

Halvårsrapport

20
25



fintech
Cnigma

Innholdsfortegnelse

Forord	3
Porteføljeoversikt	4
Vekting	5
Totalavkastning	5
Makroøkonomi	6
Våre posisjoner	
BlueNord	7
Odfjell Drilling	8
DOF Group	9
BGF World Gold	10
Storebrand	11
Vend Marketplaces	12
MOWI	13
Betsson	14
Husqvarna AB	16
Våre exits	
Heimdal Høyrente	17
Kongsberg Gruppen	17
Sea1 Offshore	18

Forord

Fintech Enigma fikk i første halvår av 2025 en avkastning på 9,65%. I dette halvåret har vi betydelig tatt ned risikoeksponeringen vår. På det meste hadde vi nesten hele 40% av porteføljens verdi i rentepapirer og kontanter. Vi ville ta ned eksponeringen mot høye verdsettelse (b.l.a. gjennom vår exit i KOG) og høy volatilitet. Vi ville også ha noe tørt krutt tilgjengelig dersom vi skulle se en korreksjon i en kvalitetsaksje. Mot slutten av halvåret har vi redusert kontant- og rentebeholdningen og økt aksjeandelen. Vi har gått ut av *KOG*, *Heimdal Høyrente*, *Sea1 Offshore* og *gull*, samtidig som vi har gått inn i *Husqvarna*, *BGF World Gold* og *DNB Aktiv Rente*.

OSEBX prises nå til ~12 ganger inntjening, relativt lavt i forhold til den svenske OMX på 18x og spesielt de dyre amerikanske indeksene S&P500 på ~27x og Nasdaq-100 på ~37x. Da det stormet som verst rundt Trump og handelskrigen nøt vi godt av vår defensive posisjonering, men har siden det hengt noe etter indeks da vi (1) holdt oss unna noen større indexmoves, som blant annet KOG, som fortsatte momentet en god stund etter vår exit og (2) hadde lav aksjeandel. Utover sommeren har vi sett at selskapene klarer seg overraskende godt gjennom usikkerheten og så til og med selskaper slå forventningene både på topp- og bunnlinje. Dette er noe vi tok i betraktning da vi møt slutten av halvåret økte aksjeandelen.

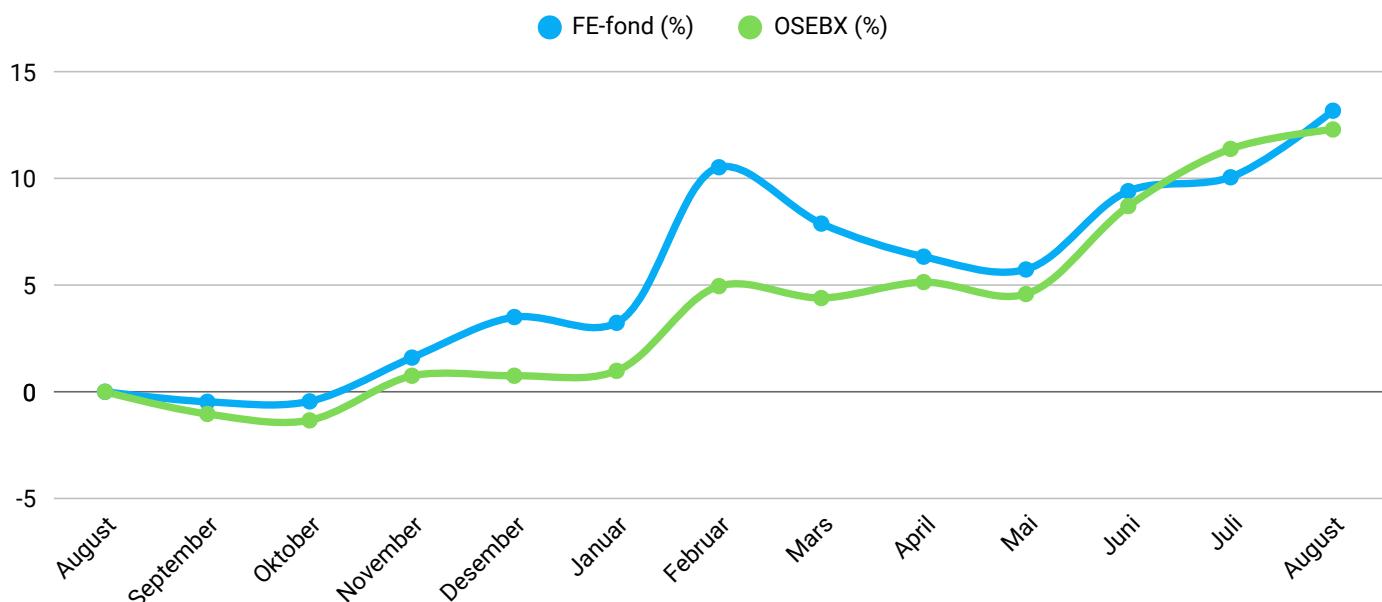
Avkastning

Periode	FE fondet	OSEBX
H1 2025	+9,65	13,78%
Total	+48,22	+34,98

Nøkkeltall

Fondsoppstart	29.03.2023
1-års standardavvik	7,47%
1-års sharpe-ratio	1,88
Beta	0,54

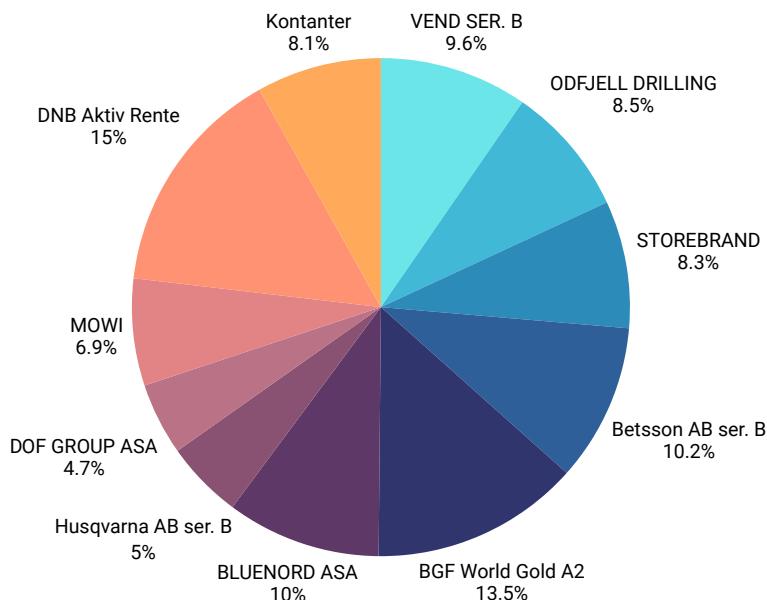
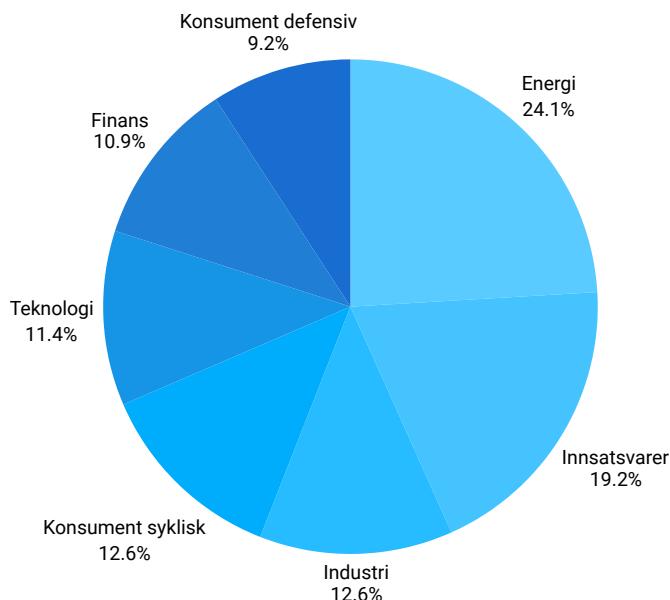
Utvikling YTD



