

First Veritas

Kvalitet til fornuftig pris

– En regelstyrt tilnærming

Månedssrapport januar 2026

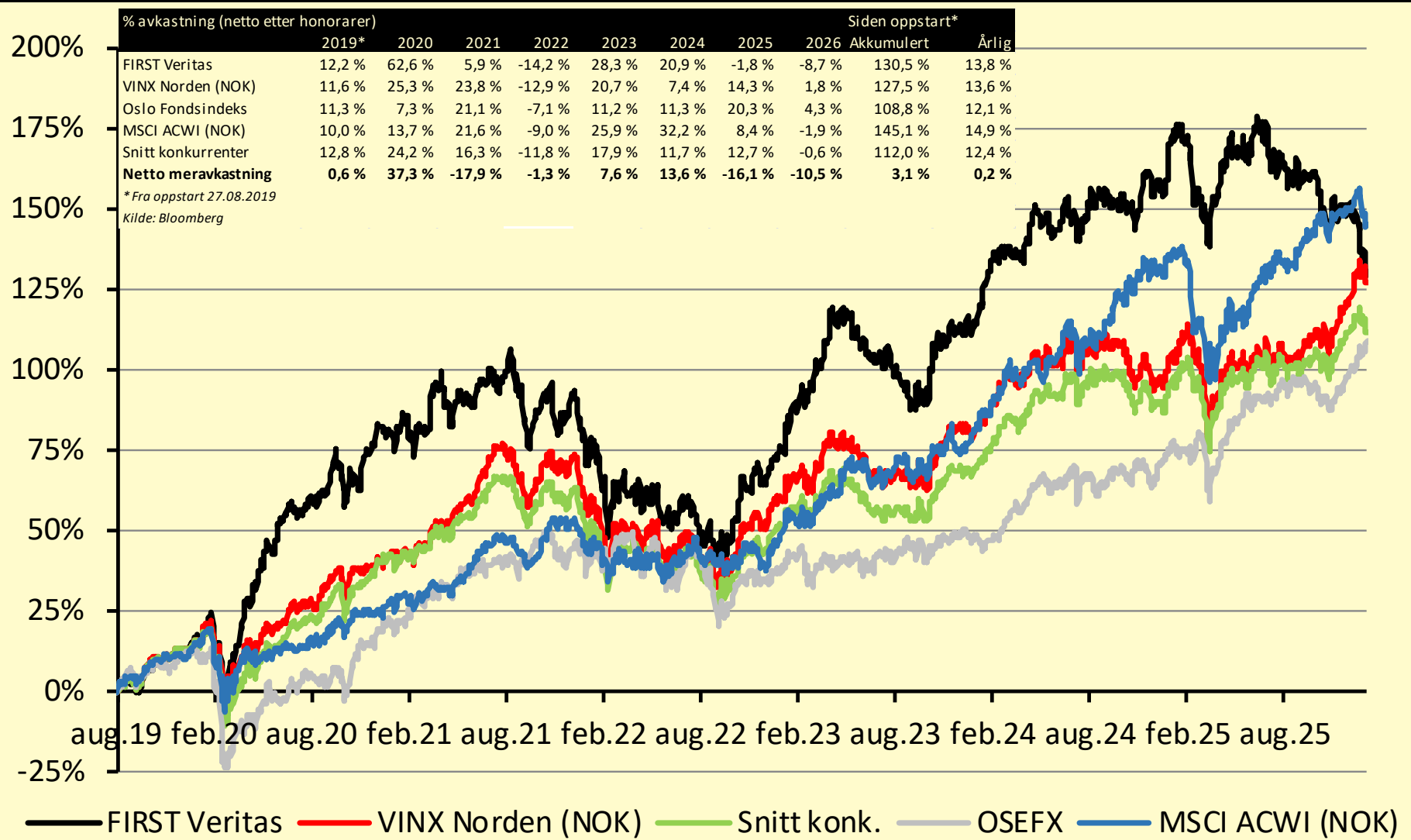
Important information

This is marketing communication and should not be regarded as an offer or invitation or recommendation to subscribe or purchase any securities. This presentation is only intended for institutional and private investors resident in Norway, where the fund is authorized for marketing. Please refer to the relevant fund's prospectus and KIID before making any final investment decisions. The documents are available at www.firstfondene.no. Upon subscription you will receive units in the fund and not directly in the underlying assets.

Historical returns are no guarantee for future returns. Future returns will, amongst other things, depend on the market, the skill of the fund manager, the risk level of the mutual fund, and costs associated with subscription, management and redemption. Returns can be negative as a result of price decreases. Effective interest rates can change from day to day and are therefore no guarantee of return for the period for which they are calculated. Exchange rate fluctuations will affect the value of the fund if underlying investments are done in a currency other than the one in which the fund is listed. The company is not responsible for any damages or errors that are due to incidents that are beyond its control.

