

20
24

Halvårsrapport



fintech
Cnigma

Innholdsfortegnelse

Innledning	2
Porteføljeoversikt	3
Vekting	4
Avkastningstall	4
Makroøkonomi	5
Våre posisjoner	6
Kongsberg Gruppen	6
Odfjell Drilling	8
Intl. Seaways	9
AkerBP	10
DNB	11
Europris	12
Heimdal Høyrente	13
MOWI	14
Storebrand	16
Schibsted	17
Våre exits	
Yara	19
Frontline	19

Innledning

Per 30. juni 2024 har Fintech Enigma-fondet oppnådd en avkastning på 20,45 % for de første to kvartalene av 2024, sammenlignet med børsens 9,28 %. Vi har inkludert to nye aksjer i porteføljen, Odfjell Drilling og International Seaways, mens vi har solgt oss ut av Yara og Frontline. Vi er fornøyde med denne utviklingen og føler oss godt posisjonert for å nå fondets mål om å slå børsen over tid.

Mot det neste halvåret ser vi frem til å ønske et nytt kull ITØK-studenter velkommen, noe som forhåpentligvis vil tilføre nye ansikter til forvaltergruppen. Samtidig vil vi bruke betydelig tid på å identifisere nye investeringsmuligheter, samt vurdere fondets sammensetning av eiendeler i lys av den makroøkonomiske situasjonen, vår markedsvurdering, og investeringsfilosofien. Det er mulig at fordelingen mellom aksjer, obligasjoner og andre eiendeler vil endres i løpet av høsten.

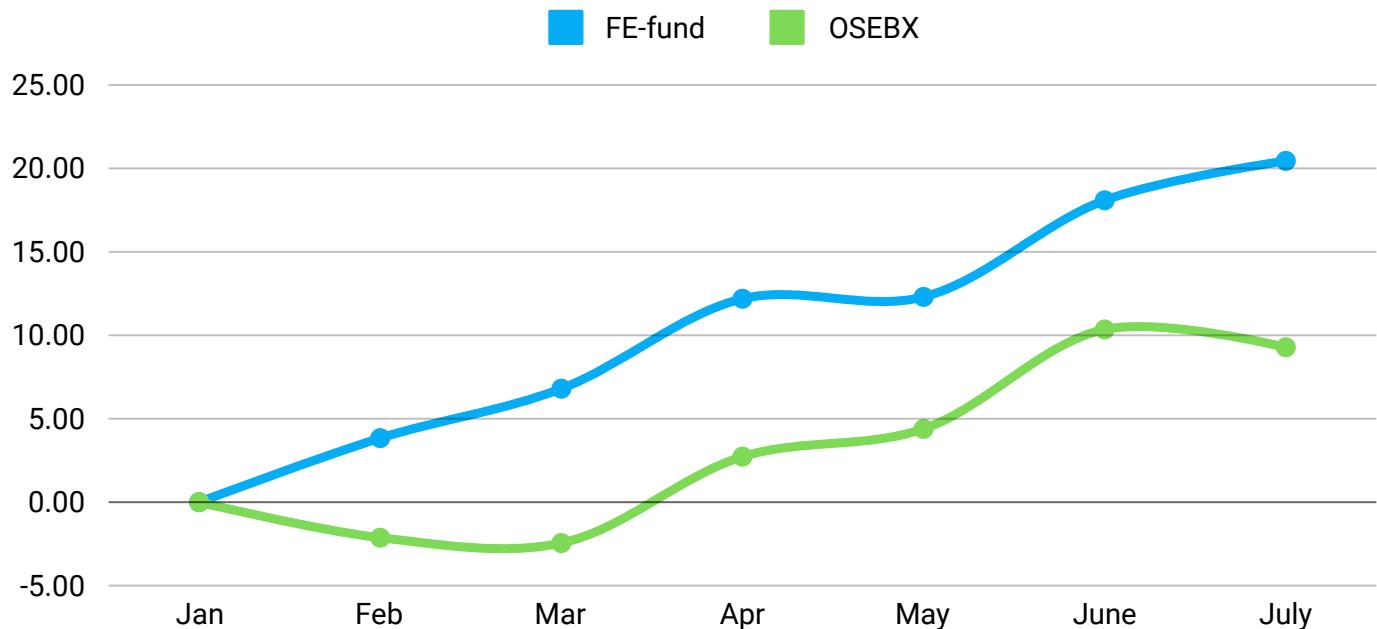
Avkastning

Periode	FE fondet	OSEBX
YTD	+20,45%	+9,28%
Total	+25,69%	+25,62%

Nøkkeltall

Fondsoppstart	29.03.2023
1-års standardavvik	9,22%
1-års sharpe-ratio	1,72
Beta	0,8