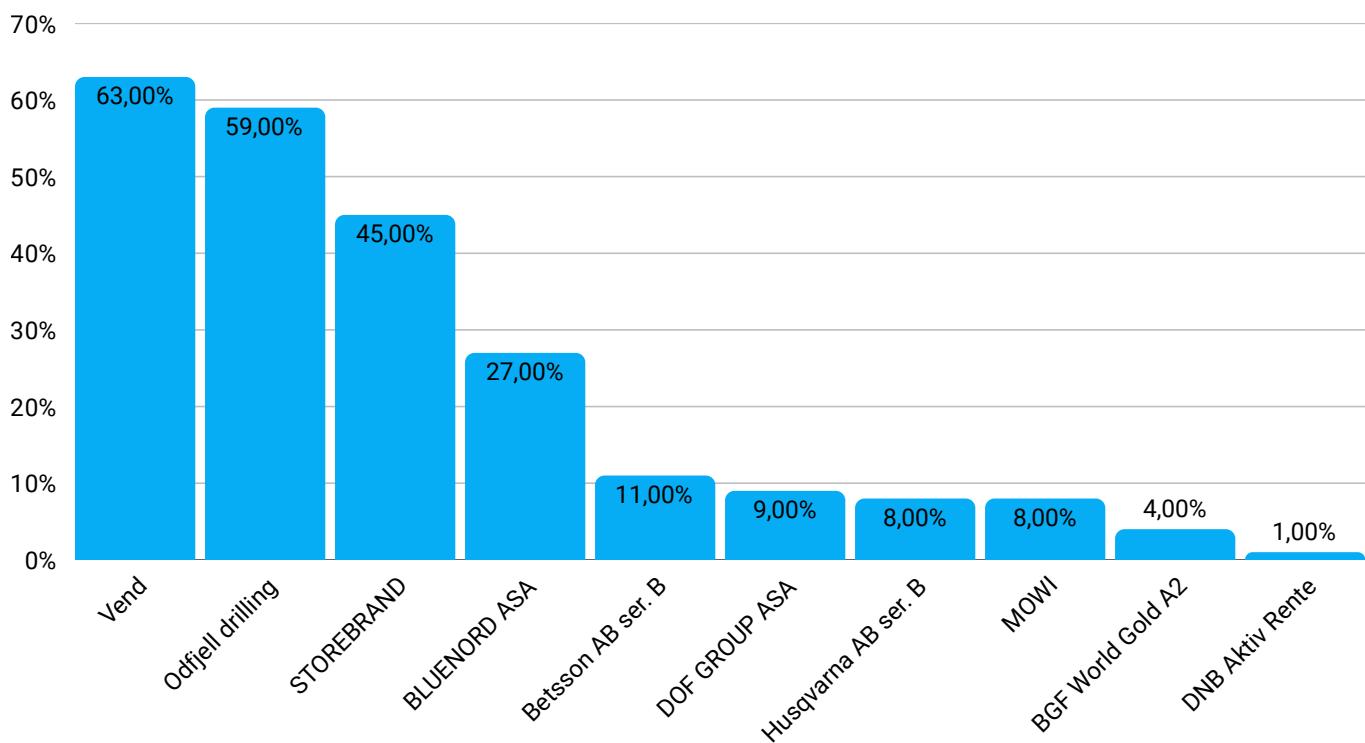
Porteføljeoversikt

SELSKAPER	INNGANG	VEKTING	TOT. AVK
Vend Ser. B	13.11.2023	9,6%	+63%
Odfjell Drilling	29.02.2024	8,5%	+59%
Storebrand	12.10.2023	8,3%	+45%
BlueNord	29.08.2024	10%	+27%
Betsson Ser. B	31.10.2024	10,2%	+11%
DOF Group	01.11.2024	4,7%	+9%
Husqvarna Ser. B	28.02.2025	5%	+8%
MOWI	29.03.2023	6,9%	+8%
BGF World Gold A2	03.04.2025	13,5%	+4%
DNB Aktiv Rente	14.05.2025	15%	+1%
Kontanter	-	8,1%	-

Vekting



Totalavkastning per posisjon



Makroøkonomi

Første halvår av 2025 har vært preget av fortsatt geopolitisk uro, høy usikkerhet i markedene og et makrobilde som i stor grad påvirkes av den nye politiske virkeligheten i USA. Donald Trump ble innsatt som president i januar, og administrasjonen har iverksatt drastiske tiltak for å gjennomføre valgkampens løfter.

Hovedtemaet har vært handelspolitikk, og da særlig trusselen om økte tariffer. "Liberation Day" 2. april ble dagen hvor Trump presenterte de nye tollsatsene for en rekke handelspartner, hvor dette ble begrunnet med blant annet gjengjeldses-toll og tiltak for å "gjenopprette rettferdig handel", ettersom USA har et stort handelsunderskudd til flere av sine handelspartner. Markedet tok dette negativt i mot, hvor S&P 500 og Nasdaq ble sendt ned henholdsvis 15% og 20% YTD på det verste.

Vårt synspunkt har tidligere vært at slike tariffer vil være et forhandlingskort, og dette ble tydelig da Trump annonserte en 90-dagers toll-pause til å forhandle nye handelsavtaler. S&P steg 10% på denne meldingen, en bevegelse vi ikke har sett i nyere tid. Trump skulle vise seg å være en tøff forhandler, og føre hardt press på Kina med en varslet tollsats på 145%. Siden, har han signert en handelsavtale med Japan og EU på 15% toll og blitt enig om en ytterligere utsettelse på tollen til Kina mens de forhandler en ny avtale. Slik har han sikret USA bedre rammebetingelser i verdenshandelen, men tollen vil sannsynligvis betales av forbrukerne til slutt. Trump har også uttrykt sterkt misnøye mot USA sin sentralbanksjef Jerome Powell, ettersom han ikke setter ned renten. Powell på sin side har argumentert dette med at Federal Reserve venter på økonomiske data knyttet til forventet inflasjon etter de økte tollsatsene. Dette truer sentralbankens uavhengige stilling, men markedet ser dog ikke ut til å være altfor bekymret over dette.