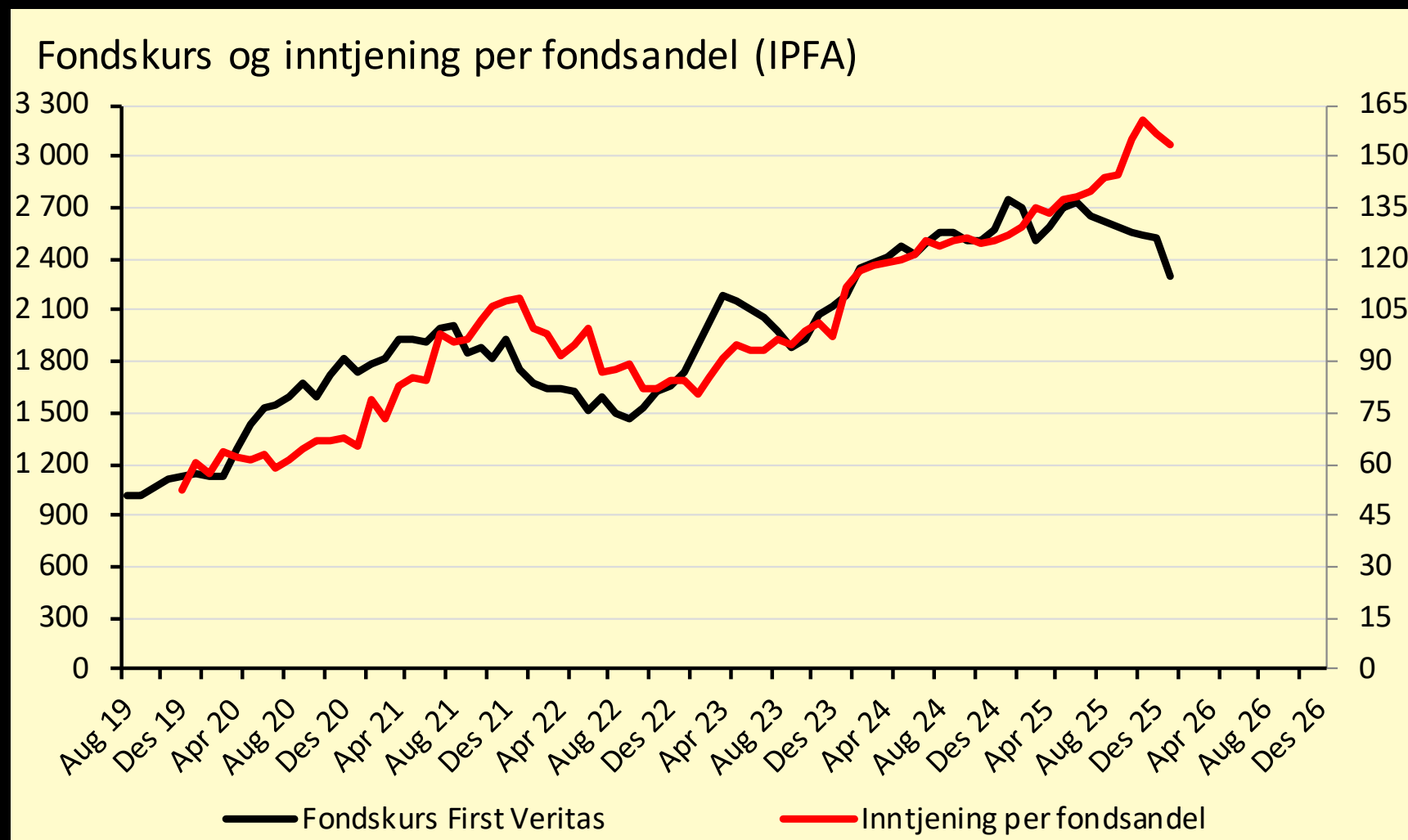
Avkastning mot indeks og konkurrenter

IF



Inntjening per fondsandel og fondskurs

IF



Årlig vekst

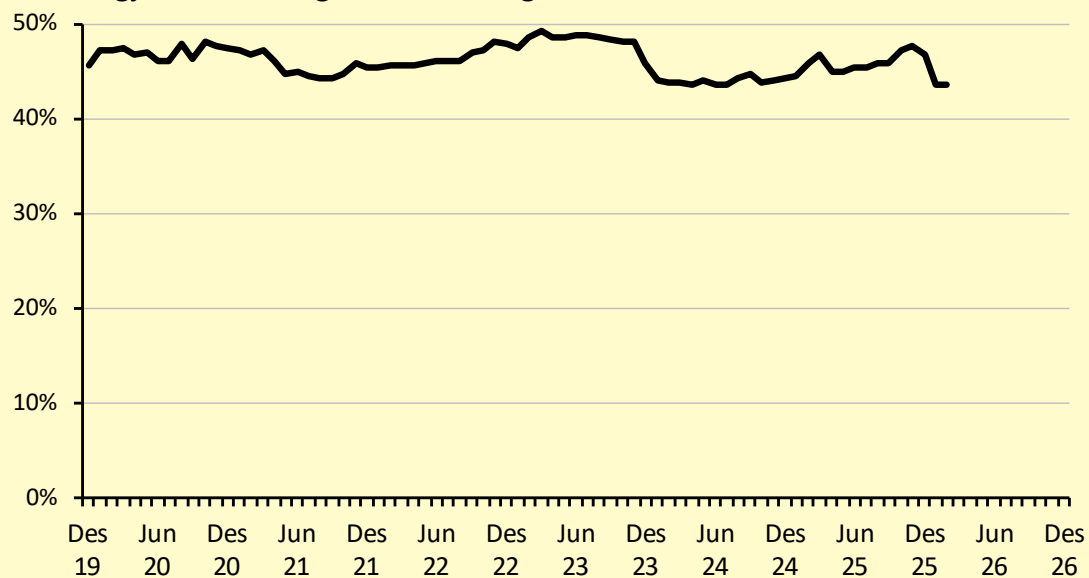
IPFA	19,4 %
Fondskurs	13,8 %
IPFA siste 12 mnd	21,0 %
Fondskurs S12M	-16,1 %