Utvikling year-to-date i %

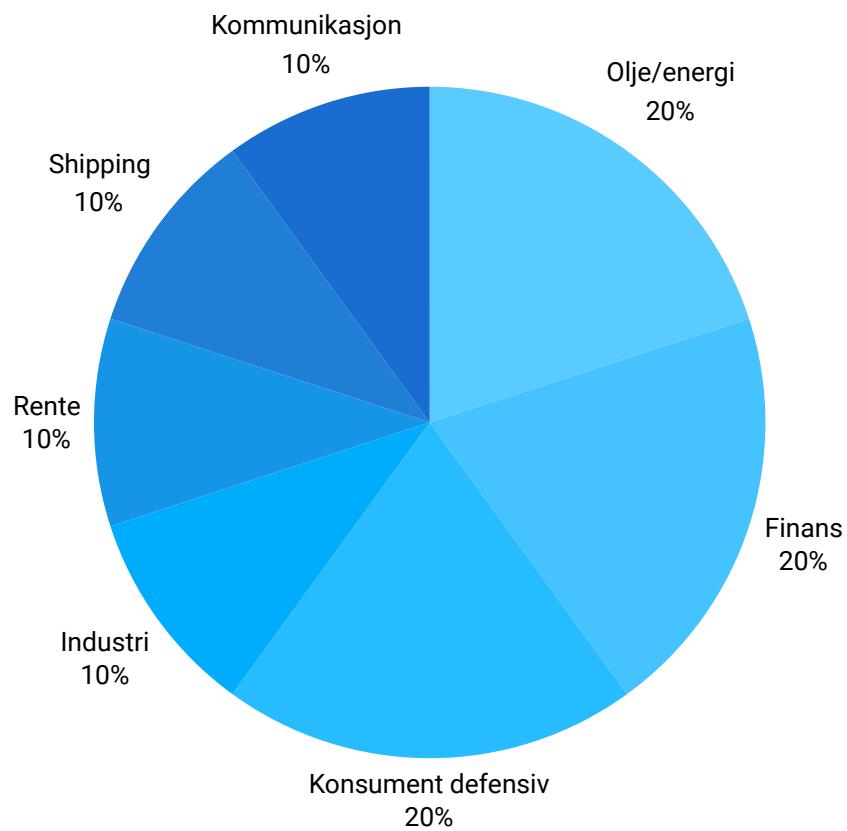


Porteføljeoversikt

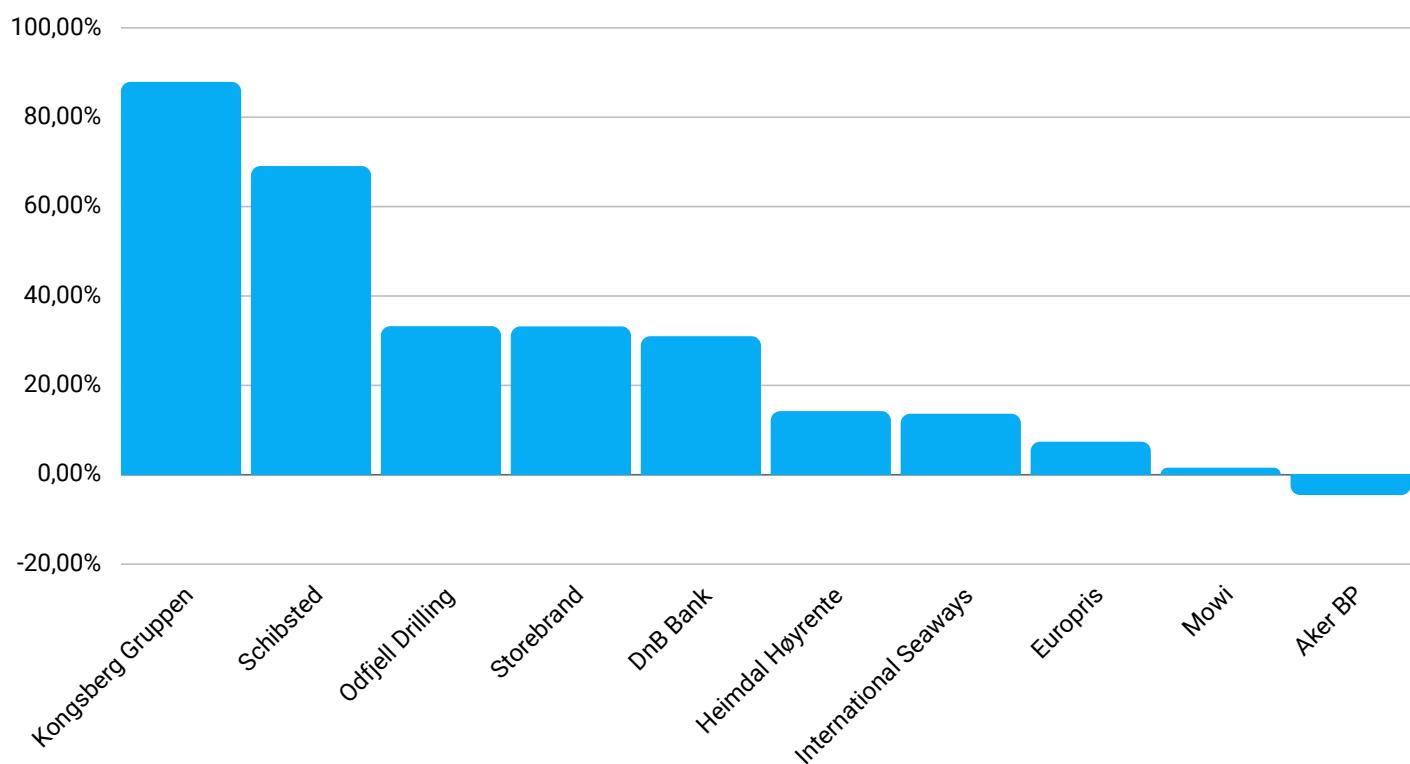
SELSKAPER	INNGANG	YTD AVK	VEKTING	TOT AVK
Kongsberg Gruppen	11.10.2023	+86,39%	10%	+87,91%
Schibsted	13.11.2023	+41,89%	10%	+69,07%
Odfjell Drilling	29.02.2024	+33,25%	10%	+33,25%
Storebrand	12.10.2023	+24,97	10%	+33,19%
Intl. Seaways	24.04.2024	+13,65%	10%	+13,65%
Heimdal Høyrente	15.11.2023	+8,27%	10%	+14,24%
DnB Bank	29.03.2023	+6,12%	10%	+31%
Europris	29.03.2023	-1,67%	10%	+7,4%
Mowi	29.03.2023	-2,62%	10%	+1,58%
Aker BP	18.09.2023	-4,59%	10%	-4,53%

Vi antar og tilstreber følgende vektning av fondet. Siden vi er i en oppstartsfasen av et nytt studie og har begrenset kapital, har ny kapital stor nok påvirkning til å endre fondets avkastning. Vi beregner derfor en 10 % vektning fra kjøpsdato, selv om fondets faktiske verdi varierer. Avkastningen er basert på endring i aksjekurs siden opprinnelig inngang/ytd inkludert utbytte, og inkluderer ikke påfyll som følge av økning i fondets størrelse grunnet innskudd.

