

# First Veritas

**Kvalitet til fornuftig pris**  
– En regelstyrt tilnærming

**Månedrapport mars 2026**

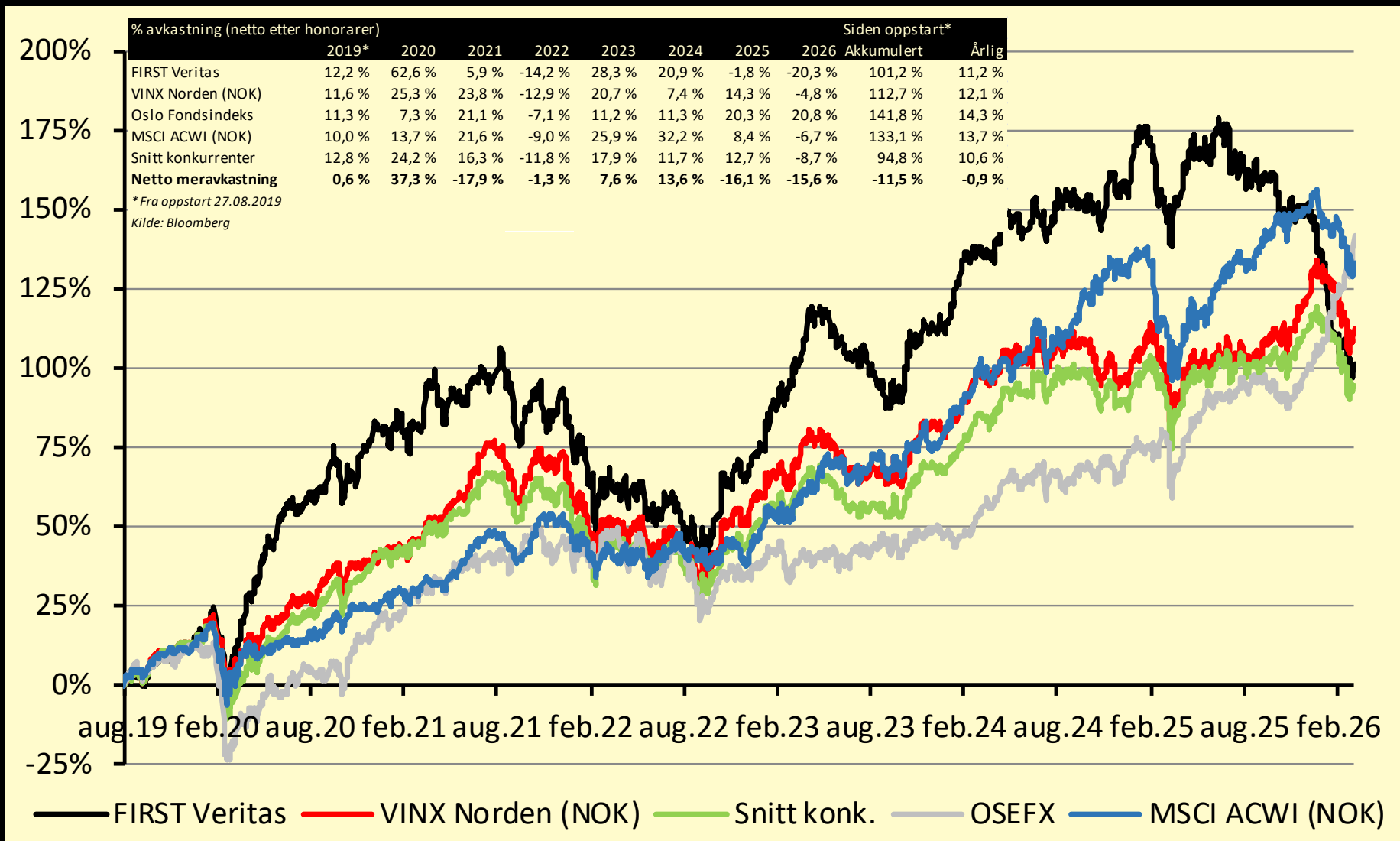
# Important information

---

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](http://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.