Månedlige variasjoner
trenger ikke skyldes
underliggende forhold

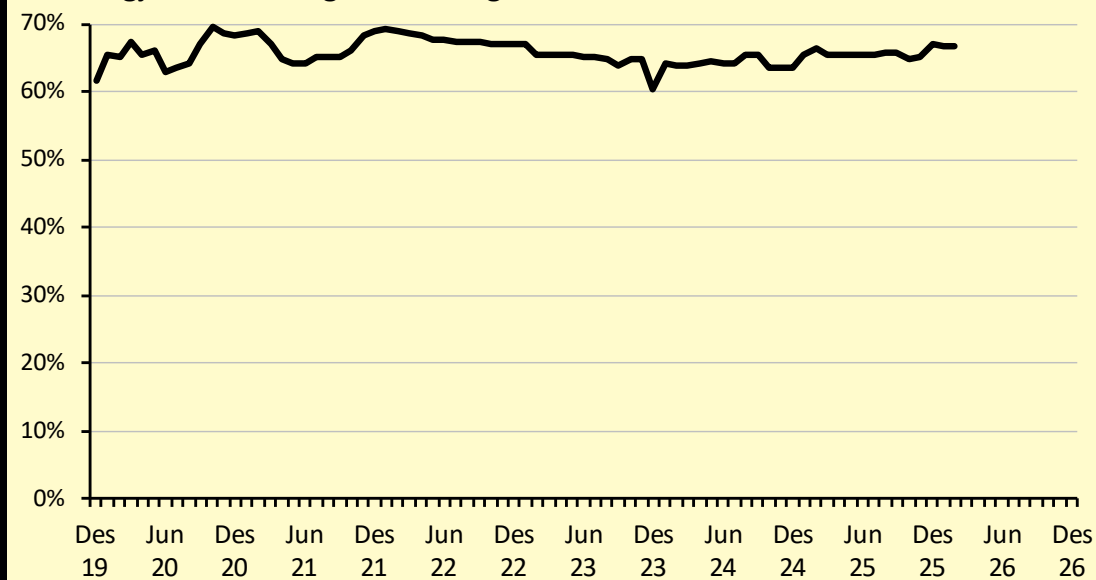
Over tid bør de dog
følge hverandre

Ganske logisk i grunn

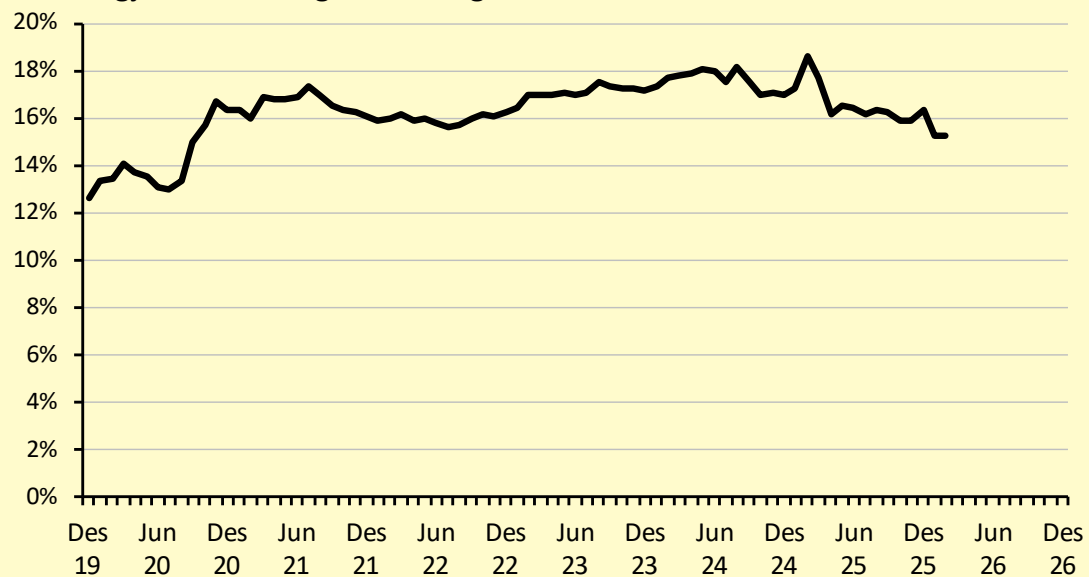
10-års gjennomsnittlig EK-avkastning



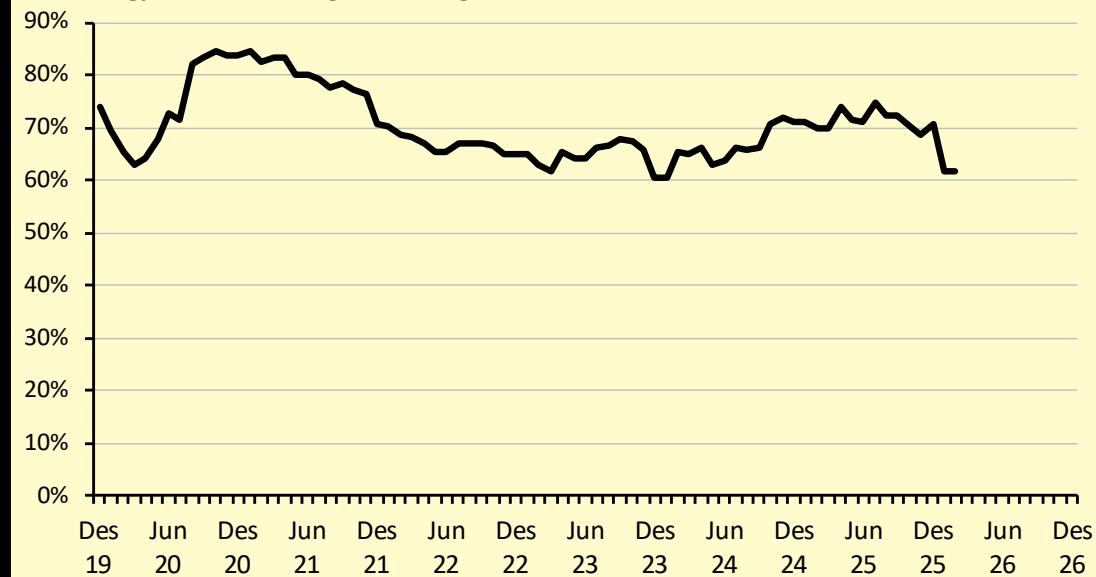
