



Ny aktør i konkurransepreget landskap

Indøk finansklubb

18.04.2023

DNB
Markets



Innhold

1 Om InFi	4
2 Investeringsstrategi	4
2.1 Investeringsmål	4
2.2 Investeringsfilosofi	4
2.3 Tidshorisont og risikotoleranse	4
3 Markedsrefleksjoner	4
3.1 Olje og gass	4
3.2 Teknologi	5
3.3 Grønne investeringer	5
3.4 Energi fremover	5
4 Portefølje	6
4.1 Papirporteføljens utvikling	6
4.2 Nåværende portefølje	6
4.3 Aker BP	7
4.3.1 Utvikling og verdsettelse	7
4.3.2 Risikofaktorer	7
4.3.3 Konklusjon	7
4.4 Vår Energi	8
4.4.1 Utvikling og verdsettelse	8
4.4.2 Risikofaktorer	8
4.4.3 Konklusjon	8
4.5 Norske Skog	9
4.5.1 Utvikling og verdsettelse	9
4.5.2 Risikofaktorer	9
4.5.3 Konklusjon	9
4.6 Elkem	10
4.6.1 Utvikling og verdsettelse	10
4.6.2 Risikofaktorer	10
4.6.3 Konklusjon	10
4.7 Nekar	11
4.7.1 Utvikling og verdsettelse	11

4.7.2	Risikofaktorer	12
4.7.3	Konklusjon	12
4.8	Borregaard	13
4.8.1	Utvikling og verdsettelse	13
4.8.2	Risikofaktorer	13
4.8.3	Konklusjon	13
4.9	Gjensidige	14
4.9.1	Utvikling og verdsettelse	14
4.9.2	Risikofaktorer	14
4.9.3	Konklusjon	14
4.10	DNB	15
4.10.1	Utvikling og verdsettelse	15
4.10.2	Risikofaktorer	15
4.10.3	Konklusjon	15
5	Avsluttende tanker	16

1 Om InFi

Indøk finansklubb er en børsklubb for studenter ved Industriell økonomi og teknologiledelse ved NTNU i Trondheim, og ble startet i 2022. Børsklubben består av om lag 30 aktive indøkstuderter, og er til tross for kort tid i drift allerede en etablert aktør med to av landets ledende investeringsbanker på laget.

Denne årsrapport består av en introduksjon til InFi, refleksjoner rundt året som har gått og en gjennomgang av børsklubbens portefølje. God lesing!

2 Investeringsstrategi

2.1 Investeringsmål

Børsklubben har et overordnet mål om å søke høyere avkastning enn benchmark, Oslo børs (OSEBX), ved aktiv forvaltning. Dette oppnås ved grundige selskapsanalyser og investeringer i selskaper med langsiktige fortrinn som handles til gunstige priser i markedet.

2.2 Investeringsfilosofi

Børsklubbens investeringsfilosofi innebærer å identifisere selskaper med bevist forretningsmodell, solid økonomisk posisjon og potensielt konkurransefortrinn som handles til en gunstig pris i markedet. Videre har InFi en langsiktig investeringshorisont og søker å unngå kortsiktige markedstrender og spekulasjon. InFi er av den oppfatning at aktiv forvaltning fungerer som best med langsiktige kalkuleerte beslutninger med robust grunnlag, og ikke kortsiktig sentimentbasert impulsivitet.

For å nå børsklubbens investeringsmål er en grundig seleksjonsprosess for aksjer avgjørende. InFi har tro på at medlemmenes samlede teoretiske og praktiske kompetanse vil bidra til å gjøre finansklubben konkurranse-dyktig i et kapitalforvaltningsperspektiv. Videre står samhold og åpenhetskultur i sentrum av børsklubbens verdier for å i størst mulig grad utnytte alle medlemmers erfaring og kompetanse. InFi er av den klare oppfatning at dette er den eneste langsiktige bærekraftige måten å operere en studentdrevet børsklubb.

2.3 Tidshorisont og risikotoleranse

InFi har en langsiktig investeringshorisont, og verdsetter langsiktig potensial og bærekraftige konkurransefortrinn høyere enn kortsiktige posisjoner. Børsklubben

har videre ingen finansielle forpliktelser tilknyttet utbetalinger til samarbeidspartnere eller andre aktører. Dette tillater InFi å ta de riktige kalkuleerte og langsiktige beslutninger uten å bekymre seg for urolige interesser ved de kortsiktige svingninger dette måtte innebære. Dette setter InFi i en unik posisjon sammenlignet med andre kapitalforvaltere som i større grad må forholde seg til bekymrede investorer, og åpner for større muligheter for langsiktig meravkastning.