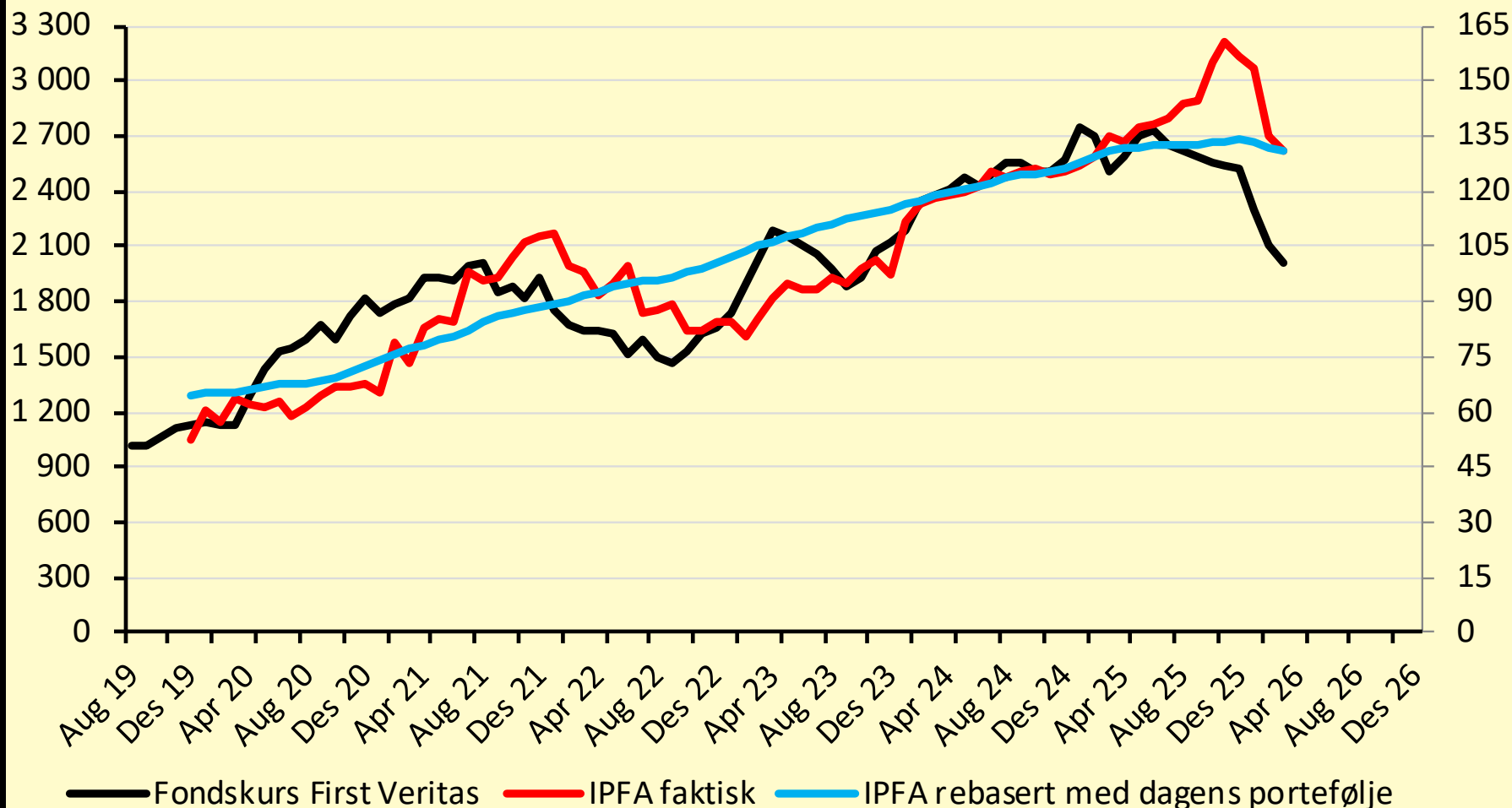
# Avkastning mot indeks og konkurrenter



# Inntjening per fondsandel og fondskurs



Fondskurs og inntjening per fondsandel (IPFA)



## Årlig vekst

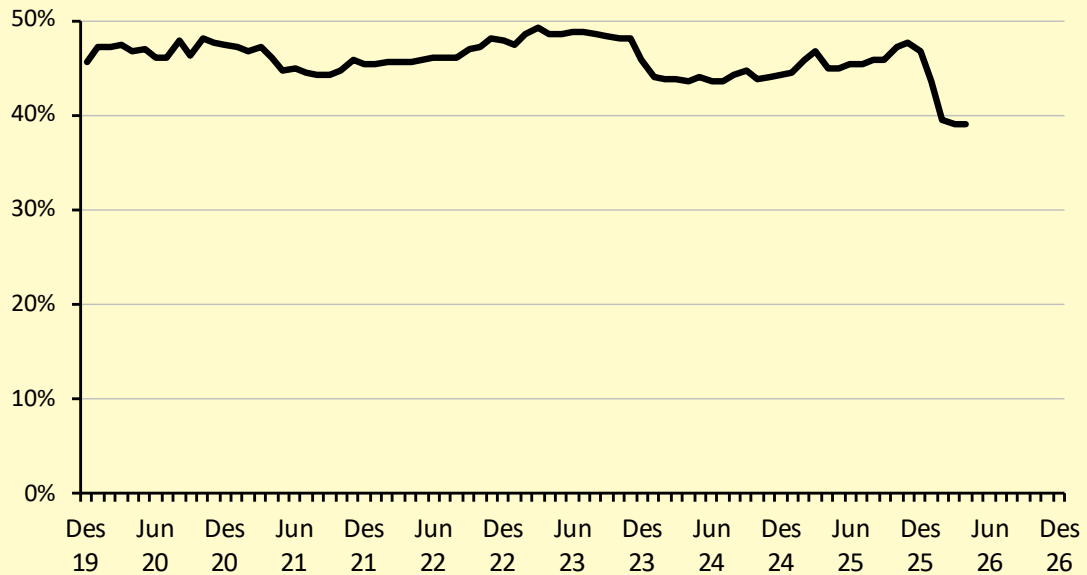
|                   |         |
|-------------------|---------|
| IPFA              | 15,8 %  |
| Fondskurs         | 11,2 %  |
| IPFA siste 12 mnd | -3,0 %  |
| Fondskurs S12M    | -20,6 % |