EU har i lys av usikkerheten rundt amerikansk støtte trappet opp sin egen forsvarspolitikk kraftig. ReArm Europe ble lansert i mars med mål om å mobilisere inntil €800 milliarder gjennom en kombinert strategi med nedsatte budsjettregler, nye lån og reallokering av EU-midler. Dette har siden ført til en sterk sektorrotasjon mot forsvar, og en enorm utflykt av kapital fra de amerikanske markedene inn i Europa. De europeiske indeksene har prestert bedre enn de amerikanske, med tyske DAX foreløpig opp 21% YTD mot S&P som er opp 8,9% YTD. ReArm Europe og det påfølgende rallyet i forsvarsaksjer ble vi bare delvis med på, da vi anså forsvarsaksjer for dyre.

Norges Bank satte ned styringsrenten med 25 basispunkter til 4,25% i møtet 18. juni, det første kuttet siden 2020. Sentralbanken varsler ytterligere ett eller to kutt senere i 2025, med mulighet for rente ned mot 4,0% eller 3,75% ved årets slutt. Inflasjonen har falt raskere enn ventet, men er fremdeles over målet. Svak krone har bidratt til importert inflasjon. Norges Bank signaliserer derfor en forsiktig justering av rente normalisering som tar hensyn til stabilitet og kontroll på prisvekst. I september har vi et stortingsvalg som potensielt kan ha en sterkt effekt på økonomisk politikk dersom vi får en ny regjering. Den svenske renten er derimot lavere og vi er gjennom Husqvarna posisjonert for at den svenske (og forsåvidt europeiske) konsumenten skal konsumere mer enn de siste 2 årene.

Risikobildet globalt er fremdeles tilspisset. Krigen i Ukraina pågår fortsatt, og Israel er i sterkt konflikt med både Hamas og Iran. I dette landskapet opprettholder vi en forsiktig og disciplinert tilnærming til kapitalallokering. Vi ser ingen grunn til å jage vekstaksjer til høye multipler i et marked preget av politisk risiko og mulig innstramming i global handel. Vår posisjonering er fortsatt defensiv og fokusert på verdibaserte investeringer, med særlig vekt på energi og konsumentsektoren, områder vi mener vil holde seg robuste fremover.



Ticker	BNOR	P/E	5.7x
Market cap	17.9 mrd NOK	EV/EBTIDA	2.4x
Største eier	EUROCLEAR BANK	Direkteavk	43-65%
Sektor	E&P	EV/EBITDA	2.4x

BlueNord leverte nok en gang et utbytte over forventningene i Q2, med 70 % av operasjonell kontantstrøm utbetalt. Selskapet fastholder sin utbyttepolitikk på 50–70 % av operasjonell kontantstrøm frem til 2026, og med estimatorer fra SBM1 estimerer peker det mot 30–45 % direkteavkastning for 2025–2026.

Likevel er det ikke til å komme utenom at det fortsatt er spørsmål rundt operasjonell stabilitet. Produksjonstallene for juni var igjen påvirket av teknisk nedetid, og Q2-produksjonen lå betydelig under forventningene. Selskapet har kuttet 2025-guiding fra 46 til 41 kboed. På den positive siden er guidingen for Q4 er uendret, men det fundamentale spørsmålet gjenstår: Hvis man fortsatt ikke har løst kompressorproblemene nå, hvor lenge skal dette trekke ut?

Vi finner det bekymringsverdig at feltet, selv etter mange måneder, fortsatt ikke presterer som planlagt. Det er forståelig at oppstart av nye brønner innebærer en viss grad av voksesmerter men på dette tidspunktet begynner tålmodigheten å bli tynn. Særlig når produksjonskapasitet under stabile forhold er estimert til ~24 mboed, men realisert snitt i Q2 kun var ~19.5 mboed. Dog har selskapet fortsatt 36% yield på dagens prising med brent på 70, ttf på 10, kboe/d.

Finansielt sett leverer selskapet svært godt, med solid kontantstrøm, lav capex og høy utbyttekapasitet. Men kontantstrøm og utbytte blir en funksjon av faktisk produksjon og teknisk drift. Tyra-feltet er kritisk for caset, og uten stabil produksjon der, vil aksjen forbli svært volatilt priiset, til tross for ekstremt attraktiv yield.

BlueNord er fortsatt et unikt utbyttcase men operasjonell risiko ser ut til å fortsette å plage caset. Så lenge Tyra ikke fungerer fullt ut, bør man være forberedt på svingninger i både produksjon og aksjekurs. Om de får kontroll på driften mot høsten, ser vi mulighet for en re-rating. Dette fremstår dog ikke som sannsynlig i skrivende stund.

Odfjell drilling



Informasjon		Nøkkeltall	
Ticker	ODL	Div yield	15%<
Market cap	18.44 mrd NOK	FCFF Yield (26e)	25%<
Styreleder	Simen Lieungh	EV/EBTIDA	4.52x
Sektor	Offshore	LTV	28%
		EV/GAV	1.4x

Odfjell Drilling er fortsatt vårt toppvalg innen rigsegmentet. Selskapet skiller seg ut gjennom en sjeldent kombinasjon av operasjonell kvalitet, ledende kontraktsdekning og markedsposisjon. Sammen med Transocean har de i praksis et duopol i Nordsjøen innen Tier 1-segmentet for harsh environment semisubs, med betydelig prisingsmakt. De er samtidig å regne som foretrukken operatør for flere av de største aktørene på norsk sokkel, noe som gir høy visibilitet og forutsigbarhet ettersom E&Ps gir god capex guiding.

Til tross for sterk kursutvikling så langt i 2025, er vi fortsatt positive til fremtidig utvikling. Som tidligere nevnt i foregående årsrapport tror vi en refinansiering er nært forestående. Odfjell RIG III-obligasjonen (\$350m) er dog ikke callable før 30. november 2025. Vi forventer videre at opsjonene på både Nordkapp og Aberdeen vil bli utøvd.

Med en ledende backlog og svært god kontraktsdekning, mener vi Odfjell er i ferd med å etablere en ny base for høy og stabil kapitaldistribusjon. Vi estimerer fri kontantstrøm etter capex og nedbetalinger tilsvarende rundt 20 % av dagens markedsverdi i 2026 og videre.

Det er verdt å nevne at ODL screener dyrt relativt på asset values med en implied rig value på 586M per semi uten å ta med managed fleet. Selskapet er dog ledende av peers på backlog og FCF yield så vi er ikke videre bekymret.

Riggmarkedet som helhet er fortsatt preget av svakt moment og skuffende aktivitet globalt. Nordsjøen er dog et marked med svært høye etableringsbarriper, kompleksitet rundt det regulatoriske og betydelige tekniske krav. Samtidig er den norske kontinentalsokkel preget av brownfield capex som fører til høy utilization sammenlignet med andre områder.

ODL er, etter vårt syn, det klart beste risikojusterte caset innen offshore drilling. Med en sterk balanse, stigende FCF og et mgmt som er topp operasjonelt med en klar forpliktelse til shareholder returns. Derfor mener vi at aksjen fortsatt har mer å gå på, selv etter over 50 % avkastning hittil i år.