10-års gjennomsnittlig bruttomargin



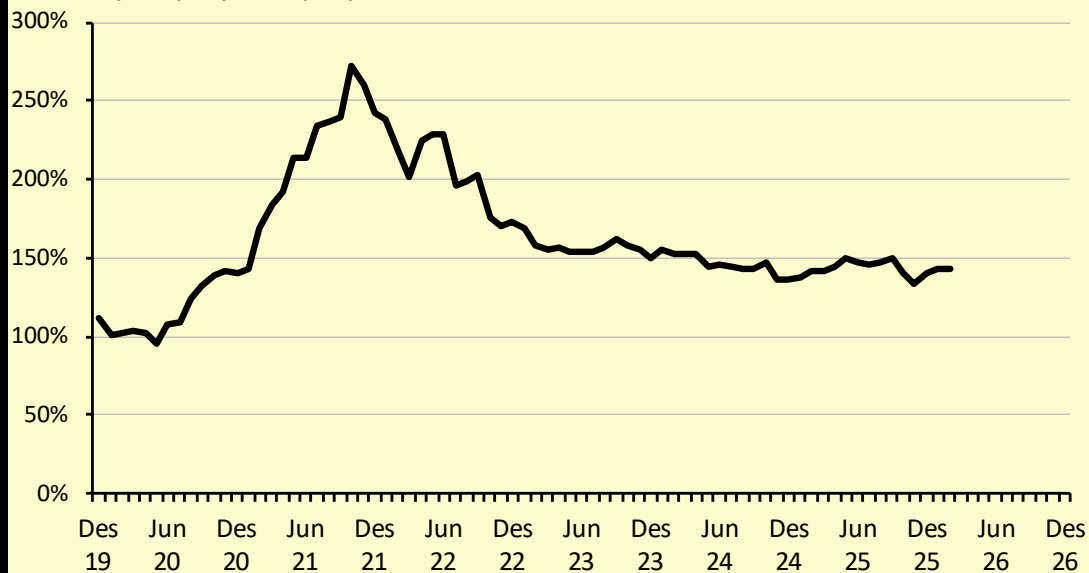
10-års gjennomsnittlig omsetningsvekst



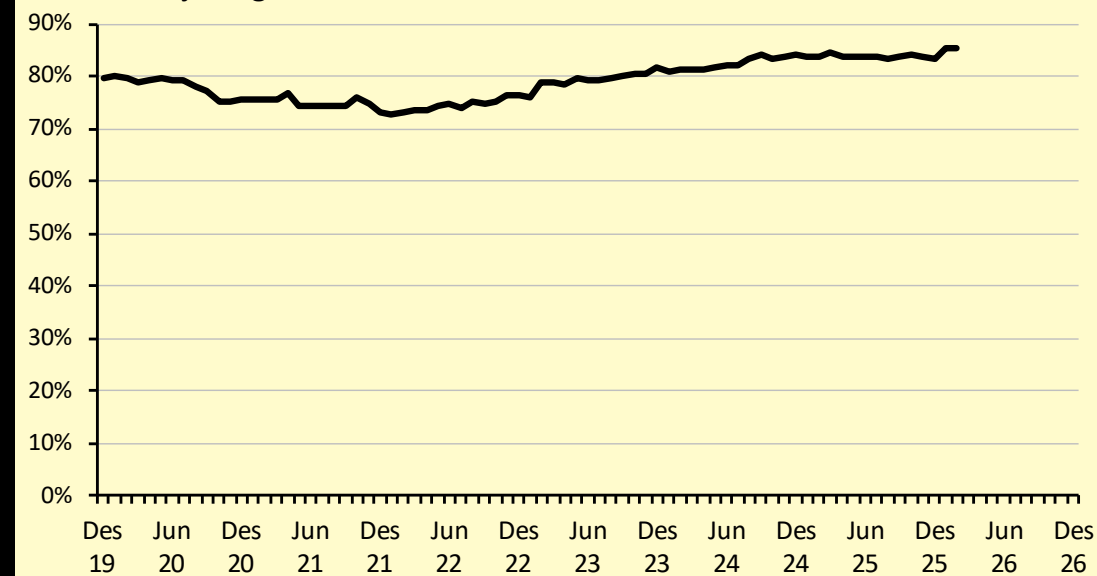
10-års gjennomsnittlig kontantgrad (cash-conversion)



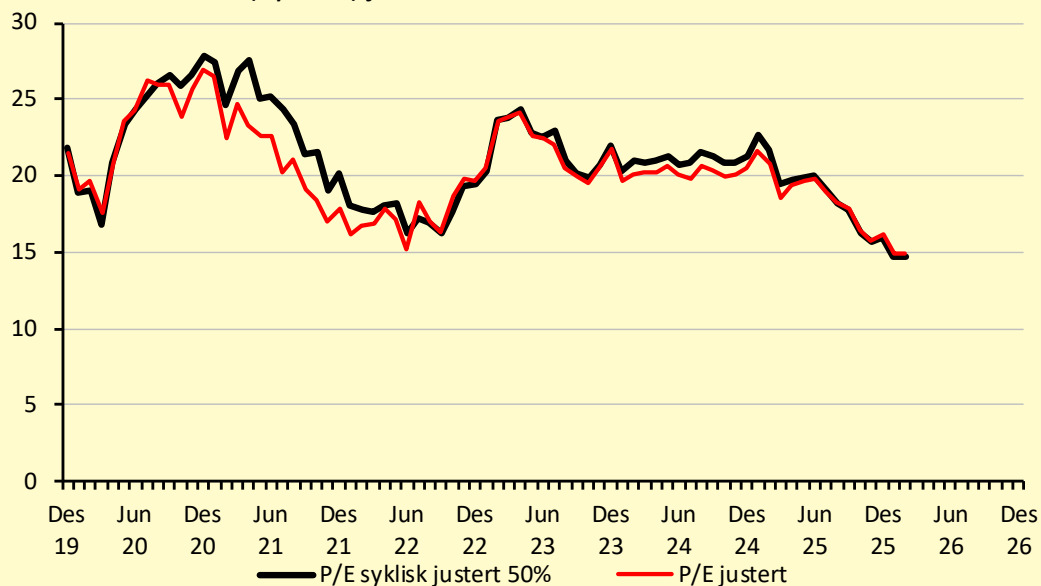
Solidity: Equity / (Equity + NIBD) - Snitt S12M