Månedlige variasjoner  
trenger ikke skyldes  
underliggende forhold

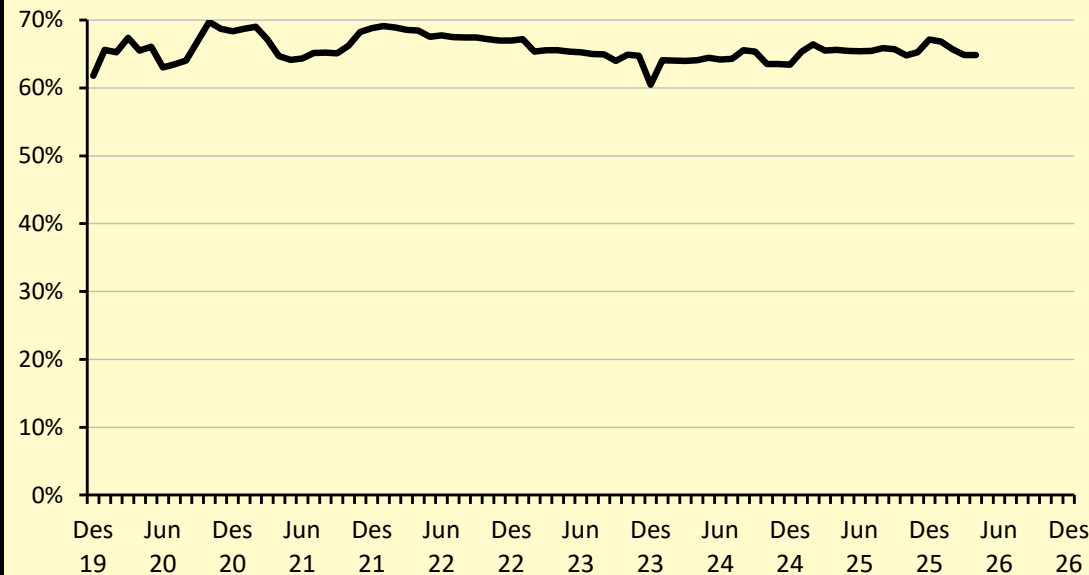
Over tid bør de dog  
følge hverandre

Ganske logisk i grunn

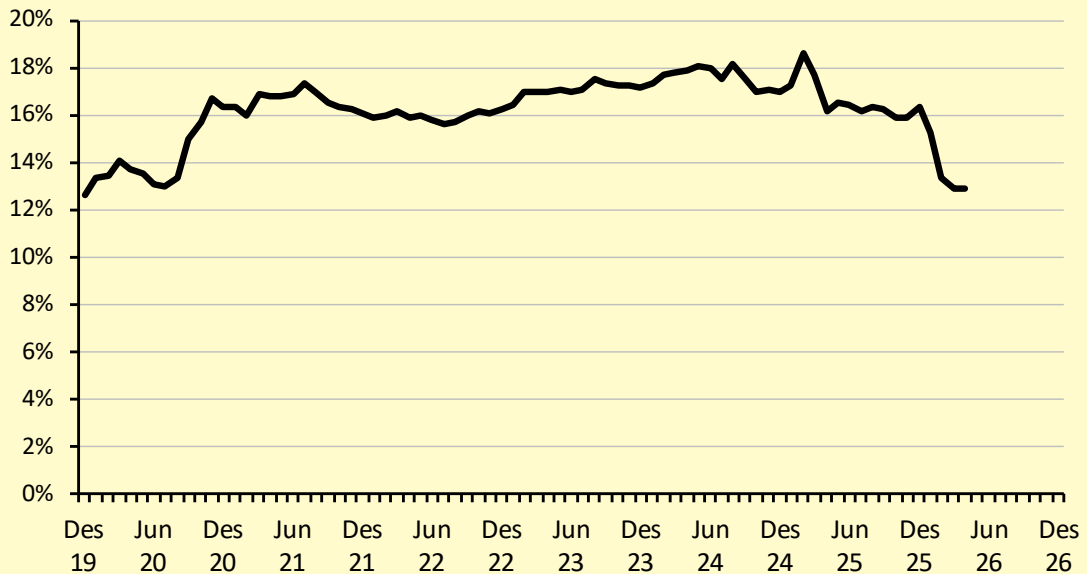
### 10-års gjennomsnittlig EK-avkastning