Informasjon		Nøkkeltall	
Ticker	DOFG	P/E (25e)	6.2
Market cap	23.52 mrd NOK	Div Yield (26e)	12%
Største aksjonær	John Fredriksen	EBTIDA margin	42%
Sektor	Offshore Serv.	Net leverage 25e	2.1x

Etter en god runde med kontrakt-tildelinger i Brasil har DOFG nå posisjonert seg godt og ligger tett opp mot guiding for resten av året. Samtidig ser vi, som hos de fleste offshore-aktørene, at H2 ventes å bli noe svakere. Spesielt ser Australia ganske dårlig ut, med flere fartøy nå ute av faste kontrakter og i spot-markedet sammen med blant annet SEA1 sine fartøy, dette er et marked med få tilgjengelige prosjekter på kort sikt.

Med et utbytte på USD 0.30 per aksje ligger direkteavkastningen på 13 %. Vi kunne gjerne sett noe mer bevegelse på salgsfronten for de dårligere AHTSene, men ledelsen holder fast ved løftet om å levere aksjonæravkastning. FCFE yield er rundt 16 %.

Subsea-markedet er fortsatt sterkt, men vi anser at "pricing power" har blitt noe svakere enn i fjor, kanskje et tegn på at toppen er bak oss for denne gang. Heldigvis har det ikke blitt bygd noen av de mer komplekse fartøystypene, men det er definitivt en økning av nybygg i formen av OCVer. Heldigvis er det ikke lett å penetrere markeder som Brasil. DOFG er, sammen med SOFF, i en særklasse her. Dette er en betydelig fordel i dagens offshore marked, hvor de beste ratene og lengste kontraktene er å finne i Brasil. Mellom selskapene er det enorme forskjeller i flåte, strategi og geografisk eksponering. For selskaper med global rekkevidde og de riktige fartøyskapasitetene finnes det fortsatt marginer å hente. *Tilstedeværelse i de riktige markedene er det som til syvende og sist avgjør utbyttekapasitet og langsiktig lønnsomhet.*

Brasil utgjør fundamentet i selskapets operasjoner. De har en posisjon der nede som få kan matche, og kan bli regnet som Petrobras foretrukne operatør. Det blir riktig nok en del flytting av båter og capex i forkant av oppstartene, men det meste peker mot at 2026 kan bli et svært godt år for DOFG.

Vi holder derfor på vår posisjon i DOFG som vårt foretrukne offshore-serviceselskap, med en attraktiv kombinasjon av risk/reward og sterk utbyttekapasitet fremover. Dog begynner aksjen å nærme seg vårt fair value estimat med FCF yield sub 20% for et veldig makro eksponert selskap.



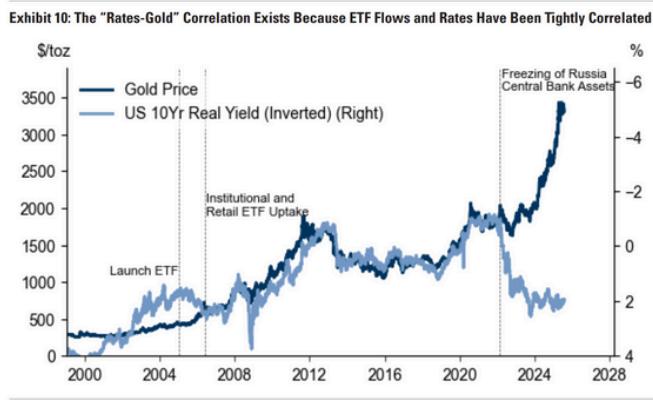
Informasjon

Benchmark	FTSE Gold Mines Index (USD)
Kostnad	1.5%
Valuta	USD
Top 3 holdings	Newmont, Agnico Eagle, Barrick

Etter invasjonen av Ukraina og beslutningen om å fryse russiske valutareserver, har vi sett en markant økning i sentralbankers gullkjøp. Gull er den eneste reserveaktivaen som ikke kan konfiskeres, forutsatt at det holdes innenlands. Dette har særlig drevet emerging markets til å øke sine gull-beholdninger. Sentralbanker har siden finanskrisen gått fra nettoselgere til nettokjøpere, men takten skjøt virkelig fart etter 2022 som følge av økt usikkerhet rundt USAs finansielle bærekraft og dollar som reservevauta. Vi ser ingen grunn til at dette skal avta ettersom at en markant minskning av gullreserver hadde krevd en ny kredibel reservaluta. Man har også retail demand i den vestlige verden om inflasjon blir et problem som en mulig kicker for gullprisen, på lang sikt er gull en særdeles god "store of value".

Gull har historisk fungert som en "store of value" i perioder med inflasjonssjokk og minket tillit til pengepolitikken, som på 1970-tallet da ekspansiv finanspolitikk og en sentralbank med svak uavhengighet førte til høy inflasjon. Gullprisen beveges i hovedsak av tre aktører: investorer, ETF-er og sentralbanker, sistnevnte er klart mest viktige og prisinsensitive. Prisgulvet dannes av opportunistiske kjøpere, mens langsiktige allokeringer fra sentralbanker og makrobaserte investorer setter retningen. Gullgruveaksjer har derimot ikke hatt samme medvind. Under forrige cycle tidlig på 2000-tallet ødela mange selskaper aksjonærverdier gjennom dårlig kapitaldisiplin. Dagens management, mange av de som også var i sektoren under forrige cycle, fremstår som langt mer edruelege, med fokus på kontantstrøm og ROI. M&A-aktiviteten har smått startet og vi følger denne tett ettersom våre cycles som regel ender med betydelig M&A aktivitet.

Gull skiller seg fra andre råvarer ved at det ikke forbrukes. Årlig produksjon øker den totale gullbeholdningen med kun 1 %, og tilbuddet er tilnærmet uelastisk. Selv om gull og gold miners er blant de beste investeringene så langt i år er det fortsatt laber investeringsetterspørsel, GDX har hatt netto outflows i år (se graf nederst høyre som viser GDXJ shares outstanding) Selv om "the cure of high prices are high prices" ikke holder for fysisk gull så er dette sant for gold miners, i vårt syn er det kun et spørsmål om tid før markedet dekker inn 30-40% FCF yields ved å øke aksjekursene, så lenge gullprisen holder seg over 3000 er det ingen grunn til bekymring for gold miners på nåværende prising.



Storebrand



Informasjon

Ticker	STB	P/E	14
Market cap	70 mrd	P/B	2,2
Ansatte	2 368	Solvency II*	200%
Sektor	Finans	CASH ROE*	18%

*Q2 numbers

Storebrand har fortsatt sin sterke utvikling i 2025, og aksjen har ved utgangen av juli steget over 20 prosent så langt i år. Sammenlignet med fjoråret vokser konsernet fortsatt tosifret og leverer solide resultater på tvers av virksomhetsområdene. Et av de mest oppløftende punktene fra andre kvartalsrapport var at combined ratio nå er nede på 91 prosent, etter å tidligere ha ligget nærmere 100 prosent. Dette viser at lønnsomheten i skadeforsikringsdelen har blitt vesentlig forbedret (selv om tallene for skadeforsikring i stor grad varierer etter ekstremvær og andre force majeure hendelser). I tillegg har selskapet økt sin markedsandel i det norske skadeforsikringsmarkedet til 7,4%.