3 Markedsrefleksjoner

Under følger diskusjon av utvalgte momenter i markedsbildet finansklubben trekker frem som toneangivende for forhenstående år, både globalt og på Oslo børs.

3.1 Olje og gass

Russlands invasjon av Ukraina hadde stor påvirkning på olje- og gassmarkedet i 2022, med en oljetopp på 128 USD før den gradvis sank igjen utover året til 85.95 ved årsslutt. InFi identifiserer noen hovedpunkter som børsklubben ser på som vesentlige for hvordan oljeprisen kommer til å utvikle seg videre fra årsslutt. Først er EU og G7 sine pristak på russisk råolje fra desember, som kan være med på å bremse produksjonen av russisk olje i det kommende året. I tillegg har det vært observert en motvilje fra OPEC på å opprettholde produksjon til å dekke etterspørselen ellers i markedet. Slutten av 2022 medførte også en uventet slutt på Kinas null-covid-strategi. Med denne omveltningen er det ikke usannsynlig at det blir en høyere etterspørsel i Kina ettersom bare reduksjonen i flyvninger under covid stod for en reduksjon på 0.5mb/d. Kinesisk konsum har også en stigende trend ellers i økonomien som kommer til å være med på å dra opp etterspørselen ytterligere. Det som derimot taler imot en økende oljepris det kommende året, er svak vekst og frykten for en resesjon i 2023 som vil bidra til å betydelig senke den globale etterspørselen.

Året for gass har vært svært spennende. TTF startet året rundt 200 USD, toppet seg over 500, før den så endte året på 78.87 ved årsslutt. Disse store variasjonene i markedet har vært med på å presse ned det europeiske gassforbruket drastisk. I tillegg har EU og andre europeiske land fylt opp reservene til 83.5% ved årsslutt, langt over de vanlige nivåene for årsslutt i påvente av russisk eksportstopp.

Alt ser derimot ikke ut til å tale for en lavere utvikling i gasspriser. Normalt har store deler av Europas

nåværende LNG-import blitt sendt mot Kina, og vinteren 22/23 var langt mildere enn fryktet. Dersom begge disse faktorene skulle gå tilbake til normalen, vil det både være med på å øke etterspørselen, og svekke tilbudet.

3.2 Teknologi

Året som har gått har medført store fall innenfor teknologisektoren, med MSCI World Information Technology Index som falt hele 30.79% i løpet av 2022, ned fra gjennomsnittlig økning på 37.39% de tre foregående år. Sektoren hadde en stor økning under pandemien da den presenterte løsninger for mange av samfunnets mest aktuelle problemstillinger. I 2022 har imidlertid hevet rentebane forårsaket en viss multiplikontraksjon i sektoren, og InFi observerer utover det en bransje sterkt preget av å tidligere ha vært priset til skyhøye og mulig urealistiske forventninger.

Ettersom teknologi utgjør over 5% av benchmark i Oslo børs, og sektoren ser ut til å utsettes for store volilitetsaspekter fremover, er det en risiko for børsklubben å mangle eksponering mot sektoren. Gitt den spådde rentebanen, er InFi sitt syn likevel å være varsomme med generell eksponering, med øynene åpne for interessante muligheter.

3.3 Grønne investeringer

Gjennom Inflation Reduction Act of 2022 har USA lovet nesten 370 milliarder USD til det de definerer som energisikkerhet og klimaendringer. Dette skal blant annet brukes til et 30% skattefradrag på kommersiell solenergiproduksjon, samt flere andre produksjonsaspekter innenfor grønn energi. Dette er noe det europeiske miljøet ikke har hatt positiv respons til. Tilsvarende tiltak i EU kan også være med på å gjøre grønne investeringer mindre konkurransedyktige i Norge i forhold til utlandet. I tillegg taler ikke de høye rentespådommene positivt for sektoren. InFi erkjenner likevel at fremtiden til grønne investeringer fortsatt er lovende, ettersom det er fullstendig nødvendig fra et regulatorisk perspektiv å dyrke sektoren videre.

3.4 Energi fremover

I likhet med Oslo børs har InFi sin portefølje størst eksponering mot energisektoren. Det betyr at usikkerheten i energimarkedet som er spådd fremover vil ha stor betydning for porteføljens avkastning. InFi ser flere faktorer som avgjørende for energimarkedets videre utvikling.