Vekting



Totalavkastning



Makroøkonomi

Både rentemarkedet og aksjemarkedet har levert solid avkastning første halvår i 2024. Hittil ingen rentekutt i Norge, samt enda lavere kredittpåslag har bidratt til god avkastning for renter i det norske markedet. Selv om inflasjonen har avtatt betydelig, har det vært utfordrende å nå 2 %-målet, noe som har skapt usikkerhet rundt tidspunktet for et potensielt rentekutt i USA. I kombinasjon med bekymringer over pågående ekspansiv finanspolitikk, har dette bidratt til å holde rentenekuttene tilbake. Flere land har dog begynt med rentekutt, hvor ECB kuttet renten for første gang siden 2019 og det amerikanske obligasjonsmarkedet priser nå inn 100% sannsynlighet for et 25bps cut i September etter Powells pivot på Jackson Hole konferansen. Å moderere inflasjon er tilsynelatende mindre viktig enn en ytterligere svekkelse i jobbmarkedet og generell vekst i økonomien.

2024 er et valgår og det virker at store statlige underskudd vil fortsette uavhengig av hvem som blir president. Trumps reduksjon av selskapsskatten i 2017 ga positive effekter for selskapers inntjening, og hvis han blir gjenvalgt, kan disse kuttene bli gjentatt. Trump støtter en mer positiv tilnærming til olje, gass og kull, mens demokratene er langt mer restriktive. Dette er vist ved at Biden-Harris administrasjonen i Januar 2024 kunngjorde en midlertidig pause for godkjenning av LNG terminaler.

Selv om markedet har gitt god avkastning over lang tid, begynner flere segmenter i dagens marked å se dyrt ut. S&P ligger på en generell P/E ratio på rundt 27, som er godt over historisk gjennomsnitt. Markedet er nervøst på om oppgangen har vært for stor og at selskaper er for dyre, spesielt USA. Det er altså lite som skal til for å trigge en korreksjon på kort sikt.

Markedsvektede indeks i USA blåses opp av noen få selskaper i Magnificent 7. Det prises inn en enorm produktivitetsvekst av AI, som gir dyre tech selskaper. Fallhøyden er dog høy og vi forsøker å ha en edrueg tilnærming til dyre tech selskaper. Vi syntes for øvrig at det Amerikanske markedet generelt er dyrt ettersom det består for rundt 2/3 av verdens aksjemarkedet med 3% av befolkningen.

Til tross for økt usikkerhet i forbindelse handelskrig, krigen i Ukraina og konflikt i Midtøsten var VIX-indekksen på sitt laveste på 5 år i utgangen av Juni. 10-2 US Treasury Yield kurven har lenge vært invertert, men 10y-2y spreaden nærmer seg nå null. Historisk sett befinner vi oss i en lignende situasjon som ved starten av dot-com-boblen og finanskrisen, ettersom kurven nå nærmer seg en normalisering etter en lengre periode med inversjon. Den Amerikanske statsgjelden er også verdt å følge med på de neste årene.

I sum mener vi det nåværende markedet krever en forsiktig tilnærming. Til tross for sterke resultater første halvår, er det underliggende risikoer som kan skape volatilitet i andre halvår og videre.



Informasjon

Ticker	KOG	PE	34
Market cap	153 mrd	PB	9,7
Ansatte	13 898	EK-andel	29,3%
Sektor	Industri	Nettomargin	10,2%

Kongsberg Gruppen fortsetter å være den største driveren for porteføljen, ettersom aksjekursen stadig når nye høyder på børsen.

Kontraktene for KOG har kommet på løpende bånd de siste årene, og denne trenden har ikke avtatt i løpet av første halvår. KDA har blant annet inngått en avtale om å levere Protector fjernvåpenstasjoner til over 300 kjøretøyer i Sverige og Finland, i samarbeid med det finske selskapet Patria. I tillegg har Etterretningstjenesten gitt KDA i oppdrag å produsere satellitter for overvåking av norske havområder. Spanias regjering har bestilt NASAMS-luftvernssystemer for over 400 millioner euro, og KDA har signert en kontrakt med United States Air Force for leveranse av JSM-missiler til F-35 kampflyene. Selskapet avsluttet også halvåret med åpningen av en ny missilfabrikk i Kongsberg, noe som vil bidra betydelig til omsetningsveksten.

Det er for mange kontrakter til å gå i storstilt detalj her - men at det er stor interesse etter Kongsberg Gruppens teknologi er det ingen tvil om.

Vi observerte en betydelig økning i ordrereserven fra 68,1 milliarder kroner i Q2 23 til 95,5 milliarder kroner i Q2 24, og ordreinngangen økte fra 22,6 milliarder YTD 2023 mot 30 milliarder YTD 2024. Topplinjen for samme periode økte fra 18,7 milliarder i 2023 til 23 milliarder i 2024, og EPS steg fra 8,6 til 13,15. EBIT-marginen økte også fra 10,8 % YTD 2023 til 12,6 % YTD 2024. Samlet sett har Kongsberg Gruppen levert sterke resultater og ser ut til å styre mot sin guidance. Vi hører stadig om nye kontrakter for Kongsberg Gruppen, så veksten i omsetning og ordrereserve er ingen overraskelse. En bedret EBIT-margin var derimot godt nytt. Det viser til god kostnadsstyring ved at de klarer å fullføre prosjektene effektivt, samtidig som de ikke brenner av for mye penger på utgifter knyttet til produksjon og utvikling. Det blir viktig for KOG å sørge for at kostnadene som kommer av den ekstreme veksten ikke biter seg fast i som faste kostnader.