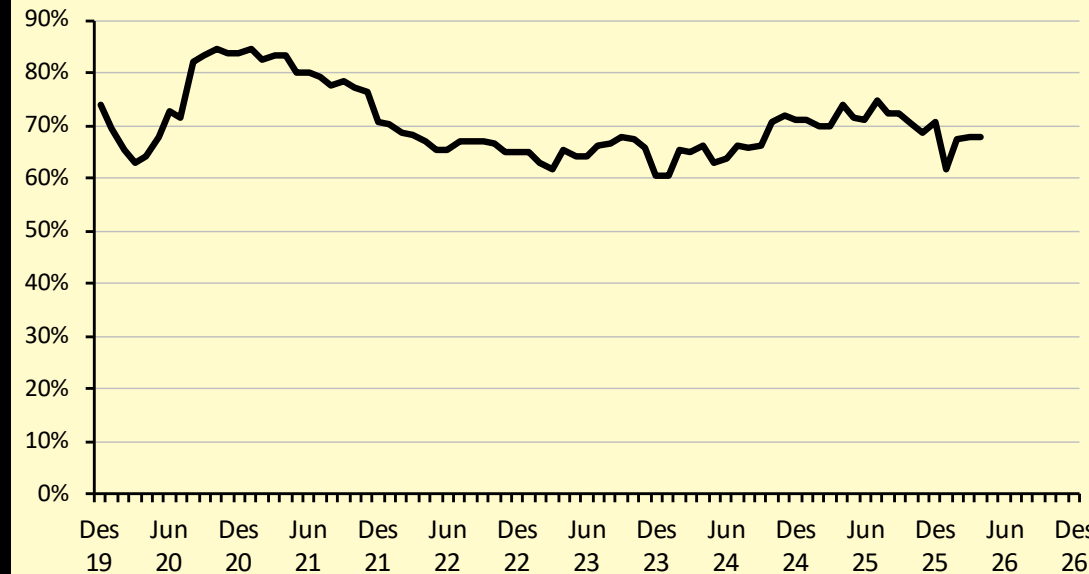
### 10-års gjennomsnittlig bruttomargin



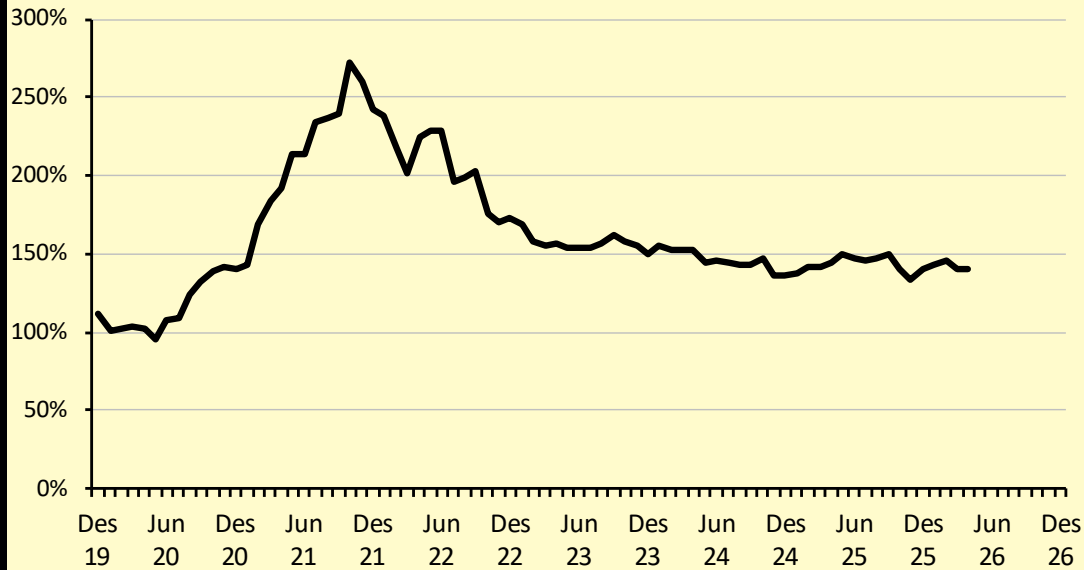
### 10-års gjennomsnittlig omsetningsvekst



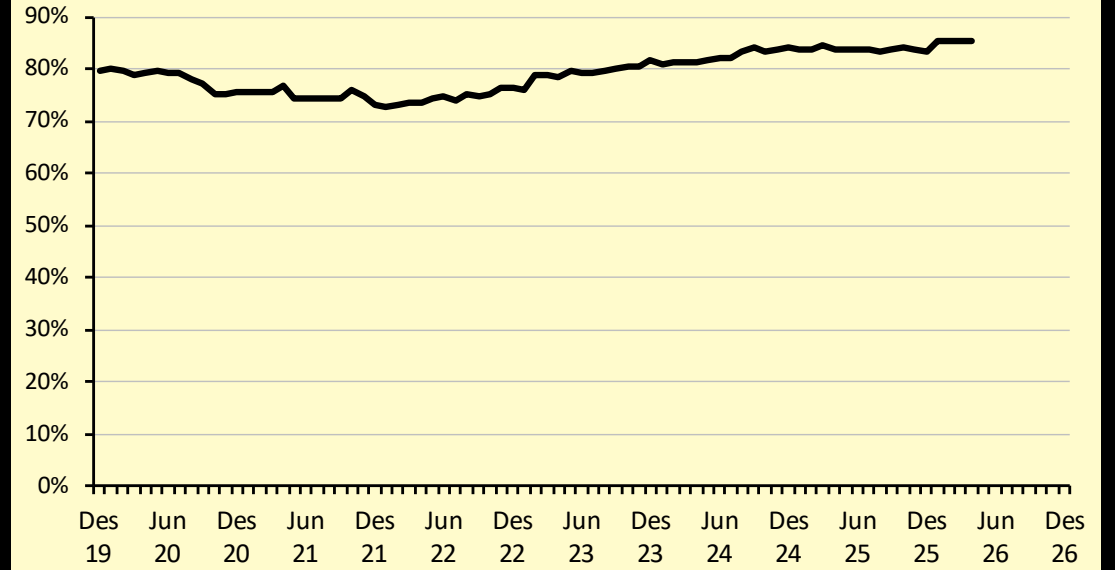
### 10-års gjennomsnittlig kontantgrad (cash-conversion)



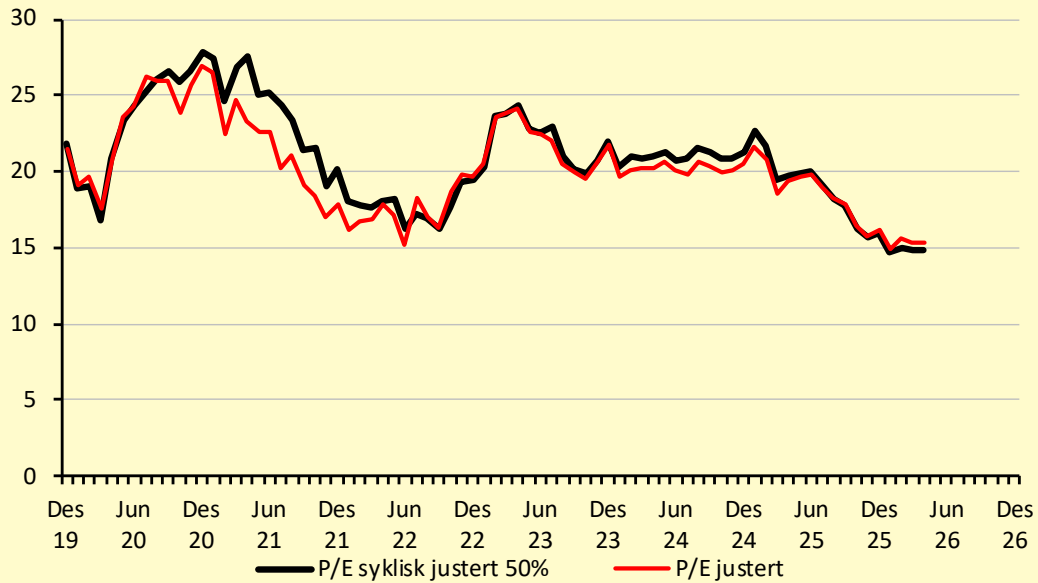
Solidity: Equity / (Equity + NIBD) - Snitt S12M