Også på andre områder viser tallene god vekst. Utlånsbalansen har økt med 12 prosent, mens samlet forvaltningskapital har vokst med 16 prosent. Dette bidrar direkte til inntjeningen, ettersom Storebrand henter mye av inntektene fra rentemarginen mellom utlån og innskudd samt gebyrer på forvaltningskapital. Når disse balansepostene vokser, utvides grunnlaget for inntjening, noe som er klart positivt.

Vi ser en konsolideringstrend i den norske finanssektoren, der mindre aktører, som lokalbanker, gradvis blir kjøpt opp. Dette betyr at markedsandelen konsentreres på færre hender, og i dette bildet fremstår Storebrand som det beste alternativet for eksponering mot norsk finans. Selskapet er den mest diversifiserte institusjonen i markedet og tilbyr et bredt spekter av tjenester som gir flere uavhengige inntektsstrømmer. Dette gjør at svakhet i én del av virksomheten ofte kan kompenseres av styrke i en annen. Samtidig er konsernet dyktig drevet, og med en solvensmargin på 200 prosent har de en robust kapitalposisjon som gir handlingsrom både for videre vekst og for aksjonærvennlige tiltak.

Når vi vurderer prisingen av finanssektoren, legger vi størst vekt på avkastning på egenkapitalen fremfor tradisjonelle multipler som P/E. For Storebrand er annualisert ROE nå på 18 prosent ved utgangen av andre kvartal, godt over konsernets egen målsetting på over 14 prosent. Dette styrker caset ytterligere, da det åpner for både høyere ordinære utbytter og økte tilbakekjøpsprogrammer fremover. Tilbakekjøpet på 1,5 milliarder kroner i 2025 gir alene en betydelig yield for aksjonærerne og understøtter selskapets ambisjon om å kombinere vekst med kapitaldisiplin.

Selv om Storebrand ikke nødvendigvis er det mest rendyrkede vekstcaset i porteføljen, fremstår selskapet som en «jack of all trades» i finanssektoren. Det er bredt eksponert mot mange segmenter, men leverer samtidig prestasjoner på høyt nivå i samtlige. Den brede virksomhetsstrukturen reduserer den samlede risikoen, og vi legger spesielt merke til den positive utviklingen i forsikringsdelen, hvor combined ratio har kommet ned på et attraktivt nivå. Dersom konsernet klarer å fortsette å vokse innen kapitallette segmenter som kapitalforvaltning og Unit Linked-pensjon, samtidig som de styrker forsikring og tradisjonelle pensjonsordninger, vil caset fremstå stadig mer attraktivt. Kombinasjonen av vekst, solide resultater, diversifisert forretningsmodell og en aksjonærvennlig kapitalstrategi gjør at vi vurderer Storebrand som et av de mest interessante alternativene for eksponering mot nordisk finans.

Vend



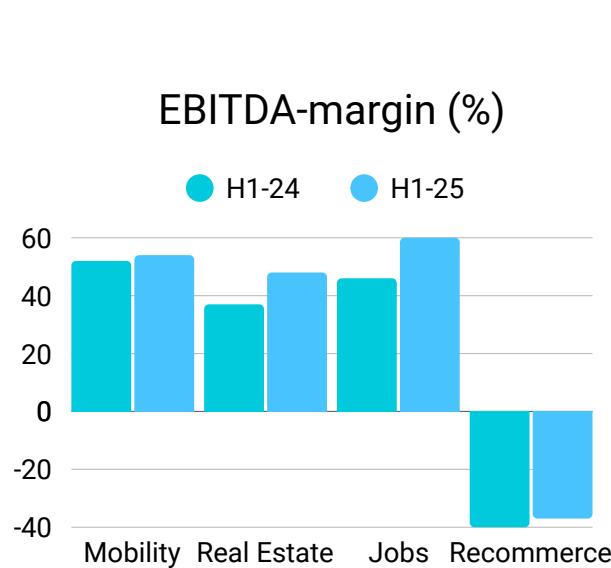
Informasjon

Ticker	VENDB	P/E (25e)	20
Market cap	82 mrd	FCF-yield	8.8%
Ansatte	3884	EK-andel	79%
Sektor	Teknologi	EBITDA-margin	25%

Starten av 2025 var tøft for Vend da de i februar rapporterte et svakere Q4-24 enn ventet. Q1-25 var derimot mye sterkere som ga et sterkere momentum. Q2-25 ga et velfortjent hopp i aksjen etter å ha slått EBITDA konsensus med 13%. Vi tolker de siste kvartalene som at ledelsen klarer å levere etter sin strategi; fokus rundt sine 4 vertikaler, kostnadskutt og marginekspansjon. Resultatene gjør også at vi har mye sterkere tiltro til konsensus-estimatene (som kun er noe oppjustert), noe som de-risks caset. Vi bemerker også at den lille oppjusteringen i EPS-estimatene markerer et viktig sentimentskifte etter et uforutsigbart H1.

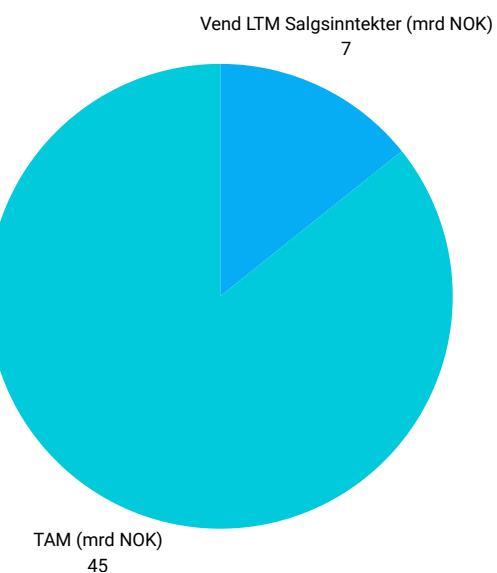
Vi synes Vend er et spesielt godt case fordi de sitter på meget sterke merkevarer og har en sterk posisjon i markedet. Det er spesielt to grunner til at vi tror på marginekspansjon; (1) Vend har stort potensiale til å utnytte prisingsmakten mer og (2) Vend har sterk lønnsomhet i 3/4 vertikaler (Mobility, Real Estate & Jobs) med stor skalerbarhet. Vekst i disse vertikalene og kostnadskontroll i Reccommerce vil kunne ytterligere øke marginer.

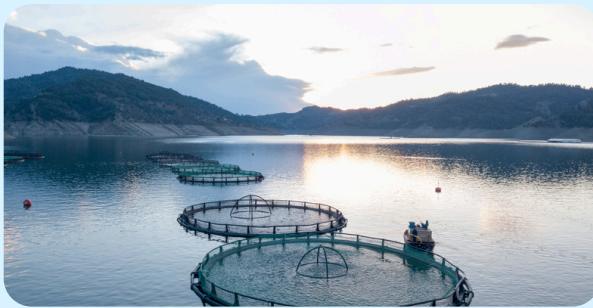
Vend prises i dag relativt likt som peers. Legger man dog til grunn for Vend's vekspotensiale og markedsposisjon, mener vi Vend retterdigjør at de verdsettes til en premium til sine peers. Det er altså mer å hente i denne posisjonen.