Med den voldsomme økningen i markedsverdi så har prising fulgt etter. Ved utgangen av juni var P/E-multipelen på 34, noe som kan anses som høyt uavhengig av bransje. Det er dog noe vanskelig å finne helt like "peers", men ser man på selskaper som Rheinmetall eller General Dynamics, ligger de på en P/E-multipel rundt 20.

Det kan imidlertid argumenteres for at Kongsberg Gruppen betraktes som et "kvalitets selskap" på grunn av sin avanserte teknologi, produkter og sterke markedsposisjon. Dette kan rettferdiggjøre en høyere prising, selv om vi forventer en justering over tid.

Kongsberg Gruppen står sterkt i dagens forsvarsindustri, og er det noe som er sikkert - så er det at historie gjentar seg. Verden har mange ganger vist seg å være naiv før konflikter eskalerer, men etter Russlands invasjon av Ukraina kan det virke som om lærdommen endelig har sunket mer inn. Geopolitisk uro i flere deler av verden, kombinert med NATOs krav om 2 % av BNP til forsvarsutgifter, gjør at flere europeiske land ruster opp nå og i årene som kommer. Dette gagner Kongsberg Gruppen. Valget i USA kan også få betydning for aksjen, spesielt hvis Trump legger økt press på NATO-allierte til å styrke forsvarsbudsjettene sine.

Som tidligere nevnt er aksjen priset høyt, og den har kanskje hatt litt medvind av kortsigte investorer som ønsker å ri bølgen - både inn-og utland. Vi må derfor vurdere om vi i løpet av høsten ønsker å ta en liten profitt her, og rebalansere porteføljen. På den positive siden så har Kongsberg Gruppen levert til tidligere mål, og klarer de å fortsette å vokse inn i guidance ser framtiden lys ut. Selv med dagens høye P/E-multipel, gir økende inntjening estimater som følge av omsetningsvekst og forbedret EBIT-margin et positivt kursmål. På sikt ser vi for oss en mer nøktern P/E-multipel på 20-tallet et sted.

Odfjell drilling



Informasjon

Ticker	ODL	P/NAV	1.0
Market cap	1.191 mrd USD	EV/EBITDA*	4.6
Chair	Simen Lieungh	Div yield*	5%
Sektor	Offshore	Net Debt*	\$582m

2023*

Vi stiller oss, som tidligere nevnt, svært positive til en supercycle i offshore-sektoren. Odfjell er vårt valg grunnet deres backlog og spesielle posisjon i markedet.

Odfjell er tilsynelatende foretrukket av norske majors, og har med hensyn til størrelse og kvalitet det vi anser som den beste HE semisub-flåten i verden. Nåværende debt-covenants er restriktive med tanke på leverage, noe som kan gjøre M&A vanskelig. Likevel tror vi at Odfjell og industrien som helhet vil ha fokus på M&A fremfor. Dette er også bekreftet av management i Odfjell. For Odfjell anser vi Northern Ocean sine to rigger som et sannsynlig mål hvor Odfjell er operatør av riggene i skrivende stund.

Bortsett fra å spekulere i M&A, som har begrenset avkastning, liker vi ODL som et sikkert bet på en supercycle i offshore. Fremover ser Odfjell godt posisjonert ut til å kunne tjene godt på andre aktørers exit fra Norge på grunn av høye kostnader og strenge regulatoriske krav. North-Sea og øvrige HE semisub-markeder ser på sikt svært stramt ut med flere nye basins som kommer til å bidra til økt aktivitet. Uten nybygg i sektoren og økende utilization mener vi at Odfjell representerer et godt case.

Odfjell har backlog dekning til mid 2026 og vi forventer økte utbytter fremover som kan fungere som en potensiell catalyst. Det er begrenset med likviditet i andre del av 2024 grunnet SPS betalinger men vi forventer en økning i utbytte i 2025. Ytterligere vil en videre økning på rig-eterspørselen i Norge være positivt. Vi anser Odfjell drilling som et case med begrenset nedside, short term catalysts og solid runway på lengre sikt.

Vi har Odfjell som vår valg i sektoren grunnet ønsket eksponering mot semisubs over drillskip, kvaliteten på flåten, solid balance sheet og ledelse.



Ticker	INSW	P/NAV	0.69
Market cap	\$2.48mrd USD	EV/EBITDA*	3.8
Ceo	Lois Zabrocky	Div yield*	12.3%
Sektor	Shipping	Net Debt 2024e'	\$322m

2023*

'Fra PAS

Per juni 2024 mener vi at optimismen rundt VLCC-markedet er noe overvurdert. Et sterkt VLCC-marked ser ikke ut til å være "rett rundt hjørnet," til tross for rapporter fra enkelte analytikere foretrekker vi å ha eksponering mot LRs på \$30k/d med et breakeven-punkt på \$12k/d, i motsetning til Frontline med et cash breakeven på \$31k/d, spesielt når TC-kontrakter i skrivende stund blir inngått på \$30-40k/d.

Vi ser ikke tydelige drivere for et sterkt VLCC-marked i Q3 og anser det som lite sannsynlig at OPEC vil øke eksporten i vesentlig grad. Vi stiller oss derfor skeptisk til analysene fra enkelte meglerhus og mener at den kortsiktige optimismen er overdrevet. Den viktigste faktoren for VLCC-rater på \$80-100k/d, som enkelte analytikere spår, ville sannsynligvis vært en betydelig økning i Kinas import. I dag vurderer vi at nedsiden er større enn oppsiden. Vi foretrekker derfor å fokusere på selskaper som genererer sterke inntekter nå, fremfor å spekulere i et fremtidig VLCC-marked som kan være lengre unna enn enkelte hevder. Det kan også være verdt å merke seg at Okeanis har valgt å ta kostnaden på \$1M per VLCC for å rense sine skip for å kunne frakte produkter, noe som bekreftes av selskapets ledelse. Vi er positive til en sterk vintersesong for stortank, men er mer konservative i våre forventninger enn konsensus.