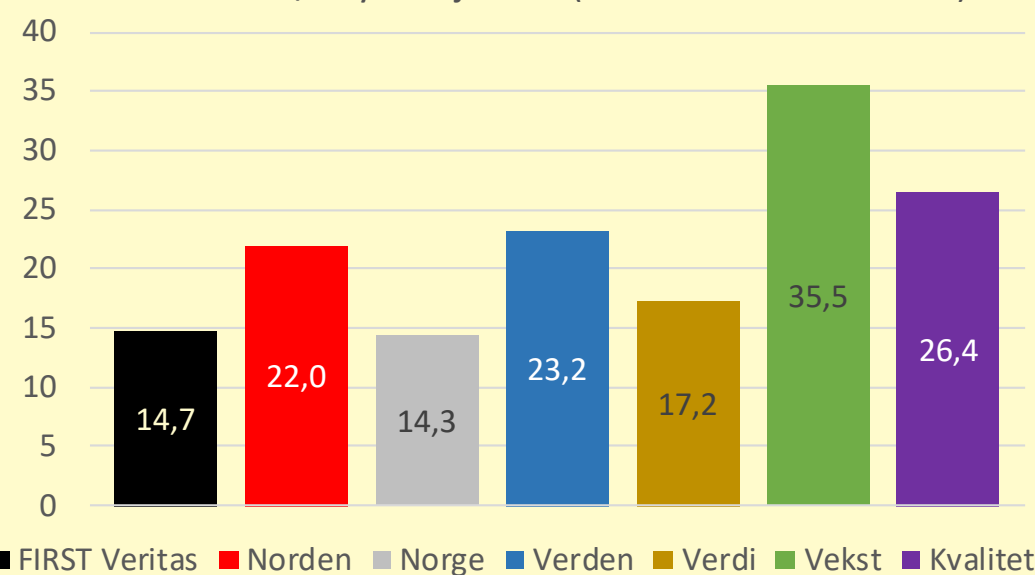
10-års inntjeningsstabilitet



Verdsettelse - P/E (syklisk) justert rullerende 12 mnd



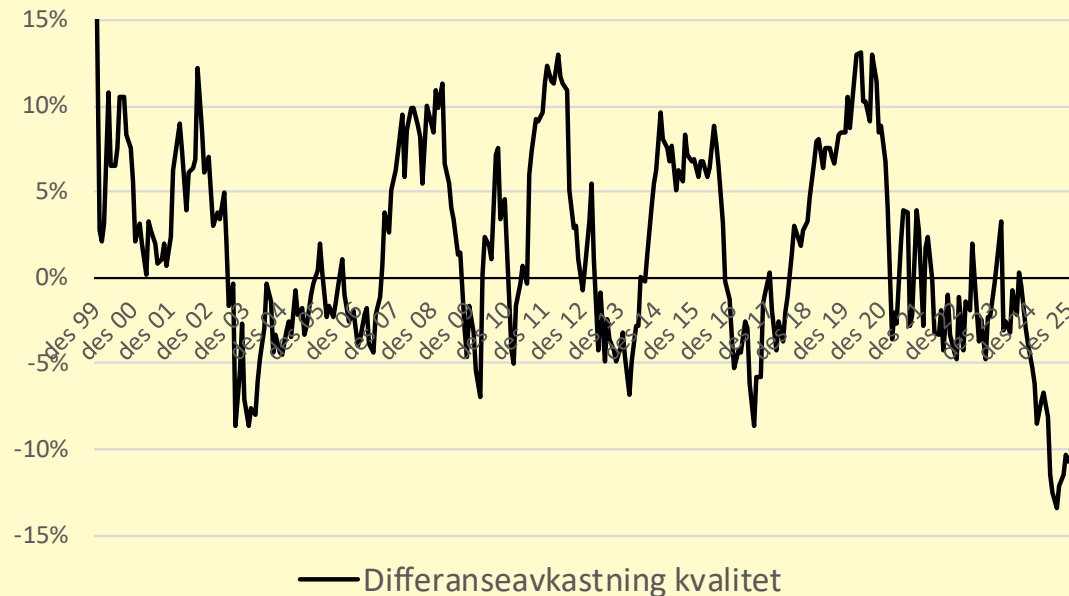
Verdsettelse - P/E syklisk justert (rullerende 12 måneder)



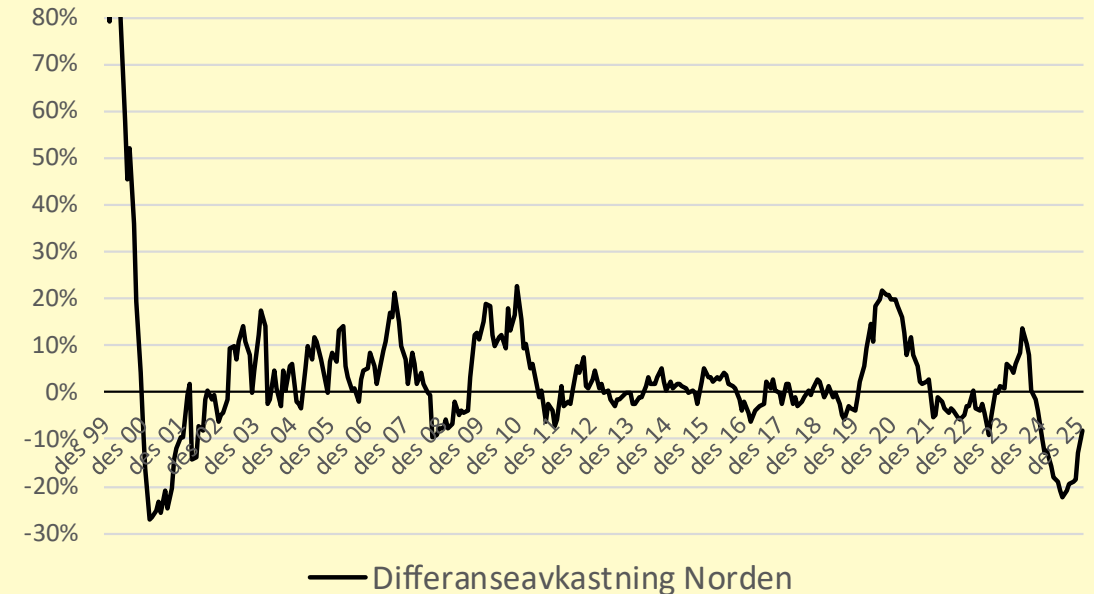
Hvor populært er kvalitet og Norden nå?

F

Meravkastning MSCI Europe Quality mot MSCI Europe 12m



Meravkastning MSCI Nordic mot MSCI Europe 12m



Porteføljen (topp 10) med nøkkeltall

IF

Selskap	Portefølje vekt	Egenkapital avkastning	Brutto margin	Vekst omsetning	Kontant grad	Stabilitet (resultat)	Solditet (balanse)	P/E S12M sykl. just.	EPS vekst siste år	Utbytte siste år	Reprising & øvrig	Aksjekurs siste år	År etablert
Bouvet	9,59 %	71,6 %	35,6 %	12,3 %	97,7 %	93,1 %	238 %	14,7	2,1 %	6,4 %	-33,3 %	-24,8 %	1995
Pandora	8,83 %	81,0 %	77,4 %	12,7 %	8,5 %	82,6 %	21 %	8,6	9,6 %	3,6 %	-72,6 %	-59,4 %	1982
Evolution	8,39 %	29,0 %	81,6 %	39,1 %	10,4 %	79,1 %	120 %	9,2	-0,5 %	5,2 %	-34,9 %	-30,2 %	2006
Novo Nordisk	7,52 %	78,3 %	83,9 %	13,3 %	35,0 %	83,2 %	66 %	15,4	12,7 %	3,2 %	-54,5 %	-38,7 %	1923
Bahnhof	7,25 %	37,3 %	29,5 %	13,6 %	102,6 %	94,6 %	500 %	24,2	-1,3 %	3,8 %	-6,8 %	-4,3 %	1994
Avanza	6,84 %	39,3 %	79,1 %	19,7 %	128,5 %	76,4 %	85 %	19,1	13,4 %	3,4 %	-8,3 %	8,4 %	1999
Betsson	5,70 %	21,7 %	66,7 %	12,4 %	76,0 %	82,3 %	123 %	7,5	7,3 %	7,7 %	-42,5 %	-27,5 %	1963
Admicom	5,57 %	27,6 %	95,3 %	21,3 %	68,9 %	76,9 %	124 %	18,6	-2,2 %	0,8 %	-20,8 %	-22,2 %	2004
Elisa	5,56 %	30,0 %	62,7 %	3,6 %	67,8 %	97,4 %	46 %	15,8	0,5 %	6,2 %	-8,1 %	-1,4 %	1882
Sagax	5,34 %	18,4 %	100,0 %	14,9 %	-73,8 %	94,8 %	50 %	15,6	7,0 %	1,8 %	-27,8 %	-19,0 %	2004
Coloplast	5,23 %	51,1 %	67,9 %	6,5 %	26,3 %	94,9 %	42 %	19,9	6,1 %	4,3 %	-43,6 %	-33,2 %	1954
FIRST Veritas	99,0 %	43,8 %	66,8 %	15,1 %	61,5 %	85,4 %	142 %	14,8	21,0 %	4,1 %	-37,2 %	-16,1 %	1977