Totalt addresserbart marked

Kilde: Vend (CMD 24')





Ticker	MOWI	P/E	20
Market cap	107 mrd	P/B	2,3
Ansatte	12 579	ROE YTD	16.7%
Sektor	Konsument defensiv	Equity ratio	46.9%

Mowi leverte et sterkt andre kvartal, preget av solid volumvekst og oppjustert guiding til tross for vedvarende prispress i laksemarkedet. Omsetningen nådde et rekordnivå, drevet av en økning i slaktevolum på 21 prosent sammenlignet med samme periode i fjor. For 2025 har selskapet også oppjustert sitt slaktemål til rundt ti prosent over 2024-nivået, noe som reflekterer både en sterk biologisk utvikling og en robust produksjonskapasitet.

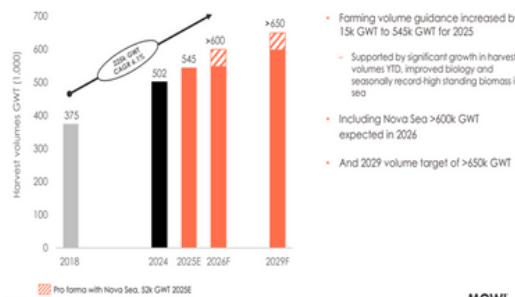
Marginene er imidlertid under press. EBIT-marginen falt til 13,5 prosent, ned fra 17,1 prosent året før, hovedsakelig som følge av svakere laksepriser som har begrenset lønnsomheten til tross for volumfremgangen.

En av Mowis største styrker er selskapets brede geografiske tilstedeværelse. I lys av økte tollbarrierer har selskapet en særskilt fordel i det amerikanske markedet, hvor de leverer hovedsakelig fra produksjon i Canada og Chile. Den integrerte verdikjeden, med lokal bearbeiding og videreføredling i USA, bidrar til å dempe effekten av handelshindre og tilfører merverdi som styrker konkurransen mot europeiske aktører. Også segmentene utenfor kjernevirkosmheten bidro positivt i kvartalet. Consumer Products leverte sitt nest beste resultat noensinne, drevet av lavere råvarekostnader og høy produksjon, mens Feed-segmentet satte ny volumrekord og er under strategisk gjennomgang.

Kapitalstrukturen fremstår solid, med en egenkapitalandel på om lag 50 prosent. Samtidig videreførte selskapet sin aksjonærvennlige politikk gjennom et kvartalsutbytte i størrelsesorden NOK 1,40–2,00 per aksje, noe som underbygger stabiliteten i utbyttekapasiteten. Mowi leverer fortsatt grei avkastning på kapitalen, men noe under gjennomsnittet siste år med en egenkapitalavkastning på 15,1 prosent og en avkastning på sysselsatt kapital på rundt 13,3 prosent.

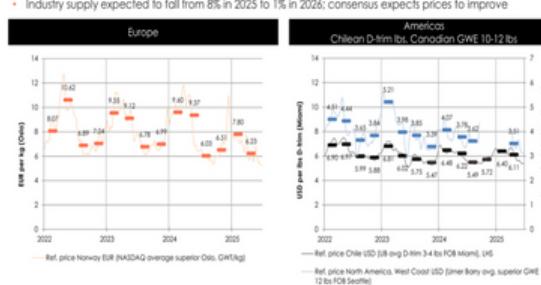
Alt i alt viser H1 at Mowi evner å vokse og levere resultater også med lav laksepris. Volumvekst og kostnadsreduksjoner gir en buffer mot marginpress, og oppjustert produksjonsguiding sammen med lav kostnadsbase peker mot en positiv utvikling. Den strategiske verdien ligger i kombinasjonen av geografisk diversifisering, effektiv drift og en integrert verdikjede med sterk posisjon i flere steder i verden. Selv om Mowi har vært blant casene vi har vurdert for mulig exit i løpet av halvåret, fremstår selskapet samlet sett som et robust og konkurransedyktig case i sjømatsektoren.

Farming volume guidance increased from 530k GWT to 545k GWT in 2025E



Salmon prices – weekly reference prices

- Continued good underlying demand for salmon, however, prices impacted by temporary high supply on improved biology
- Industry supply expected to fall from 8% in 2025 to 1% in 2026; consensus expects prices to improve



Betsson



Informasjon

Ticker	BETSB	P/E	10
Market cap	20 MRD sek	EBIT-margin YTD	22.3%
Ansatte	2800	Leverage ratio	-0.5
Industry	Gambling	ROE LTM	22%*

*Net debt / LTM EBITDA

Betsson leverte solide resultater i første halvår 2025, med tosifret omsetningsvekst og fortsatt høy lønnsomhet. Til tross for gode tall fikk kurserne et kraftig fall på publiseringensdagen for Q2, ned om lag 16 prosent. Kursfallet etter Q2-resultatene fremstår som en overreaksjon, og vi vurderer aksjen som attraktiv på dagens nivå, med et gunstig risk/return profil.

Selskapet fortsetter å ekspandere til nye markeder, og inntektene fra Latin-Amerika steg med 35 prosent sammenlignet med året før. Samtidig økte andelen inntekter fra regulerte markeder fra 55 til 65 prosent. Vi vurderer dette som en positiv utvikling, ettersom en større del av inntjeningen nå kommer fra mer stabile og forutsigbare jurisdiksjoner. I 2024A rapporten vår snakker vi mer om dette, hvor høy eksponering mot uregulerte markeder som f. eks Tyrkia har gitt Betsson en vesentlig risikopremie i markedet. Inntekter fra uregulerte markeder har sannsynligvis svært høye marginer, men er ikke en sikker framtidig inntektskilde gitt uregulerte markeders natur. At Betsson i økende grad styrer inntektene mot regulerte markeder reduserer denne risikoen, selv om det innebærer en noe høyere effektiv skattesats.

En negativ faktor i kvartalet var en marginal nedgang i antall aktive kunder sammenlignet med fjoråret. Dette ble imidlertid delvis oppveid av at kundens innskudd økte med 4,4 prosent. Videre har selskapet hatt en betydelig økning i antall ansatte, fra rundt 2 200 årsverk i fjor til nærmere 2 800 i dag, som følge av den internasjonale ekspansjonen og satsing på nye markeder.

Den største driveren bak kursfallet etter Q2 var nok likevel et fall i operativ kontantstrøm, som ble redusert med 44 prosent sammenlignet med samme kvartal i fjor. Dette skyldtes høyere skatteutbetalingar, lavere spillerforpliktelser og økte kundefordringer, som samlet sett har bundet opp mer kapital. Betsson har historisk hatt en svært høy CCR, og markedet oppfattet nok denne utviklingen som negativ. Vi vurderer imidlertid fallet som midlertidig, og forventer at kontantstrømmen vil normaliseres til mer historisk trajectory i løpet av de kommende kvartalene.