INSW er vår favoritt grunnet den gunstige prisingen i forhold til konkurrentene og et solid management team. Potensielle kortsiktige katalysatorer inkluderer avviklingen av poison-pill og mulige tilbakekjøp spesielt nå som prisingen i forhold til konkurrentene begynner å skille seg vesentlig. Vi ønsker å ha en blandet flåte for å redusere eksponeringen mot VLCC de kommende månedene. Vi forventer dog en rateøkning mot slutten av året, noe som også vil være positivt for INSW. Til sist vil vi nevne at det er høy korrelasjon mellom ulike selskaper i sektoren noe som gjør diversifisering mindre effektivt, likevel foretrekker vi INSW sin blended fleet over VLCC pureplays.



Ticker	AKERBP	PE	7.4
Market cap	\$150.611 mrd	P/NAV	0.99
Largest shareholder	Aker Capital	Div yield*	7.6%
Sektor	E&P	Net Debt Q1-24'	\$2.6mrd

Vi er positive til olje på lang sikt på grunn av det vi tror er en slowdown i Permian som endelig har begynt å manifistere seg. Fremtidig produksjonsvekst vil sannsynligvis måtte komme fra offshore, der Norge har noen av de laveste breakeven-kostnadene per fat i verden. AkerBP er et "legacy" pick i vår portefølje fra tidligere år men ble i den tid valgt grunnet det som ble ansatt som et selskap med riktig fokus på olje, i stedet for andre kapitalkrevende aktiviteter med begrenset avkastning som peers har vært engasjert i.

Det ser ut til å være et visst avvik mellom børsens holdning til norske E&P-selskaper, som for tiden tjener svært gode penger med Brent-prisen på 85 USD, og det vi mener er en fair prising for sektoren. AKERBP har for tiden en spennende leteportefølje og svært lave breakevens per fat(6.1USD i Q1). Produksjon og cashflow er begge stabile og selskapet betaler stabile utbytter.

AKERBP ble inkludert i porteføljen grunnet det vi anså som et sikkert bet på økende oljepriser og mulige oppside fra nærfeltsleting. Selskapet har dog ikke prestert som forventet, hovedsaklig grunnet svakere oljepriser. Vi mener uansett at AKERB ikke er langt fra fair value og har begynt å se på andre muligheter i sektoren.

2024 exploration program

Licence	Prospect	Operator	Aker BP share	Pre-drill Status	mmboe
PL102G	Trell North*	Aker BP	61%	3-8 mmboe	
PL1138	Ametyst	Harbour Energy	30%	6-19 mmboe	
PL956	Ringhorne North	Vår Energi	20%	13-23 mmboe	
PL211CS	Adriana*	Wintershall Dea	15%	23-45 mmboe	
PL442	FGD* /Ypsilon	Aker BP	88%	9 - 20	Drilling
PL1182S	Kjøttkake	DNO	30%	19 - 40	Q2
PL1185	Kvernbukta	Equinor	20%	9 - 65	Q2
PL203	Alvheim Deep	Aker BP	80%	24 - 160	Drilling
PL261	Storjø West	Aker BP	70%	4 - 30	Q2
PL1170	Ferdinand	Aker BP	35%	31 - 65	Q2
PL1170	Hassel	Aker BP	35%	27 - 45	Q2
PL554	Garantiana Skrustikke	Equinor	30%	26 - 100	Q2
PL211CS	Sabina*	Wintershall Dea	15%	6 - 15	Q3
PL869	Rumpetroil South	Aker BP	80%	10 - 45	Q3
PL932	Kaldafjell	Aker BP	40%	12 - 140	Q3
PL1110	Njargasas	Aker BP	55%	23 - 120	Q4
PL1131	Elgol	Vår Energi	20%	27 - 180	Q4
PL942	Kongearn	Aker BP	30%	5 - 40	Q4
PL886	Bounty	Aker BP	60%	50 - 400	Q4
PL212	E-Prospect	Aker BP	30%	5 - 10	Q4

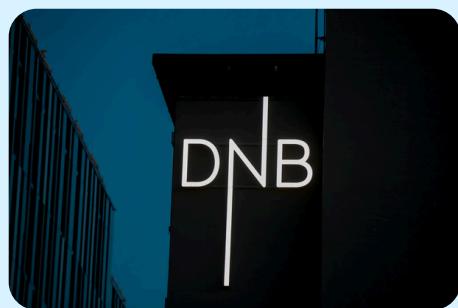
*Appraisal well

Sales of oil and gas



AkerBP

12



Ticker	DnB	PE	7,8
Market cap	312 mrd	PB	1.2
Ansatte	11 328	EK-andel	7.3%
Sektor	Finans	ROE Q2	16,6%

I løpet av dette halvåret har vi observert at oppkjøpet av Sbanken har medført noen utfordringer for DnB, og vi ser at markedsandelene innen innskudd og utlån har falt siden. I Q2 24 lå markedsandelene på henholdsvis 29,3 % og 22,9 % og hadde nesten falt tilbake til nivåer før oppkjøpet, mens de ved toppen etter oppkjøpet i Q2 22 var på henholdsvis 33,2 % og 24,2 %. Det er også verdt å merke seg at DnBs markedsandeler har vært synkende de siste 20 årene, hovedsakelig på grunn av økt konkurranse fra andre banker. Imidlertid har de tapte markedsandelene i personmarkedet blitt motvirket av økte markedsandeler i bedriftsmarkedet. Faktisk hadde DnB i 2024 for første gang siden 2019 en større markedsandel i bedriftsmarkedet enn i personmarkedet.