FIRST Veritas hadde i januar en avkastning på minus 8.7% sammenligna med referanseindeksen som steg 1.8%. Svakeste bidragsytere var Pandora og Betsson.

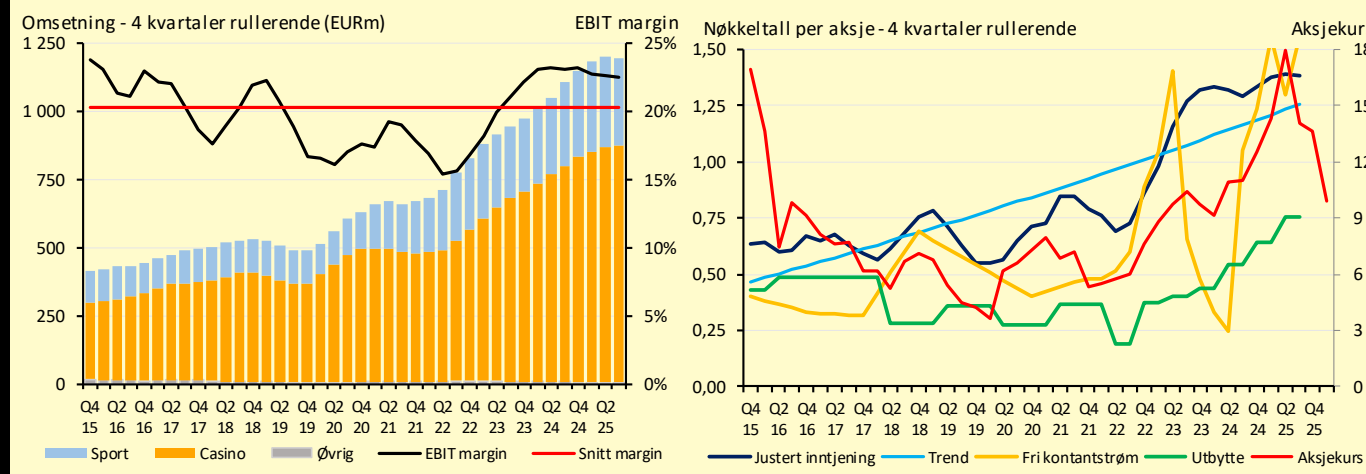
Hva har gått galt siste året?

1. Kvalitet har underprestert mot børsen. Selvom det har stabilisert seg siste månedene så har det vært en negative bidragsyter (relativt) om vi ser over siste året.
2. Noen av selskapene i fondet har gått gjennom interne og eksterne utfordringer. Jeg skal bruke de neste slidene på å gå gjennom de selskapene som har gjort det svakest.

Men den korte konklusjonen er at i enkelte perioder har selskaper ulike interne og/eller eksterne utfordringer. Da er det mange som tenker at *this time is different*, og dermed kan effektene i aksjemarkedet bli (for) store. Var gjennom dette i 2021/22 også der bla. Avanza, AF Gruppen, Kindred, Betsson, SimCorp, Kone, Elmera hadde sine utfordringer. Når vi ser tilbake på det så klarte selskapene seg i sum veldig bra (unntaket var Elmera) og løste sine utfordringer på egenhånd og/eller ved at markedet endra karakteristikk

Inntjening per fondsandel var NOK 153.9, som er ned fra NOK 156.60 i des og opp 21% Å/Å

Betsson	S10Å	S12M	Nøkkeltall	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Avkastningsdrivere	
Kvalitet			Omsetning	280	307	294	304	296	1 år	
EK-avkastning	21,7 %	22,0 %	-vekst Å/Å	18 %	22 %	18 %	12 %	6 %	EPS vekst	7,3 %
Bruttomargin	66,7 %	64,3 %	Bruttoresultat	179	200	188	194	190	Utbytte	5,4 %
Omsetningsvekst	12,4 %	14,1 %	-margin	63,8 %	65,3 %	64,0 %	63,8 %	64,2 %	Reprising/øvrig	-40,0 %
Kontantgrad (CC)	76,0 %	112,9 %	EBIT justert	65	70	64	69	67	Avkastning	-27,3 %
Stabilitet (resultater)	82,3 %		-margin	23,0 %	22,9 %	21,8 %	22,7 %	22,6 %	10 år	
Soliditet (balanse)		123 %	-vekst Å/Å	15 %	23 %	11 %	8 %	4 %	Årlig EPS vekst	7,1 %
Pris									Utbytte	4,8 %
P/E justert S12M		7,1	EPS justert	0,33	0,37	0,33	0,36	0,33	Reprising/øvrig	-9,4 %
P/E syklisk justert (50%) S12M		7,5	-vekst Å/Å	-9 %	14 %	14 %	4 %	-1 %	Årlig avkastning	2,4 %