Før konflikten med Russland importerte EU omtrent 50% av sitt gassforbruk og 30% av sitt oljeforbruk fra landet. Så lenge konflikten pågår, og energisikkerhet brukes som sanksjonsmiddel, presses energiprisene opp.

Det grønne skiftet er i gang, og det er stor politisk vilje i Europa for å elektrifisere flere deler av samfunnet. Det internasjonale energibyrået spår at man kan komme til å se toppen av samlet etterspørsel etter olje og gass rundt 2030, som underbygger at man kan legge til grunn vedvarende etterspørsel etter olje og gass også i et langsiktig perspektiv.

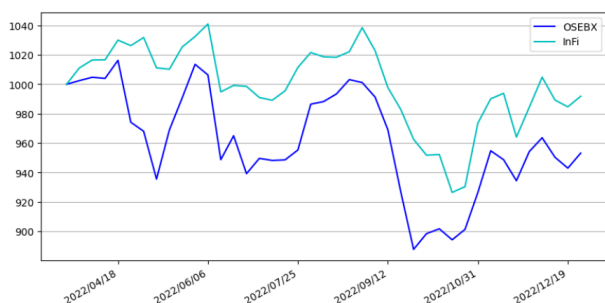
Strømmarkedet er tett tilknyttet energimarkedet, og i parallell med det grønne skiftet og elektrifisering er det spådd en enorm økning i elektrisitetsetterspørsel de kommende år og tiår både på nasjonalt og globalt plan. Med mindre man ser store fremskritt innen til nå ubeviste teknologier, eksempelvis fusjonskraft, er det grunn til å tro at etterspørselssiden vil ha utfordringer med å tilfredsstille dette økende behovet. Det er derfor ikke urealistisk å se for seg at strømprisene, også i Norge, kan forbli høye fremover. Dette vil kunne ramme norsk industri.

4 Portefølje

4.1 Papirporteføljens utvikling

InFi er en svært ung børsclubb, startet opp i 2022, og fikk derfor ikke et reelt investert fond før i 2023. Børsclubben har imidlertid siden oppstart forvaltet en papirportefølje, der de første selskapene ble tatt inn i mars 2022. I mangel på reell historisk avkastning mener InFi derfor en kort diskusjon av papirporteføljens utviklings kan være av interesse.

Overordnet leverte papirporteføljen meravkastning mot OSEBX for hele perioden.



Figur 1: InFi vs. OSEBX justert for utbytter

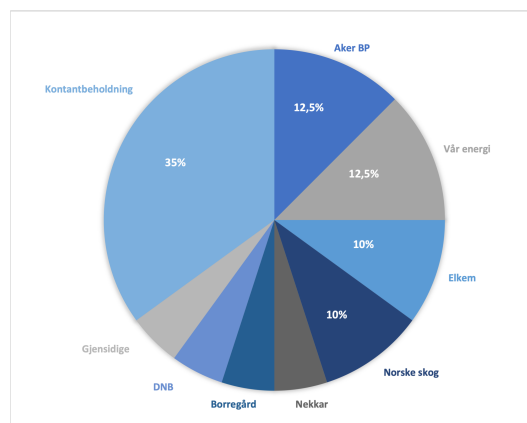
En del av porteføljens meravkastning skyldtes spesielt positiv utvikling i Borregaard (BRG) og Norske Skog (NSKOG) som ble tatt inn i løpet av året. Videre ble porteføljen kraftig dratt opp av Vår Energi (VAR) i sammenheng med krigen i Ukraina og økte oljepriser.

På nedsiden ble porteføljen tidlig i året beskyttet av en høy cashposisjon, som var en funksjon av børsclubbens korte periode i drift, og følgelig få analyser som endte med å ta selskapet inn i porteføljen. Børsclubben vurderer det som mer gunstig å i slik sammenheng heller sitte i cash enn å ha en overdreven eksponering mot få enkeltelskaper grunnet den idiosynkratiske risikoen dette innebærer. Samtidig er det langsiktig ikke gunstig å sitte i cash, og børsclubben sikter seg inn mot å være fullinvestert i løpet av 2023. At InFi var noe beskyttet mot markedsnedgangen i starten av 2022 bør derfor kun ansees som flaks.

Noe av porteføljens meravkastning skyldes også mindre posisjoner i Hexagon Composites (HEX) og Akastor (AKAST) som børsclubben nå er ute av. At disse endte med å bli relativt kortsiktige posisjoner, motstridende børsclubbens i utgangspunktet lange tidshorison, skyldes deres svært raske kursutvikling. Selskapene nådde et øvre nivå av utfallsrommet lagt frem i InFi sin verdsettelse på langt kortere tid enn det som var forventet. Ved en grundigere gjennomgang ble det derfor besluttet å gå ut av disse selskapene, da børsclubben ikke lenger så noen betydelig oppside i dem.