Egenkapitalavkastningen i Q2 24 var på 16,6% opp fra 15,6% i Q2 23, hvilket er rundt gjennomsnittet i den norske banksektoren som ligger melom 14-18 %. (SPV unntak med 20,1%). Banken handles for øyeblikket til en P/E-multipel på ca 8, noe som er i tråd med eller litt under sektorgjennomsnittet.

Vi vurderer DnB som finansielt stabil, med vekst i både topplinjen og bunnlinjen og en sterk posisjon i det norske bankmarkedet, spesielt innen bedriftssegmentet. Vi ser begrenset nedside, men samtidig begrenset oppside, noe som gjør dette til en av aksjene i porteføljen vi for øyeblikket har minst grunnlag for å beholde. Per 30. juni holder vi fortsatt på selskapet, men det er ikke utelukket at vi vil vurdere en exit til fordel for andre investeringer i fremtiden. Vi har for øyeblikket omtrent 20 % av porteføljen allokeret til finanssektoren. Selv om vi mener dagens prising av sektoren er rimelig, er den ikke nødvendigvis billig. En viktig vurdering fremover blir derfor om 20 % eksponering mot denne sektoren er for mye, eller om DnB fortsatt er en av de beste investeringscasene innenfor dette segmentet.

Europis



Informasjon

Ticker	EPR	PE	13,3
Market cap	12 mrd	PB	3,4
Ansatte	3 826	EK-andel	33%
Sektor	Konsument defensiv	Nettomargin	8,6%

Per 28. juni 2024 har Europis opplevd en nedgang på 6 % på børsen siden årsskiftet. Selskapet har økt omsetningen fra 2,3 milliarder kroner i Q2 2023 til 3,1 milliarder kroner i Q2 2024, hovedsakelig drevet av uorganisk vekst gjennom oppkjøpet av ÖoB. Til tross for denne økningen i topplinjen, har bunnlinjen forblitt stabil, med en liten økning fra 259 millioner kroner i Q2 2023 til 266 millioner kroner i Q2 2024.

ÖoB har i flere år hatt negativ lønnsomhet, og Europis' mål er å snu denne utviklingen. Selskapet har som mål å oppnå en driftsmargin på 5 % innen 2028, sammenlignet med en negativ margin på -1,2 % i 2023. For å realisere dette vil det kreves betydelige investeringer i et allerede krevende marked.

Europis er det selskapet i porteføljen vi per dags dato stiller oss mest skeptiske til. Selv om lavpriskjeder som Europis normalt kan dra nytte av økonomisk press på forbrukere, ser vi begrensninger i etterspørselen etter ikke-essensielle varer. Forbrukere kjøper kun det de trenger, og Europis tilbyr mange produkter som faller utenfor primærbehov, som hvitevarer, klær og elektronikk. SSB publiserer ikke alt for nøkkeltall når det kommer til mislighold på lån og kredittkort, men tall fra Federal Reserve Bank of St. Louis viser at misligholdsratene på kredittkort i USA er på sitt høyeste nivå siden finanskrisen og økende. Dette indikerer en svakere kjøpekraft blant forbrukerne. Oppsummert stiller vi oss skeptiske til teorien om at Europis vil dra nytte av en "trading down"-effekt, gitt deres store andel av "discretionary" varer.

Selv om Europis virker fair priset med en P/E på rundt 13, som ligger i lavere enden sammenlignet med noterte norske "peers" som Kid og Orkla (dog noe ulik forretningsmodell) som begge har P/E på rundt 15, er den mer på linje med større globale sammenlignbare selskaper som B&M European Value Retail og Dollar General, som handles til henholdsvis 12 og 13 i P/E. Vi forventer et høyere rentenivå enn det vi har sett de siste 15 årene vil bli den nye normalen i årene som kommer. Med strammere tider for den norske forbrukeren, vurderer vi å justere vår posisjon i Europis til fordel for andre muligheter.



Informasjon

Fond størrelse	6,3 mrd
Forvalter	Erik Hagerup
Sektor	High yield

Nøkkeltall

Kredittdurasjon	2,3
Rentedurasjon	0,9
Løpende rente	9,1%

I fjor høst valgte porteføljegruppen å investere i Heimdal Høyrente for å eksponere oss mot rentemarkedet. I dagens marked, med høye renter, tilbyr høyrenteobligasjoner en attraktiv avkastning godt over risikofri rente, samtidig som risikoen kan være begrenset sammenlignet med aksjeinvesteringer.

Rentemarkedet, som aksjemarkedet, har vært preget av både resesjons- og inflasjonsfrykt. Sentralbankene har stått ved et veiskille: Mens rentene forventes å synke ved en resesjon, har inflasjonsfrykten ført til at de holdes høye inntil inflasjonen er under kontroll. Lange og korte renter har steget siden årsskiftet, men falt noe i mai og juni. Inflasjonen i Norge ligger fortsatt over sentralbankens mål, og med et sterkt arbeidsmarked og svak kronekurs, forventer vi ikke rentekutt i Norge til høsten. For Heimdal Høyrente, som investerer hovedsakelig i løn med flytende rente, gir høyere renter økt avkastning, mens rentekutt vil redusere kupongbetalingene.

Gjennom halvåret har kreditmarginen i Norge falt med nesten 1,5 %, og obligasjonsprisene i det nordiske markedet har fortsatt å stige gjennom halvåret, drevet av høy etterspørsel etter high yield-obligasjoner. Denne etterspørselen, som kan antas å komme av portefølje balansering og attraktiv risk/reward, har bidratt til å innsevre kreditmarginene. Vi forventer at etterspørselen etter kredit for refinansiering og emisjoner vil vedvare, og at likviditeten i markedet forblir stabil, så lenge det ikke oppstår uforutsette hendelser eller vi havner i en resesjon.