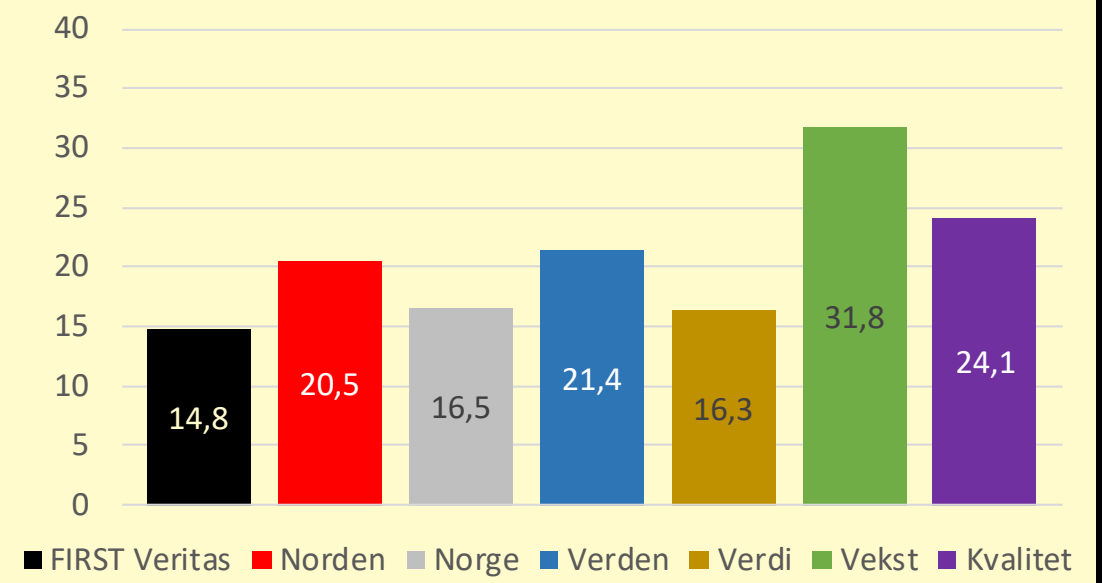
10-års inntjeningsstabilitet



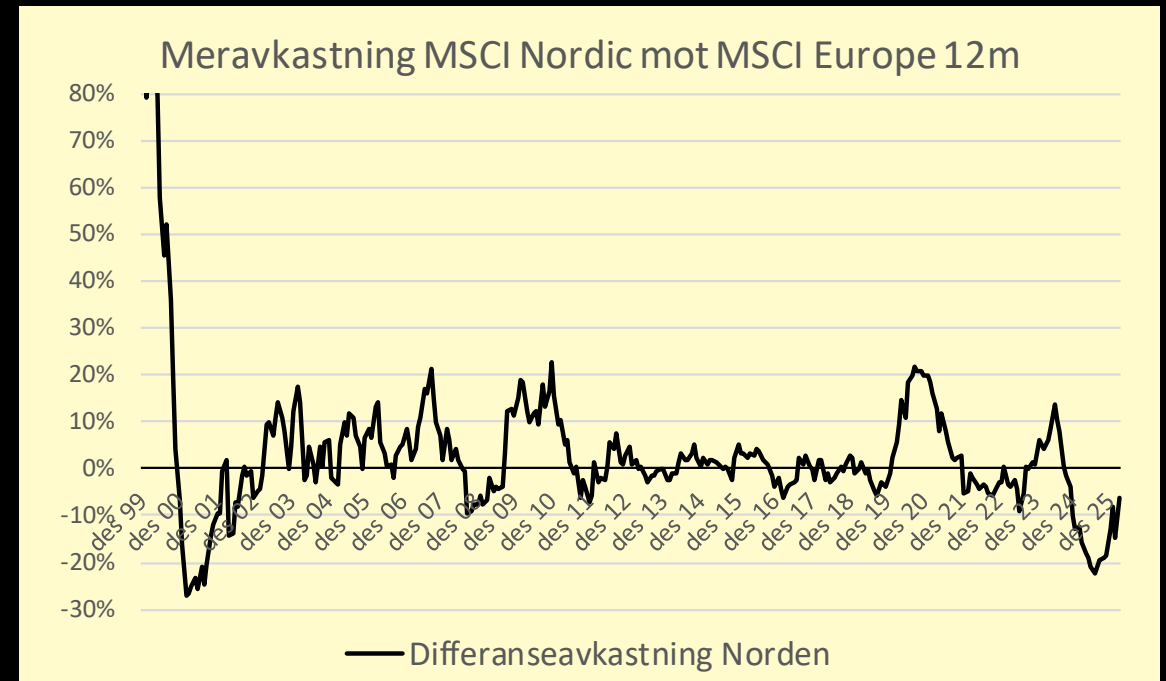
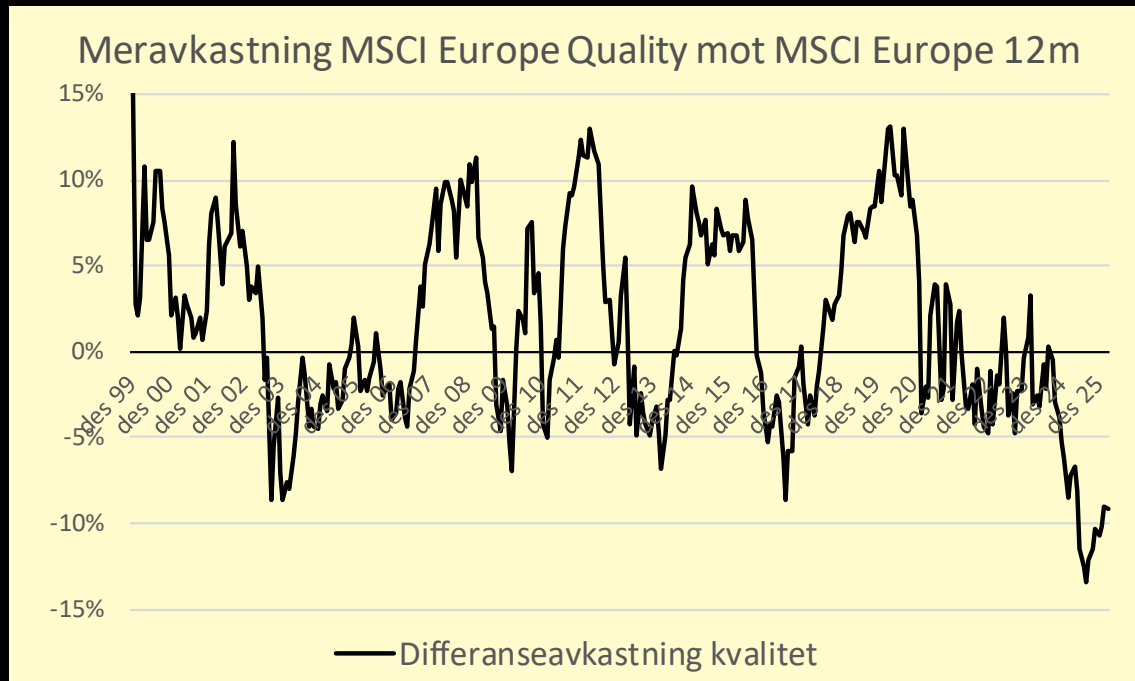
Verdsettelse - P/E (syklisk) justert rullerende 12 mnd