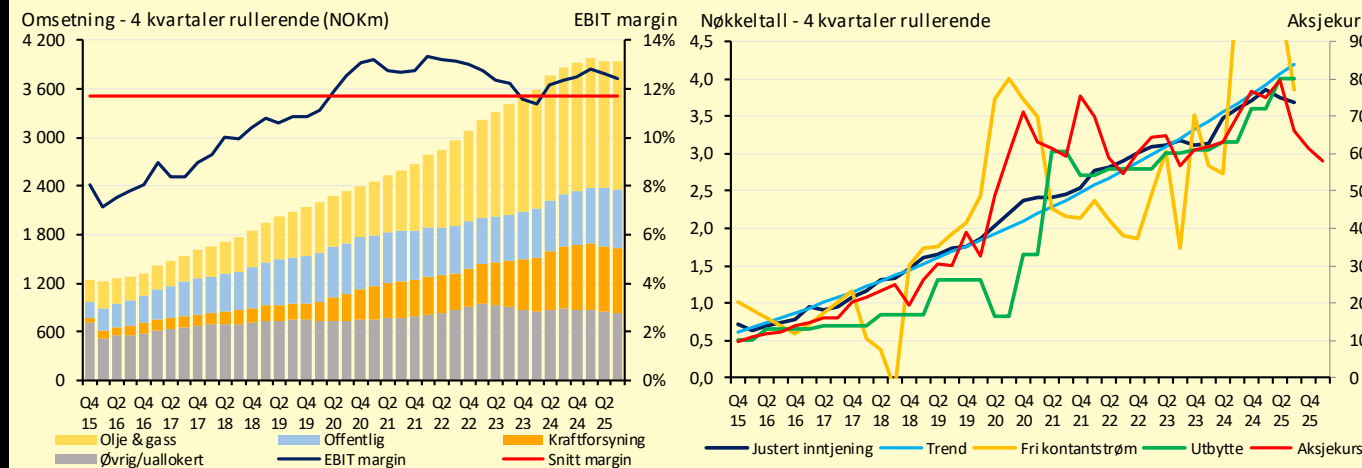
Betsson kom med et resultatvarsel for Q4, der B2B virksomheten (som har høy margin) hadde et svakt kvartal drevet av Tyrkia.

EPS i Q4 vil være ned rundt 20-30%, og gitt at aksekursen er ned tilsvarende betyr det at markedet forventer tilsvarende nedgang neste kvartalene (om vi antar uforandra P/E)

Betsson har over lang tid investert i å bygge opp B2C virksomhet i øvrig Europa og Latin-Amerika for å minske eksponering mot Tyrkia som opplagt har usikkerhet.

Selskapet kjøper tilbake aksjer, det er VM-sluttspill seinere i år. Aksjen er lavt verdsatt

Bouvet	S10Å	S12M	Nøkkeltall	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Avkastningsdrivere	
Kvalitet			Omsetning	879	1 026	1 075	969	870	1 år	
EK-avkastning	71,6 %	88,8 %	-vekst Å/Å 	13 % 	6 % 	6 % 	-3 % 	-1 %	EPS vekst	2,1 %
Bruttomargin	35,6 %	36,6 %	Bruttoresultat	343	373	395	353	320	Utbytte	5,9 %
Omsetningsvekst	12,3 %	1,9 %	-margin	39,0 %	36,3 %	36,7 %	36,5 %	36,8 %	Reprising/øvrig	-32,4 %
Kontantgrad (CC)	97,7 %	104,8 %	EBIT justert	101	119	155	123	92	Avkastning	-24,4 %
Stabilitet (resultater)	93,1 %		-margin	11,5 %	11,6 %	14,4 %	12,7 %	10,5 %	10 år	
Soliditet (balanse)		238 %	-vekst Å/Å 	26 % 	12 % 	15 % 	-9 % 	-9 %	Årlig EPS vekst	18,7 %
Pris			EPS justert	0,75	0,90	1,18	0,92	0,68	Utbytte	4,2 %
P/E justert S12M		15,8	-vekst Å/Å 	22 % 	11 % 	16 % 	-10 % 	-10 %	Reprising/øvrig	1,8 %
P/E syklisk justert (50%) S12M		14,8							Årlig avkastning	24,7 %



Bouvet har rapportert lavere vekst siste kvartalene enn hva de har gjort historisk. Dette skyldes et svakere marked for IT-konsulenter, blant annet innen energi der Bouvet er store.

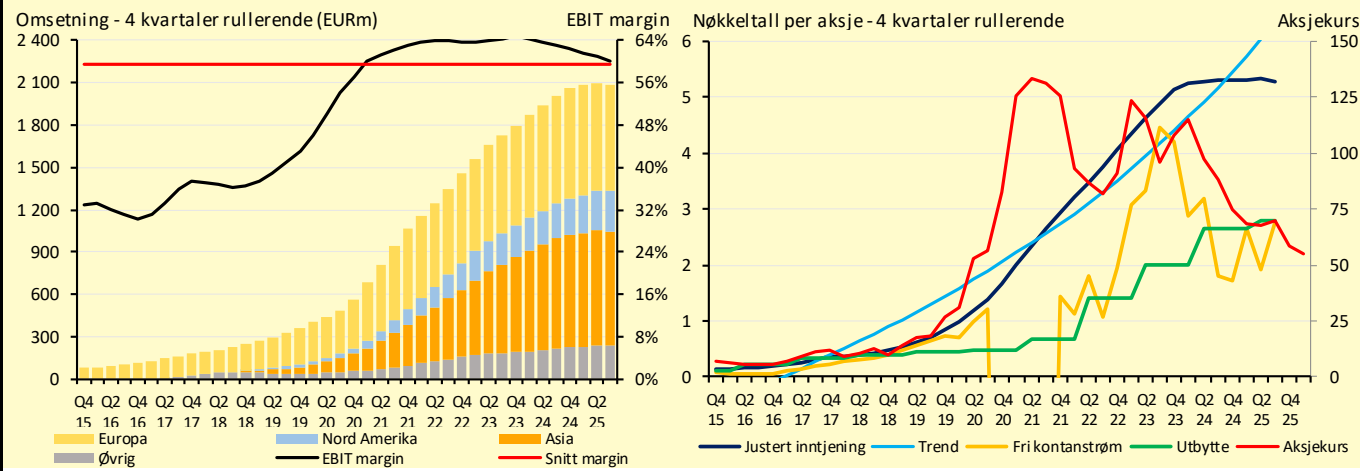
Det kan virke som markedet tror Bouvet er en AI-taper da AI gjør det enklere å kode. Selv om det er modellen som styrer, tror jeg Bouvet kommer til å håndtere dette veldig bra og faktisk heller kan bruke dette til sin fordel.