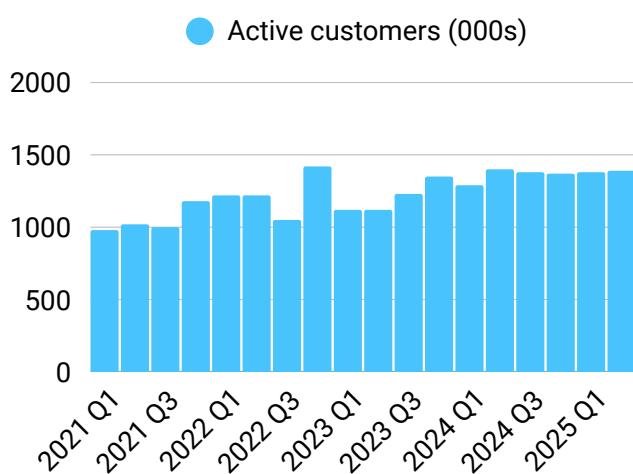
Ubytteyielden for 2025 ligger fortsatt an til å ligge på historisk gjennomsnitt på rundt 4–5 prosent. Vi anser selskapets kapitalallokeringsstrategi som en av hovedstyrkene i caset. Ledelsen har ved flere anledninger vist evne til å trekke seg ut av markeder de anser som lite lønnsomme (USA, Nederland f. eks), og heller prioritert vekst i mer attraktive regioner eller returnert opptjent kapital til aksjonærerne.

Etter kursfallet handles Betsson til EV/EBITDA rundt 5,5, hvilket er omtrent 50 prosent lavere enn både nærmeste peers og selskapets historiske gjennomsnitt. Med en P/E på rundt 10 fremstår Betsson som klart lavere priset enn konkurrenter som Evolution (13x), FDJ (16x) og MGM (over 15x).

Betssons brede geografiske eksponering og flersidige produkttilbud bidrar til å stabilisere inntjeningen og gir samtidig tilgang til attraktive vekstmarkeder. Selskapets egenutviklede teknologi og skalerbare plattform gir dessuten en fleksibilitet som gjør det mulig å ekspandere raskt inn i nye land, samtidig som marginene holdes på et høyt nivå. Dette er en kvalitetsfordel som vi mener ikke reflekteres fullt ut i dagens prising. Vi anerkjenner at markedet fortsatt priser inn regulatorisk risiko og en viss operasjonell risiko knyttet til uregulerte markeder. Likevel vurderer vi dagens verdsettelse som svært attraktiv. Dersom Betsson lykkes med å opprettholde vekst og marginer, og samtidig vender tilbake til sin historiske kontantstrømsbane, ser vi god sannsynlighet for multippelekspansjon. Kombinert med vekstdrivere som internasjonal ekspansjon, teknologisk styrke og oppkjøpsmuligheter, mener vi Betsson fremstår som et attraktivt case. På bakgrunn av dette valgte vi å øke vår posisjon i selskapet i etter fallet i juli.

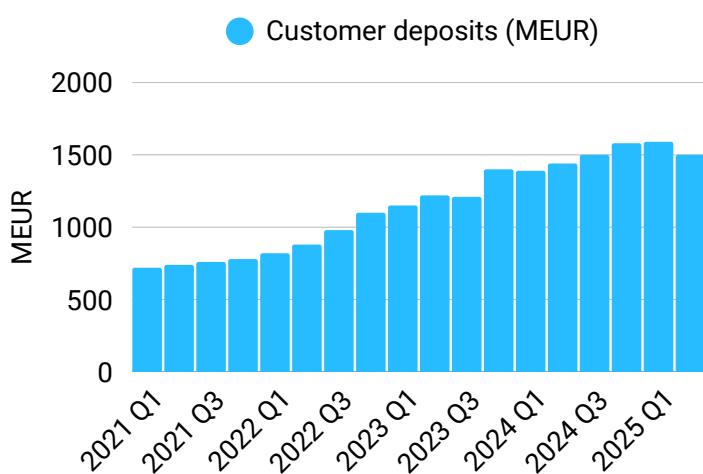
Active customers by quarter

Kilde: Betsson Q2



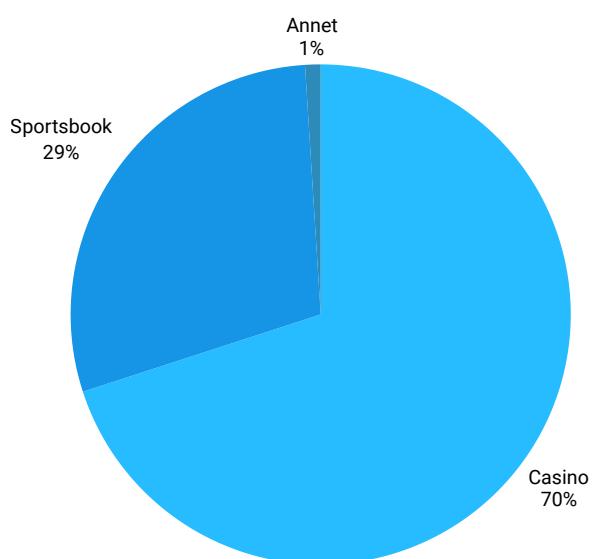
Customer deposits by quarter

Kilde: Betsson Q2



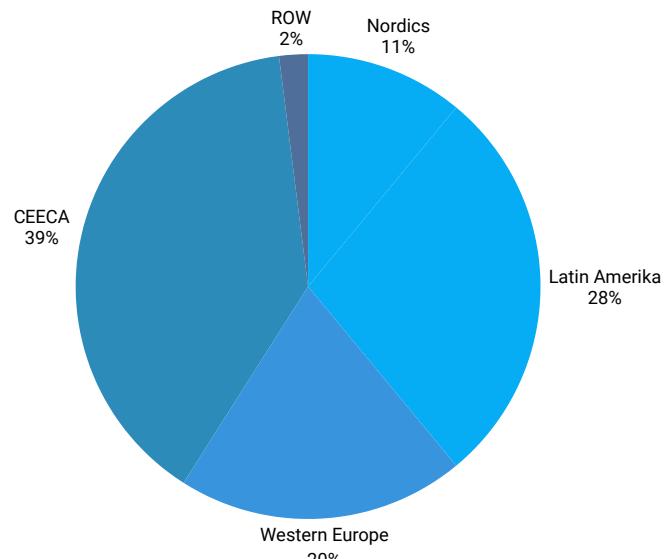
Omsetning-fordeling

Kilde: Q2 Betsson



Omsetning gitt marked

Kilde: Q2 Betsson



Husqvarna



Informasjon

Ticker	HUSQ-B	P/E	13.5x
Market cap	30.3 mrd	P/B	1.2x
Ansatte	13 000	EK-andel	43%
Sektor	Industri	EBIT-margin	7.2%

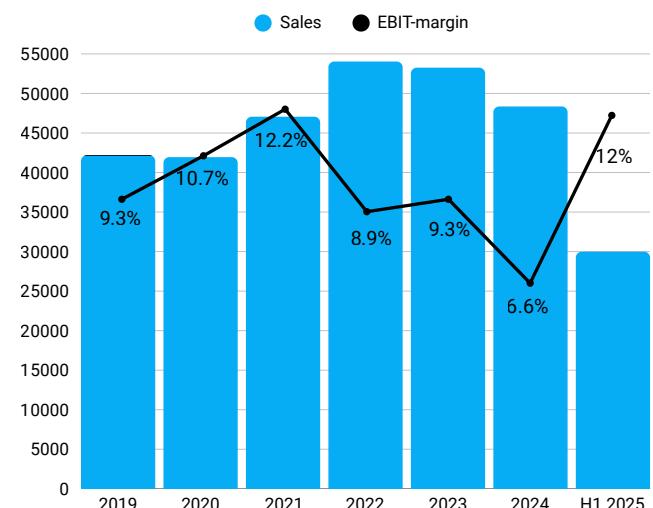
Vi tok Husqvarna inn i porteføljen i mars. Siden det fikk vi oppleve en nedgang ved liberation day og siden hentet det inn igjen og steget videre. Aksjen ble tatt inn som et spill på at nordisk konsum skal øke. Husqvarna, som selger robotgressklippere, hage- og anleggsutstyr er et solid industrikskap med lang historie, ledende produkter, solid balance sheet og flere store langsiktige investorer. De har i perioden frem til renteøkningene i 2022 levert god topplinjevekst og EBIT marginer på ~9%*. Årene etter 2022 karakteriseres derimot av betydelig nedgang i EPS og samtidig multippekonsolidasjon. Året 2024 var historisk dårlig for selskapet som har fremprovosert en rekke endringer, deriblant at CEO Pavel Hajman skal erstattes i løpet av året.

