,8	6,7
Price/Book Value	6,3	5,4	5,0	5,4	2,0	0,9	0,8
EV/EBIT	28,8	60,0	528,5	1458,2	-	7,5	5,9
Return on Equity (%)	19,6	11,7	4,7	1,7	-11,9	13,7	12,7
Dividend Yield (%)							



Fenix Outdoor

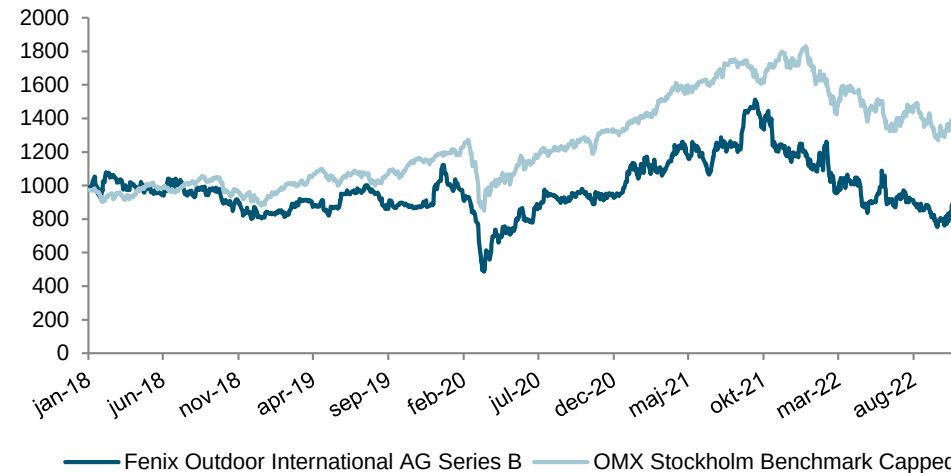
Company description:

Fenix Outdoor is one of the leading companies in the outdoor industry in Europe. The company operates through two segments: Brands and Retail.

The Brands segment offers backpacks, tents, sleeping bags and outdoor apparel under their main brand, Fjällräven, in addition to other, strong brands within outdoor.

The retail segment sells through online channel and retail stores in Sweden, Finland, Germany and Denmark.

Performance last 5 years



Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Fenix Outdoor International AG Series B					Specialty Retail		
Market Value (mill.)	10 253	Price	927,00		Price currency	SEK	
Net debt (mill.)	200				Reporting currency	EUR	
Enterprise Value (mill.)	10 453				FX rate (NOK)	0,95	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	540	572	607	563	650	748	779
EBIT (Operating Income) (mill.)	71	81	75	47	69	85	96
Net Income (mill.)	60	67	61	34	56	66	74
Price/Earnings	23,9	16,4	21,6	33,8	39,3	17,0	14,9
Price/Book Value	6,1	4,0	4,6	3,7	4,4	2,6	2,4
EV/EBIT	18,7	12,9	20,3	27,8	23,2	13,0	10,8
Return on Equity (%)	28,7	26,8	20,8	10,2	15,2	15,6	16,0
Dividend Yield (%)	0,8	1,2	1,0		2,0	2,0	2,6



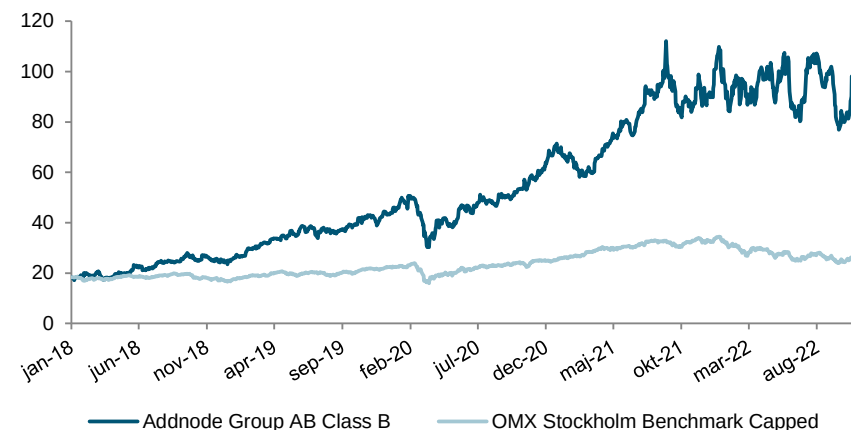
Addnode

Company description:

Addnode Group is an international company with Europe as a home market. In Europe Addnode is a leading provider of software and services for design, construction and product data information, as well as a leading supplier of document and case management systems to the Swedish and Norwegian public sector.

The Group's operations are conducted in the three business areas - Design Management, Product Lifecycle Management and Process Management.