Den siste tiden har usikkerhetsmomentene i kreditmarkedene globalt vært knyttet til politiske faktorer. For eksempel førte usikkerhet rundt valget i Frankrike i juli, hvor ingen fikk flertall, til at den franske tiårsrenten steg med fem basispunkter. Andre risikofaktorer inkluderer geopolitisk uro og økt risiko for mislighold av låneavtaler, selv om sistnevnte ikke kan regnes som en uforutsett hendelse i samme grad.

Heimdal Høyrente har økt sin eksponering mot olje- og gass-sektoren, som nå utgjør over 25 % av porteføljen. Stigende olje- og gasspriser har styrket Heimdal Høyrentes investeringer, og vi ser fortsatt muligheter til investeringer i energiselskaper som kanskje kan handles til en "rabatt" basert på tidligere prising. Større norske finansielle aktører fremstår også som attraktive på grunn av deres kapitalkrav og strenge utlånsstandarder, som kan bidra til en god risk/reward.

Til tross for potensielle rentenedganger og endringer i kreditmarginer, anser vi fortsatt high yield-markedet som en attraktiv investering. De solide kupongrentene til dagens styringsrente gjør dette markedet interessant, og vi utelukker ikke å øke vår eksponering i det nordiske høyrentemarkedet i nærmest framtid.



Ticker	MOWI	PE	16,4
Market cap	91,9 mrd	PB	2,2
Ansatte	11 644	EK-andel	43%
Sektor	Konsument defensiv	Nettomargin	2,8%

Mowi har hatt et utfordrende halvår på børsen, preget av svingende laksepriser og lave superiormarginer. Selskapet rapporterte et driftsresultat på 430 millioner euro YTD, mot 621,3 millioner euro i samme periode i 2023. Bunnlinjen ga en forbedring fra 208,2 mill euro YTD mot 157,8 mill euro for samme periode i 2023.

I år har vi sett en negativ trend i lakseprisen etter en periode med høyere priser gjennom vinteren. Dette prisfallet kan delvis forklares en naturlig korreksjon etter vinterens høye prisnivåer. Vanligvis er det en invers sammenheng mellom laksepris og volum, men både hos Mowi og andre aktører har volumet hittil i år vært relativt likt som i 2023, om ikke noe lavere.

Til tross for årets prisnedgang er det forventninger om økt etterspørsel fra utviklingsland i årene som kommer. Med et noe begrenset tilbud – hvertfall så lenge landbaserte anlegg ikke er fullt operasjonelle – ser vi derfor for oss et marked med høye laksepriser på lang sikt.

Mowi har hatt utfordringer med skadet fisk gjennom vinteren. Nesten halvparten av laksen som ble slaktet av selskapet i den første uken i april, hadde så store skader og sår at den ble klassifisert som produksjonsfisk. Vi anser dette som en av de største risikoene knyttet til laksebransjen, og Mowi som enkeltaksje. Det er blitt diskutert ulike tiltak, inkludert forbedringer av vaksiner og andre metoder for å redusere skader på laksen, men så langt har vi fortsatt til gode å se betydelige forbedringer. Myndighetene har også et sterkt fokus på fiskehelse, og det er sannsynlig at strengere reguleringer kan komme i fremtiden.

På den andre siden har Mowi stor geografisk tilstedeværelse, noe som bidrar til å dempe risikoen. I tillegg har selskapet en noe lavere operasjonell risiko enn mange av de andre aktørene i bransjen.

Som investorer er det viktig å vurdere ulike scenarioer. Hvis trenden med perlesnormaneter fortsetter, kan et selskap som Bakka frost se bedre ut. Bakka frost opererer på Færøyene, hvor forekomsten av perlesnormaneter er betydelig lavere. Selskapet har levert relativt sterke resultater i år, spesielt sammenlignet med andre lakseselskaper. Etter en nedgang på børsen siden mars, er verdsettelsen også blitt mer attraktiv. I tillegg opererer Bakka frost med noe høyere marginer enn resten av bransjen.

En annen viktig faktor å vurdere er fremveksten av landbasert lakseproduksjon. Selv om vi ennå ikke er på et stadium hvor landbasert laks dominerer markedet, må vi tenke langsiktig. Om noen tiår, hvor langt har denne teknologien kommet? Det er mulig at raske teknologiske fremskritt kan skje på få år, noe som kan føre til at forventning om fremtidig inntjening for de største lakseselskapene synker drastisk som følge av økt konkurranse fra landbasert produksjon.

Selskapets nåværende prising fremstår som fair, men ikke nødvendigvis billig, med en LTM P/E på 16,4. Markedet ser ut til å ha priset inn en vesentlig bedring i inntjeningen det kommende året, og en 12-måneders forward P/E på rundt 10-11 gjør prisen mer attraktiv. Med de nåværende utsiktene for sjømatnæringen og Mowis verdsettelse har vi valgt å beholde vår posisjon. Likevel, som tidligere nevnt, er det flere interessante peers, og endringer i bransjens utsikter kan gjøre det aktuelt å justere vår eksponering.

Storebrand



Informasjon

Ticker	STB	PE	10,6
Market cap	48,8 mrd	PB	1,6
Ansatte	2 308	EK-andel	3,1%
Sektor	Finans	ROE Q2	33,3%*

Storebrand har oppnådd et konsernresultat på 3,3 milliarder kroner YTD 2024, sammenlignet med 1,7 milliarder kroner i samme periode i 2023. Solvensmarginen for Q2 2024 er på 191 %, betydelig over selskapets mål på 150 %. Finanstilsynet har godkjent tilbakekjøp av aksjer, noe som gjennomføres hvis marginen forblir over 175 %. Selskapet rapporterer en combined ratio på 97 %, noe høyere enn peers som Gjensidige med 92,6 %. Denne forventes å forbedres til 90-92 %.