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



# Hvor populært er kvalitet og Norden nå?



# Porteføljen med nøkkeltall



| 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               | 5,93 %          | 71,7 %                 | 35,7 %        | 12,1 %          | 109,8 %       | 91,9 %                | 193 %              | 12,9                 | -4,1 %             | 7,3 %            | -32,3 %           | -29,1 %            | 1995        |
| Bahnhof              | 5,35 %          | 36,3 %                 | 29,5 %        | 13,0 %          | 104,5 %       | 94,5 %                | 500 %              | 23,4                 | 2,9 %              | 3,9 %            | 1,1 %             | 7,9 %              | 1994        |
| Betsson              | 5,31 %          | 21,5 %                 | 66,4 %        | 11,7 %          | 72,1 %        | 83,0 %                | 123 %              | 7,1                  | -5,2 %             | 7,2 %            | -34,2 %           | -32,2 %            | 1963        |
| Evolution            | 5,17 %          | 29,1 %                 | 81,6 %        | 37,4 %          | 12,8 %        | 78,5 %                | 120 %              | 9,0                  | -2,3 %             | 0,0 %            | -15,6 %           | -17,9 %            | 2006        |
| Avanza               | 5,11 %          | 39,3 %                 | 79,1 %        | 19,7 %          | 128,5 %       | 76,4 %                | 85 %               | 19,7                 | 13,4 %             | 3,5 %            | 5,7 %             | 22,7 %             | 1999        |
| Novo Nordisk         | 5,08 %          | 76,9 %                 | 83,9 %        | 12,7 %          | 26,9 %        | 83,3 %                | 67 %               | 9,4                  | 2,8 %              | 5,1 %            | -56,4 %           | -48,6 %            | 1923        |
| Paradox              | 4,99 %          | 25,3 %                 | 75,8 %        | 13,8 %          | 78,0 %        | 81,0 %                | 170 %              | 21,5                 | -45,7 %            | 4,0 %            | 11,2 %            | -30,4 %            | 2004        |
| Veidekke             | 4,75 %          | 35,6 %                 | 36,0 %        | 5,8 %           | 116,9 %       | 81,8 %                | 198 %              | 18,7                 | 23,9 %             | 6,0 %            | 6,3 %             | 36,2 %             | 1936        |
| AF Gruppen           | 4,71 %          | 37,6 %                 | 33,2 %        | 8,1 %           | 108,2 %       | 85,4 %                | 120 %              | 17,1                 | 36,9 %             | 6,2 %            | -14,1 %           | 29,0 %             | 1985        |
| Pandora              | 4,71 %          | 84,7 %                 | 77,5 %        | 11,5 %          | 18,4 %        | 82,8 %                | 20 %               | 7,0                  | 0,7 %              | 4,8 %            | -60,3 %           | -54,8 %            | 1982        |
| Sagax                | 4,54 %          | 18,1 %                 | 100,0 %       | 14,6 %          | -74,1 %       | 94,2 %                | 50 %               | 13,8                 | 4,8 %              | 2,1 %            | -22,9 %           | -16,0 %            | 2004        |
| Chemometec           | 4,54 %          | 32,5 %                 | 89,9 %        | 19,4 %          | 104,9 %       | 72,8 %                | 185 %              | 24,0                 | 10,2 %             | 2,3 %            | -51,0 %           | -38,6 %            | 1997        |
| Sectra               | 4,53 %          | 32,2 %                 | 85,9 %        | 12,5 %          | 90,9 %        | 90,1 %                | 262 %              | 80,3                 | 12,7 %             | 0,9 %            | -18,5 %           | -4,9 %             | 1978        |
| Europris             | 4,46 %          | 29,1 %                 | 43,5 %        | 12,3 %          | 70,6 %        | 71,6 %                | 45 %               | 15,2                 | 6,6 %              | 4,1 %            | 3,2 %             | 13,8 %             | 1992        |
| BioGaia              | 4,43 %          | 23,0 %                 | 73,4 %        | 10,5 %          | 83,6 %        | 85,7 %                | 262 %              | 33,4                 | -16,9 %            | 3,4 %            | 29,4 %            | 15,9 %             | 1990        |
| Admicom              | 4,42 %          | 27,6 %                 | 95,3 %        | 21,3 %          | 68,9 %        | 76,9 %                | 124 %              | 12,4                 | -2,2 %             | 1,2 %            | -46,6 %           | -47,6 %            | 2004        |
| Coloplast            | 4,39 %          | 50,4 %                 | 67,8 %        | 6,3 %           | 27,7 %        | 95,0 %                | 41 %               | 16,3                 | 5,3 %              | 5,3 %            | -47,9 %           | -37,3 %            | 1954        |
| Kone                 | 4,30 %          | 36,1 %                 | 61,3 %        | 2,6 %           | 94,9 %        | 93,9 %                | 123 %              | 26,6                 | 3,2 %              | 3,3 %            | 4,6 %             | 11,1 %             | 1910        |
| Elisa                | 4,21 %          | 30,0 %                 | 62,7 %        | 3,6 %           | 67,8 %        | 97,4 %                | 46 %               | 17,1                 | 0,5 %              | 5,7 %            | -8,3 %            | -2,1 %             | 1882        |
| Royal Unibrew        | 4,14 %          | 29,8 %                 | 46,4 %        | 11,1 %          | 16,3 %        | 88,3 %                | 52 %               | 16,3                 | 17,5 %             | 3,1 %            | -22,5 %           | -2,0 %             | 1989        |
| Atlas Copco          | 3,94 %          | 42,6 %                 | 42,3 %        | 5,5 %           | 79,5 %        | 88,2 %                | 89 %               | 23,0                 | -9,1 %             | 3,5 %            | 11,0 %            | 5,4 %              | 1873        |
| <b>FIRST Veritas</b> | <b>99,0 %</b>   | <b>39,1 %</b>          | <b>64,8 %</b> | <b>12,9 %</b>   | <b>68,0 %</b> | <b>85,3 %</b>         | <b>141 %</b>       | <b>14,8</b>          | <b>-3,0 %</b>      | <b>3,9 %</b>     | <b>-17,5 %</b>    | <b>-20,6 %</b>     | <b>1971</b> |