Performance last 5 years



Addnode Group AB Class B				IT Services			
Market Value (mill.)	13 593	Price	104,10	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	659			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	14 252			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	2 520	2 942	3 434	3 807	4 077	6 007	6 685
EBIT (Operating Income) (mill.)	136	205	220	258	304	720	784
Net Income (mill.)	90	152	129	163	223	374	377
Price/Earnings	31,7	23,2	15,6	60,5	72,6	24,9	25,2
Price/Book Value	2,5	2,7	4,5	6,4	8,7	8,4	7,8
EV/EBIT	20,2	16,9	28,6	37,8	48,6	20,5	18,6
Return on Equity (%)	9,2	13,1	9,4	11,2	13,9	33,8	31,1
Dividend Yield (%)	3,0	2,2	1,4		0,6	1,8	2,1

Source: ODIN, Factset 2022-12-31



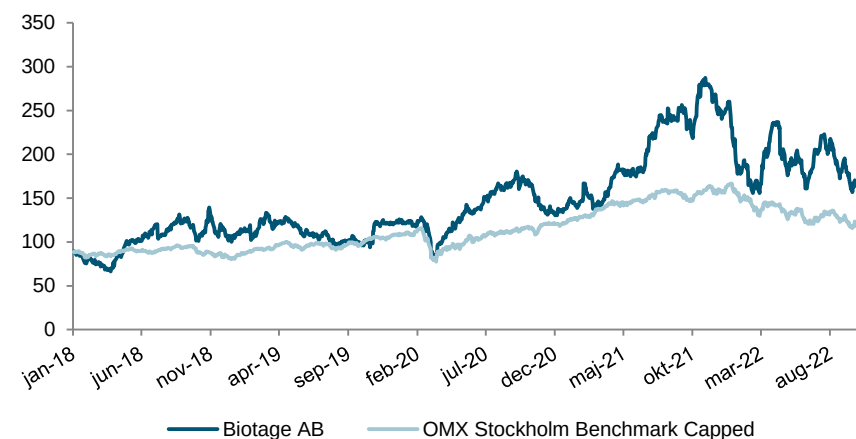
Biotage

Company description:

Biotage AB engages in the provision of separation and synthesis technology solutions. Its products and services include sample preparation, horizon food and environmental products, organic synthesis, peptide chemistry, flash purification, work-up products, evaporation and concentration, and service and support.

The company was founded by Pal Nyren, Carl Erik Mathias Uhlen, Mostafa Ronaghi, Bertil Pettersson, Neil Goldsmith and Bjorn Ekstrom in 1969 and is headquartered in Uppsala, Sweden.

Performance last 5 years



Source: ODIN, Factset 2022-12-31

Biotage AB				Life Sciences Tools & Services			
Market Value (mill.)	11 541	Price	174,90	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	-138			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	11 403			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	748	911	1 101	1 092	1 232	1 600	1 832
EBIT (Operating Income) (mill.)	140	170	215	219	260	382	402
Net Income (mill.)	139	168	187	175	205	253	297
Price/Earnings	44,7	40,4	41,3	60,7	84,0	42,6	35,6
Price/Book Value	9,5	10,5	9,3	9,2	15,7	7,6	6,9
EV/EBIT	37,6	41,2	37,5	40,6	65,7	29,5	27,7
Return on Equity (%)	23,7	25,6	23,7	18,8	17,4	17,9	19,4
Dividend Yield (%)	1,5	1,3	1,2		0,6	1,1	1,3



AQ Group

Company description:

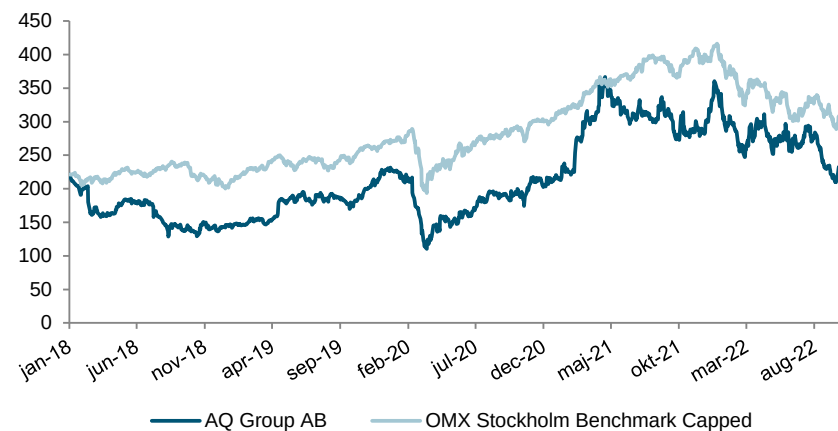
AQ Group AB engages in the manufacture of components and systems for the industrial customers. It operates through the Component and System segments.