Storebrand oppnådde et gjennombrudd i en sak de klaget inn til ESA, der de søkte avklaring på riktig anbudspraksis for offentlig tjenestepensjon. Fra 2019 til 2021 gjennomførte kun 1 % av kommunene en slik anbudsrunde, som innebærer en konkurranseplikt for å velge leverandør av pensjonsordninger for sine ansatte. Dette kan gi Storebrand en større markedsandel, ettersom mange kommuner tidligere har fornyet avtaler med markedslederen KLP uten konkurranse. Denne praksisen ser nå ut til å kunne endres.

Vi kan også bemerke at Storebrand nylig kjøpte tilbake Lysaker Park, noe som viste seg å være en svært gunstig affære for selskapet. De kjøpte eiendommen for 1,7 milliarder kroner, betydelig lavere enn salgsprisen på 2,2 milliarder kroner i 2017. Gitt omstendighetene i næringseiendomsmarkedet og den pressede situasjonen til den tidligere eieren, kan det antas at eiendommen ble kjøpt til noe under markedspris. Storebrand har tilgang til rimelig kapital for å finansiere kjøpet, og håndteringen av Lysaker-salget/kjøpet styrker tilliten vår til selskapets strategiske beslutninger.

Når vi vurderer prisingen i finansbransjen, fokuserer vi mer på ROE enn på P/E, da ROE er en viktig indikator på hvor effektivt en bank bruker sin egenkapital til å generere profit. Regresjonsanalyser har vist at ROE forklarer mye av prisingen av bankaksjer i dagens marked. For Storebrand ligger ROE på 23 % YTD, opp fra 13,8 % for samme periode i 2023. Tier 1-kapitaldekningen er også styrket, med 18,2% i Q2 2024 opp fra 17,2 % i Q2 2023, noe som er på nivå med de største sparebankene.

Summert sett er Storebrand for vår case en litt *jack of all trades master in none*. De leverer jevnt over gode resultater på tvers av sine avdelinger. Denne strukturen reduserer risikoen for hele gruppen sett i ett. Forsikringsavdelingen har dog hatt utfordringer med høyere combined ratios enn konkurrentene, men hvis Storebrand klarer å redusere denne raten, leve på øvrige nøkkeltall, fortsette å gjøre strategisk gode valg, utvide konsernet og ta større markedsandeler, samtidig som de gir tilbake til aksjonærerne, ser fremtiden lys ut for selskapet.

*Den høye ROE-en for Q2 i dette tilfellet ble i stor grad påvirket av inntekter fra salget av aksjene i Storebrand Helseforsikring



Ticker	SCHB	PE	4,2
Market cap	40,8 mrd	PB	2,4
Ansatte	6 026	EK-andel	73%
Sektor	Kommunikasjon	Nettomargin	58%

Schibsted ble tatt inn porteføljen i Q4 2023 hvor det bekreftede budet på Adevinta og de ekstraordinære utbyttene som skulle følge var en grunn til å kjøpe. Etter News Media er solgt ut sitter vi med et slankere Schibsted som en ren rubrikkvirksomhet. Marketplaces virksomheten er forbundet med høyere vekst og høyere marginer og vi forventer mer vekst og en multiplekspansjon som følge av dette. Så langt har posisjonen gitt en avkastning på 37%.

I Q1 og Q2 har EBITDA vært hhv. 454 og 546 MNOK, med EBITDA-marginer på henholdsvis 12% og 22%. Nordic Marketplaces har de siste årene gitt stabil topplinjevekst på 10-20%, og EBITDA marginer på 35-39%. News Media som nå er skilt ut hadde vekst på rundt 5% og marginer på 7-12% siste årene. Vi mener markedet ikke har priset inn den mulige veksten for Schibsted og holder dermed aksjen videre.

	EV/EBITDA	P/E	P/B
EBay	13,1	18,75	5,21
Schibsted	12,5	4,2	2,4
Adevinta*	28,6	<0	1,45
Shopify	119,9	76,9	9,58
Mercari Inc	18,59	24,27	4,38

*Multipler er beregnet på Adevinta sin kurs da de ble tatt av børs. Multiplene reflekterer en premium på aksjen som Permira og Blackstone betalte for selskapet.

Yara



Informasjon

Ticker	YAR	PE	27.12
Market cap	76 mrd	PB	0.99
Ceo	S. Holsether	EK-andel	38%
Sektor	Chemicals	Nettomargin	-

Vi solgte oss ut av Yara i starten av 2024, og tok inn odfjell drilling. Vi ser at Yara er nede -17% YTD, og har fortsatt i samme retning som da vi eide aksjen. Selskapets inntjening falt gjennom Q2, Q3 og Q4 2023, og flere risikofaktorer som vær avhengighet og behovet for at gjødselprisene øker i forhold til gassprisene, påvirket vårt investeringscase. Vi fryktet også at green og blue ammonia-investeringene til Yara vil gi dårlig avkastning på kort sikt, noe som potensielt kan påvirke utbytteutbetalingar og aksjekurs.

Frontline



Informasjon

Ticker	FRO	PE	8.55
Market cap	\$4.99 mrd	PB	2.09
Ceo	Lars Barstad	EK-andel	38%
Sektor	Shipping	Nettomargin	52%

Beveggrunnen til å ta ut Frontline av porteføljen var hovedsakelig en relativt høy prising til peers, Frontline handler konsekvent på P/NAV høyere enn peers selv når de leverer det vi anser som sub-par TCE performance i forhold til peers som Okeanis, noe som er til dels forventet med en flåte på denne størrelsen. INSW ble tatt inn i porteføljen grunnet billigste prising i peer group og på grunn av et ønske for eksponering mot midsize / produkt i form av MR2s og LR1s.