Vi ser begrenset nedside i selskapet og mener aksjen gir en god risk/reward og eksponering mot lavere styringsrenter i Sverige og resten av Europa. Husqvarna er forholdsvis lavt verdsatt til peers, og vi mener det god mulighet for multippelekspansjon. Q2 resultatene var forholdsvis sterke med tanke på det vanskelige markedet, der Forest & Garden, Gardena og Construction alle slo konsensus. Dette viser at den lange nedgangen har snudd og EPS-estimatene endelig justeres opp.

Selv om robotics (mao. robotgressklipper) vokste med imponerende 15%, er dette lavere enn veksten i det totale markedet som kan tolkes som at de taper markedsandeler. Markedet for robotgressklippere preges av høyt prispress, noe vi anser som en risiko ved denne investeringen. Siden Husqvarnas produkter ligger i det øvre prisjaket vil lavere kjøpekraft hos konsumenter kunne skade topplinjen. Husqvarnas adresserbare marked er dog enormt, og vi tror det fortsatt er mye å hente som ikke ennå er priset inn.

	P/E (25e)	EV/EBITDA
Electrolux	13.3	4.7
John Deere	25.6	25.9
Black & Decker	19.8	10.0
Thule	21.1	14.4
Husqvarna	13.5	6.0
Median	19.8	10.0
Average	18.7	12.2

Salgsinntekter og EBIT-margin



*gjennomsnittlig EBIT-margin 2014-21

Heimdal



Informasjon

Fondsstørrelse	7 mrd
Forvalter	Erik Hagerup
Sektor	High yield

Nøkkeltall

Kredittdurasjon	2,3
Rentedurasjon	1,0
Effektiv rente	8,6%

I mai solgte vi oss ut av Heimdal Høyrente med en totalavkastning på 13,4%. Selve rasjonalet bak exiten var at high yield spreads vare lave nok til at vi mente risikoen ble for høy i forhold til den forventede avkastningen. Norske høyrentefond har de siste årene gitt meget god avkastning relativt til OSEBX, en oppgang vi ble med på. Likevel opplevde vi at høyrenteposisjonen innebar en volatilitet som lignet mer på aksjer enn rentepapirer. Oppsiden over tid er også mer begrenset i rentefond enn i aksjer. Vi så spreadene minke *mer* enn risikoen i de underliggende selskapene ble redusert. Altså mistenkte vi at lavere risikopremier egentlig skyldtes store kapitalstrømmer inn i det meget aktive nordiske high yield markedet, og i mindre grad strukturelle endringer i underliggende selskaper. Med andre ord mente vi at vi ikke fikk tilstrekkelig betalt for risikoen og vi ville heller øke risikoen i aksjeandeler.

Kongsberg Gruppen



Informasjon

Ticker	KOG
Market cap	57 mrd
Største eier	Næringsdep.
Sektor	Forsvar

Nøkkeltall (24e)

EV/EBIT	31x
P/E	41x
EBIT-margin	15%
Equity ratio	26.3%

Det var først og fremst verdsettelsen som gjorde at vi solgte oss helt ut av Kongsberg Gruppen den 12. februar. På det tidspunktet handlet aksjen til en P/E (TTM) på 38. En så høy verdsettelse impliserer en veldig høy forventet vekst, noe som gir caset betydelig høyere risiko. Det strukturelle caset bak KOG er fortsatt intakt, altså har vi fortsatt troen på at Europa skal ruste opp og at KOG fortsatt skal vokse betydelig. Likevel er forventningene meget høye og det skal derfor ikke mer til enn at KOG bommer på estimatene for at aksjen skal kunne falle betydelig.

I tillegg anså vi aksjen til å være for sentimentdrevet, altså at den var spesielt sensitiv for geopolitiske hendelser, utsagn fra det hvite hus, etc. Vi ønsket ikke lenger å eksponere porteføljen for en slik volatilitet.

SEA1



Informasjon		Nøkkeltall (25e)	
Ticker	SEA1	Fwd P/E	4.87x
Market cap	4 mrd NOK	Levered FCF yield	19%
Største aksjonær Sektor	Christen Sveaas Offshore Serv.	P/NAV	0.72x
		LTV	38%

*Salg av assets ekskludert

Salget av SEA1 var hovedsakelig preget av det vi anså som et særdeles variabelt AHTS-marked, usikkerhet rundt konsolideringen av Viking Supply Ships og ikke minst usikkerhet knyttet til beslutningen om å bygge 4 nybygg i det vi anser som et relativt dyrkt marked for nybygg.

I lys av vår investeringsstrategi anså vi DOFG som et lavere risikocase relativt til den begrensede oppsiden vi så i SEA1 de neste årene, drevet av betydelige nedbetalinger på nybygg. SEA1 valgte å bygge fire båter med 250t-kran fremfor å prioritere utbytter. Disse nybyggene er i praksis høykapasitets PSV/AHTS-hybrider med kran – et segment som har sett økende ordrebok etter at mye SH-tonnasje er blitt absorbert og nye aktører har kommet inn i markedet.

Vi vurderer 250t-kran-markedet som svakt mykende. Etter en lengre periode uten bygging av mer komplekse fartøy som pipelayers har markedet i stedet sett en økende andel high-spec AHTS med kran og multipurpose-fartøy. Disse fartøyene gir fleksibilitet og lavere CapEx enn rendyrkede konstruksjonsfartøy, men mangler den tekniske kompleksiteten som ofte gir strukturelt høyere inntjening. Vi er derfor i større grad bekymret for SEA1 enn vi er for DOFG ettersom AHTS er et mer variabelt marked.

Bull-caset på SEA1 ble godt beskrevet i forrige rapport. Grunnen til at vi solgte er ikke fordi vi anser det som et dårlig selskap, helst tvert imot, men heller fordi vi reduserte offshore-eksponering i oktober–november, noe som i etterkant har vist seg å være en riktig beslutning. Valget å vekte opp i DOFG har hovedsakelig med SEA1 sin beslutning om å bygge 4 nye fartøyer som setter en stopper for dividend caset, når grunnen til at vi eier en aksje forsvinner så må aksjen også forsvinne fra porteføljen.

SEA1 var dermed et for variabelt case relativt til DOFG.



fintech
Cnigma