FIRST Veritas hadde i mars en avkastning på minus 4.8% sammenligna med referanseindeksen som falt 5.6%. Svakeste bidragsyttere var Chemometec og Admicom.

Som siste selskap i fondet kom Sectra (et av de nye selskapene etter modellendringene) med kvartalstall i mars. Selvom EPS var noe ned Å/Å var det opp mot et høyt kvartal året før. Markedet tok tallene godt i mot og aksjekursen var opp rundt 14% den dagen

Atlas Copco kom tilbake inn i fondet (som nå består av 21 selskaper) da kursen hadde falt betydelig (trolig pga uro i midtøsten) og scoren igjen ble høy nok til å forsvare en posisjon i Veritas

Chemometec kom mot slutten av måneden med et resultatvarsel, børsen var nådeløs og sendte aksjen ned hele 40%. Jeg synes det var en voldsom overreaksjon gitt den nye informasjonen (som betyr EPS vekst på rundt 3% i 1H 26). Kursen har etterpå henta seg noe inn og er opp 28% etter resultatvarslet. Jeg fikk tak en litt aksjer og setter vel egentlig mer pris på slike voldsomme svvingninger enn det som er normalt. Tror modellen skaper verdier i slike situasjoner

Inntjening per fondsandel var ved månedsskiftet NOK 131 som er ned fra NOK 135 forrige måned og ned 3.0% Å/Å. Jeg har laget en ny graf (den blå på slide 4) som viser underliggende endringer i IPFA, dvs ekskludert effekter fra rebalanseringer

# Månedskommentar fortsettelse



Jeg har også gjort noe som er litt ulikt meg, nemlig laget estimater for Q1 EPS for selskapene i fondet

Egentlig er det bare nedside ved å gjøre noe sånt, blir sikkert brukt mot meg og jeg kommer til å angre.

Uansett, her er mine EPS forventninger for Veritas-selskapene Q1. Om (dvs når) jeg bommer mye kan jeg bare si det er umulig å spå så har litt retorisk beskyttelse der.

Så konklusjonen er at jeg gjetter kvartalet blir mixed, men at Inntjening per fondsandel (IPFA) i sum (ex rebalanseringer) vil kunne falle noe, men at det verste er bak oss og markedet bør ha prisa dette inn (og vel så det).

Basert på comps (altså sammenligningstall fra året før) samt FX (gitt dagens spotkurs) vil forutsetningene for EPS-vekst fra Q2 være betydelig bedre sånn jeg vurderer det.

Prognosene er selvsagt helt overordna og jeg kommer garantert til å bomme masse. For ordens skyld ligger dette ikke til grunn i modellen, kun noe jeg gjør "for moro skyld". Tar gjerne synspunkter selvsagt om noen mener jeg ligger helt feil, noe annet er galt eller hva som helst. Legger ved også tabell med litt eksterne faktorer (FX, etc)