The Component segment offers transformers, cabling, mechanical details, sheet metal processing, and injection molded thermoplastic.

The System segment produces systems, automation, and power solutions, as well as complete machines in close cooperation with customers.

The company was founded by Per-Olof Andersson and Claes Mellgren in 1994 and is headquartered in Vasteras, Sweden.

Performance last 5 years



AQ Group AB				Electrical Equipment			
Market Value (mill.)	6 010	Price	328,50	Price currency	SEK		
Net debt (mill.)	849			Reporting currency	SEK		
Enterprise Value (mill.)	6 859			FX rate (NOK)	0,95		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	4 020	4 667	5 113	4 819	5 471	-	-
EBIT (Operating Income) (mill.)	238	227	325	325	386	-	-
Net Income (mill.)	204	151	261	315	366	-	-
Price/Earnings	17,0	22,6	16,0	14,5	17,9	-	-
Price/Book Value	2,6	1,6	2,1	1,8	2,6	-	-
EV/EBIT	17,5	13,6	15,2	13,1	18,6	-	-
Return on Equity (%)	13,1	8,8	13,8	15,1	15,3	-	-
Dividend Yield (%)	1,3	1,8	1,2			-	-

Source: ODIN, Factset 2022-12-31

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 Sverige

På vegne av våre kunder, er ODIN en aktiv og ansvarsfull forvalter med fokus på langsiktig verdiskaping. I Europa finner vi mange av verdens beste virksomheter og europeiske bedrifter er kjent for å være både innovative og konkurransedyktige. Eksportrettet virksomhet er et viktig element i europeisk næringsliv. Samtidig har de europeiske selskapene en kultur og tradisjon som vi er godt kjent med her i Norden.

Gjennom aksjefondet ODIN Europa kan også du ta del i verdiskapingen som skjer i det du ta del i verdiskapingen som skjer i det europeiske næringslivet.

Fondet har andelsklasser.

Klasse	A	B	C
Etableringsdato	27.11.2015	27.11.2015	31.10.1994
Basisvaluta	NOK	NOK	NOK
Forvaltningshonorar	0,75%	1,00%	1,20%
Tegn./innløsningsgebyr	0,00%	0,00%	0,00%
Minste tegningsbeløp	10 000 000 NOK	1 000 000 NOK	100 NOK
Referanseindeks	OMXSB Cap GI		

Om forvalter



Senior porteføljeforvalter **Jonathan Schönbäck** har jobbet i ODIN siden juli 2019, og overtok som ansvarlig forvalter for ODIN Sverige 9. juni 2020.

Tidligere har Jonathan arbeidet i Handelsbanken der han var en del av Selektivforvaltningen siden 2008. Jonathan arbeidet da med fokuserte kvalitetsinvesteringer med en langsiktig investeringshorisont. Han var involvert i alle fond under selektiv konseptet.

Fra juni 2013 var han hovedansvarlig for AstraZeneca Allemansfond. Fra januar 2014 var han hovedansvarlig for Sverige Selektiv, som var blant Sveriges beste fond på 5 års historikk da han sluttet i mai 2019. Jonathan var også sentral i utviklingen av en screening- og analysemodell som benyttes som grunnlag for Selektivforvaltningen fra 2017 fram til han sluttet.

Han forvalter også ODIN Small Cap, og har gjort det siden fondets etablering i januar 2020.



Porteføljeforvalter **Hans Christian Bratterud** har jobbet i ODIN siden mars 2018, og ble medforvalter for ODIN Sverige 14. august 2020.

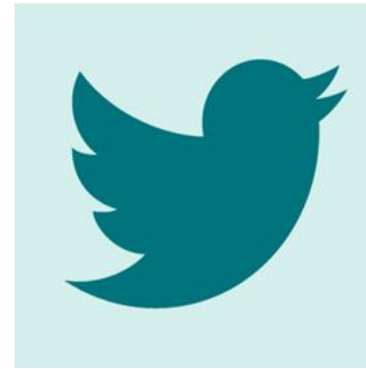
Hans Christian er utdannet økonom med spesialisering i finans, og jurist med spesialisering i M&A og kapitalmarkedsrett, fra Uppsala universitet. Hans Christian har over seks års erfaring med finansiell analyse og verdivurdering i EY (Ernst & Young), Stockholm, senest som Senior Manager innen Transaction Advisory Services.

Han har også jobbet i Carnegie, DNB Markets og Swedbank.

Hans Christian er også medforvalter for ODIN Small Cap siden august 2020.

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**

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