Bouvet har signert et par nye avtaler i det siste og jeg tror utsiktene for 2026 er positive og med lav verdsettelse kan det være lov å håpe at aksjen kan revangere seg også

Evolution

F

Evolution	S10Å	S12M	Nøkkeltall	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Avkastningsdrivere	
Kvalitet			Omsetning	519	534	521	524	507	1 år	
EK-avkastning	29,0 %	27,9 %	-vekst Å/Å 	15 % 	12 % 	4 % 	3 % 	-2 %	EPS vekst	-0,5 %
Bruttomargin	81,6 %	82,0 %	Bruttoresultat	431	447	425	425	413	Utbytte	4,4 %
Omsetningsvekst	39,1 %	4,1 %	-margin	83,0 %	83,7 %	81,6 %	81,1 %	81,5 %	Reprising/øvrig	-33,0 %
Kontantgrad (CC)	10,4 %	52,2 %	EBIT justert	325	332	309	312	302	Avkastning	-29,1 %
Stabilitet (resultater)	79,1 %		-margin	62,6 %	62,2 %	59,3 %	59,5 %	59,6 %	10 år	
Soliditet (balanse)		120 %	-vekst Å/Å 	11 % 	8 % 	-3 % 	-1 % 	-7 %	Årlig EPS vekst	46,4 %
Pris									Utbytte	1,8 %
P/E justert S12M		10,3	EPS justert	1,33	1,39	1,29	1,32	1,29	Reprising/øvrig	-20,8 %
P/E syklisk justert (50%) S12M		9,4	-vekst Å/Å 	3 % 	1 % 	-1 % 	2 % 	-4 %	Årlig avkastning	27,4 %



Evolution har vokst mindre siden 2023 drevet av både høyere base å vokse fra, høyere skattesats, såkalt “ringfencing” i Europa, “cyberattacks” i Asia. I tillegg er flere bekymra for at predictionmarkets vil ta markedsandel fra online gambling.

Evolution er klar markedsleder i et marked som vokser betydelig. Selv om de opplagt har hatt noen utfordringer så tror jeg de er i forkant med sine justeringer og kan styrk sin markedsposisjon.

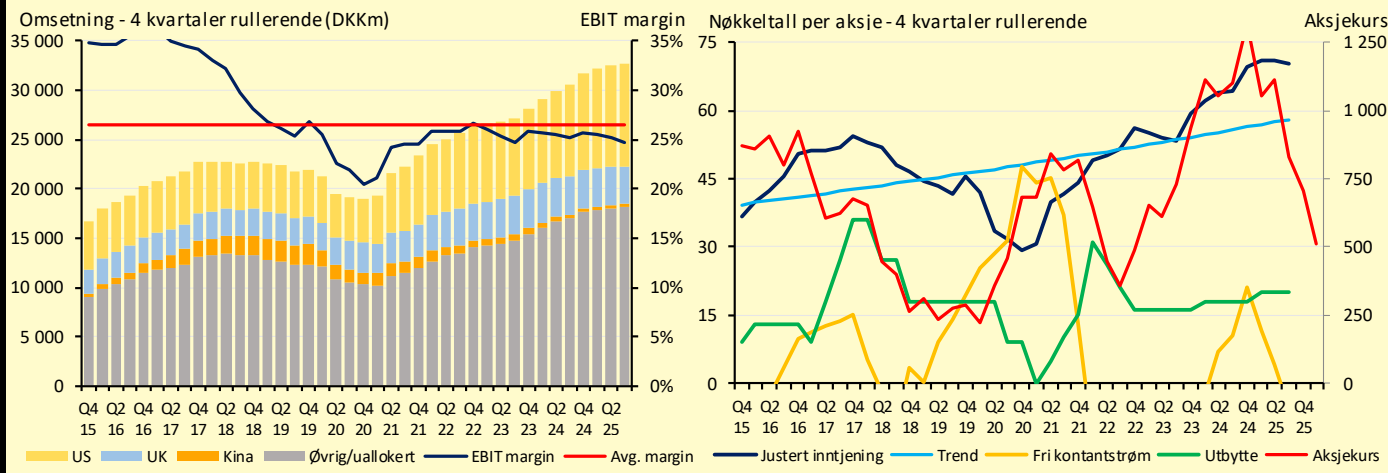
På lang sikt er regulering en viktig driver, og når Evolution har blitt såpass store tåler de litt volatilitet i enkelte markeder ifm regulering.

Aksjen er lavt verdsatt, de kjøper tilbake aksjer og betaler bra utbytte.

Pandora

F

Pandora	S10Å	S12M	Nøkkeltall	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Avkastningsdrivere
Kvalitet			Omsetning	6 103	11 973	7 347	7 075	6 269	1 år
EK-avkastning	81,0 %	144,6 %	-vekst Å/Å ➡ 10 % ⬆ 11 % ➡ 8 % ➡ 4 % ➡ 3 %						EPS vekst 9,6 %
Bruttomargin	77,4 %	80,1 %	Bruttoresultat	4 909	9 551	5 929	5 667	5 028	Utbytte 2,4 %
Omsetningsvekst	12,7 %	7,0 %	-margin	80,4 %	79,8 %	80,7 %	80,1 %	80,2 %	Reprising/øvrig -74,4 %
Kontantgrad (CC)	8,5 %	-7,7 %	EBIT justert	1 007	4 167	1 660	1 344	934	Avkastning -62,5 %
Stabilitet (resultater)	82,6 %		-margin	16,5 %	34,8 %	22,6 %	19,0 %	14,9 %	10 år
Soliditet (balanse)		21 %	-vekst Å/Å ➡ 4 % ⬆ 11 % ➡ 6 % ➡ -3 % ➡ -7 %						Årlig EPS vekst 8,1 %
Pris									Utbytte 2,6 %
P/E justert S12M		7,2	EPS justert	7,53	38,20	14,11	11,07	7,00	Reprising/øvrig -13,4 %
P/E syklisk justert (50%) S12M		7,9	-vekst Å/Å ➡ 4 % ⬆ 17 % ⬆ 10 % ➡ -1 % ➡ -7 %						Årlig avkastning -2,7 %



Pandora har egentlig gjort det ganske bra synes jeg. Selvom veksten har falt noe, hadde de fortsatt 4% organisk vekst i Q4'25, der de sendt ut resultatvarsel. Omsetning ble DKK 11.9mrd mot guida DKK 12.3-12.6mrd (og margin som guida), så ikke veldig stort avvik synes jeg.

Det som har plaget Pandora mest er sølvprisen som gjennom 2025 og inn i 2026 far steget betydelig, som påvirker Pandora sin margin fra 2027 da deres sikring går ut. Så de har tid på seg til å jobbe med å minske eksponering mot sølv. Sølvprisen har korrigert noe ned i det siste som hjelper de noe. Aksjen er lavt verdsatt