| Selskap       | EPS adj |       | Vekst | Kommentarer   |
|---------------|---------|-------|-------|---|
|               | Q1 26E  | Q1 25 | Å/Å   |   |
| Bouvet        | 1,04    | 1,18  | -12 % | Høye comps - pot noe negativ påskeeffekt - enklere comps og fler ansatte fra Q2 |
| Bahnhof       | 0,55    | 0,53  | 5 %   | Vokser stabilt - noe negativ margineffekt fra utenlandssatsning                 |
| Avanza        | 5,17    | 4,50  | 15 %  | Bør levere et sterkt kvartal gitt månedstall for jan og feb                     |
| Betsson       | 0,29    | 0,33  | -12 % | Høye B2B comps og svak trading update, men innsidekjøp nylig - VM i Q2/Q3       |
| Novo Nordisk  | 5,31    | 7,08  | -25 % | Gitt guiding - noe enklere comps og FX neste kvartaler                          |
| Evolution     | 1,26    | 1,29  | -3 %  | Vekst i spillertall? Comps gradvis enklere - utsatt til bakekjøp kan tolkes neg |
| Paradox       | 0,87    | 1,16  | -25 % | Lite innhold og betydelig svakere USD i Q1 - lettere comps fra Q2               |
| Pandora       | 11,57   | 14,11 | -18 % | Q1 blir trolig vanskeligste kvartal i år gitt FX, sølvpris, tariffen og comps   |
| Veidekke      | -0,05   | -0,22 | na    | Ganske enkle comps, høyere backlog, muligens bedre vær for asfalt               |
| AF Gruppen    | 2,06    | 1,96  | 5 %   | Sterkt Q1 i fjor, men har vist mye forbedringer og høy backlog                  |
| Admicom       | 0,38    | 0,35  | 8 %   | Guider EBITDA (og dermed EPS) opp 10% på midtpunkt for 26 men best 2H           |
| BioGaia       | 0,94    | 0,82  | 15 %  | Bør vise omsetningsvekst og høyere margin, men svinger en del mellom kvartaler  |
| Sectra        | 0,97    | 0,81  | 20 %  | Høy backlog - bør vise sterk vekst, litt fingern i været på estimatet her       |
| Sagax         | 2,83    | 2,83  | 0 %   | Høyere leieinntekter og renter utligner hverandre, enklere FX fra Q2            |
| Coloplast     | 6,17    | 6,17  | 0 %   | Negativ FX også i Q1, bør bli gradvis forbedring neste kvartaler                |
| Kone          | 0,45    | 0,44  | 2 %   | Negativ FX i Q1, enklere comps framover men bør vise vekst også i Q1            |
| Europris      | -0,05   | -0,42 | na    | Positiv effekt fra påske i Q1 men fortsatt store investeringer i Sverige        |
| Elisa         | 0,57    | 0,54  | 5 %   | Vokser stabilt - guider EBITDA opp 3% i 2026 -> EPS bør vokse mer               |
| Chemometec    | 2,74    | 2,66  | 3 %   | I linje med PW for 1H 26 - kan være mer tilta mot Q2 pga FX                     |
| Royal Unibrew | 3,15    | 2,81  | 12 %  | Ganske enkle comps, guider EBIT opp 6-10% for helåret, gradvis vanskeligere     |
| Atlas Copco   | 1,46    | 1,54  | -5 %  | Gradvis enklere comps, negativ FX i Q1, bør vise vekst igjen fra Q2             |

\* comps = sammenligningstall fra samme kvartal foregående år

| Å/Å endring snitt/Q | Q2 25   | Q3 25   | Q4 25   | Q1 26   | Q2 26   | Q3 26  | Q4 26  | Q1 27   | Selskaper påvirka               |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------------------------------|
| US 10y              | -2,0 %  | 7,8 %   | -4,5 %  | -5,9 %  | -1,4 %  | 1,0 %  | 5,1 %  | 2,6 %   | SAGAB + div                     |
| SEKNOK              | 6,0 %   | 3,3 %   | 4,9 %   | 2,6 %   | -3,8 %  | -3,3 % | -4,5 % | -3,7 %  | AFG, VEI, EPR                   |
| EURSEK              | -4,7 %  | -2,9 %  | -4,8 %  | -4,8 %  | -0,2 %  | -1,6 % | -0,1 % | 2,2 %   | PDX, BIOGB, ATCOB, SECTB, SAGAB |
| USDSEK              | -9,6 %  | -8,7 %  | -12,8 % | -14,4 % | -1,7 %  | -0,2 % | 1,0 %  | 3,9 %   | PDX, BIOGB, ATCOB, SECTB        |
| USDDKK              | -5,1 %  | -5,9 %  | -8,3 %  | -10,0 % | -1,4 %  | 1,6 %  | 1,1 %  | 1,6 %   | CHEMM, NOVO, PNDORA, COLOB      |
| USDEUR              | -5,1 %  | -6,0 %  | -8,4 %  | -10,1 % | -1,5 %  | 1,5 %  | 1,1 %  | 1,6 %   | EVO, KNEBV                      |
| TRYEUR              | -20,8 % | -22,7 % | -25,1 % | -25,5 % | -14,1 % | -6,9 % | -3,9 % | -0,2 %  | BETSB                           |
| Sølv                | 16,5 %  | 34,2 %  | 77,0 %  | 161,4 % | 117,3 % | 84,7 % | 31,8 % | -12,2 % | PNDORA                          |
| Platinum            | 9,4 %   | 44,1 %  | 76,1 %  | 126,7 % | 78,5 %  | 37,9 % | 12,7 % | -12,7 % | PNDORA                          |
| Gull                | 40,6 %  | 39,5 %  | 56,2 %  | 69,9 %  | 39,5 %  | 32,6 % | 10,4 % | -5,5 %  | PNDORA                          |
| Kontainerfrakt      | -30,6 % | -55,3 % | -45,6 % | -30,7 % | -10,5 % | -2,3 % | 21,9 % | 6,8 %   | KNEBV, EPR                      |
| Olje (Brent)        | -21,5 % | -13,4 % | -14,9 % | 4,4 %   | 76,7 %  | 73,2 % | 87,1 % | 50,7 %  | COLOB + div                     |
| Gass                | 12,0 %  | -7,7 %  | -30,5 % | -14,4 % | 49,8 %  | 61,7 % | 77,1 % | 32,8 %  |                                 |