4.2 Nåværende portefølje

Børsclubbens nåværende portefølje er sammensatt av åtte aksjer og en kontantposisjon. Aksjeposisjonen til InFi er per dags dato relativt konsentrert og man kan følgelig anslå en porteføljevolatilitet som er noe høyere en markedsvolatiliteten. Samtidig vil kontantposisjonen bidra til å dempe denne effekten. Videre har porteføljen betydelig sektorovervekt i materialer og undervekt i energi, finansielle tjenester, kommunikasjon, og konsumentvarer. Børsclubben har kalkulert porteføljens beta basert på ukentlige closing-priser de siste fem årene, eller så langt tilbake det finnes historikk hvis kortere enn fem år. Porteføljens beta er 0,85 inkludert kontantposisjonen og 1,31 hvis man kun ser på aksjebeholdningen. Hoveddriverne av høy beta i porteføljen er energi- og materialsektorene. P/E er et implisitt mål på aksje-duration fordi det reflekterer timingen av forventede kontantstrømmer. Derfor anser InFi at porteføljen, som følge av at store deler av investeringene er i selskaper med lav P/E, er noe mindre sensitiv til renteutviklingen og dermed inflasjonsutsikter. Porteføljen er dog relativt syklisk og følgeeffekter av inflasjon og pengepolitikk på konjunktoren kan følgelig påvirke dens utvikling. Alt i alt er porteføljen relativt konsentrert og syklisk, men effekten av dette dempes av en høy kontantposisjon.



Figur 2: Nåværende portefølje

4.3 Aker BP

Aker BP (AKRBP) er et norsk oljeselskap med base i Stavanger. Selskapet har en portefølje av eksisterende felt og utviklingsprosjekter i Nordsjøen og Barentshavet, inkludert felt som Alvheim, Ivar Aasen og Valhall. I tillegg er selskapet lisenspartner i Johan Sverdrup-feltet. Aker BP har en solid posisjon i det norske olje- og gassmarkedet og er det nest største selskapet på norsk sokkel. Det norske markedet for olje- og gassproduksjon er karakterisert av høy teknologisk kompetanse og et regelverk som sikrer både økonomiske og miljømessige interesser.

Konsernsjef i selskapet er Karl Johnny Hersvik, som har sittet i stillingen i snart ni år. Han har tidligere erfaring som head of research fra Statoil i tillegg til andre stillinger i Norsk Hydro og Statoil. Selskapet har under Hersviks ledelse vokst enormt og blitt blant de største uavhengige olje- og gasselskapene i Europa. Hersvik leder et team med høy kompetanse og lang erfaring, der mange har vært delaktige i selskapets vekst. InFi anser denne erfarne og bevist velfungerende ledelsen som en betryggende faktor i den videre diskusjonen av selskapet.

4.3.1 Utvikling og verdsettelse

Finansklubben ser en tydelig oppside i selskapets nåværende verdsettelse. Overordnet sett har selskapet en solid portefølje av eksisterende felt og utviklingsprosjekter i Nordsjøen, samt en langsiktig strategi for vekst med en stabil inntektsstrøm. Selskapet har også en historie med lønnsom vekst og økte utbytter, noe som legger grunnlaget for tro på også fremtidig stabil avkastning.

Verdsettelsesmessig tar børsklubben utgangspunkt i sammenhengen mellom E&P-selskaper og oljeprisen, som historisk har vært høy. På kjøpstidspunkt handles Aker BP til en P/NAV på om lag 1, noe som historisk er forbundet med oljepriser rundt 60-70 USD/bbl. Grunnet olje- og gassmarkedenes press på etterspørselssiden forårsaket av europeisk energikrise, samt tydelige begrensninger på tilbudssiden ved både OPEC-reguleringer og reelle kapasitetsutfordringer, legger InFi, i likhet med analytikerkonsensus, til grunn at de reelle oljepriser de kommende år kan antas å ligge nærmere 80-90 USD/bbl, om ikke mer. Med store geopolitiske svingninger er det også fare for en langt høyere oljepris enn dette, og børsklubben mener at oppsiden beregnet med prisestimat på 80-90 USD/bbl. i så måte er å regne som forsiktig.

Gjennom samspill med andre selskaper i Akerkonsernet kan Aker BP ha en mulighet til å utvikle og imple-

mentere ny teknologi før sine konkurrenter, slik man eksempelvis så med Cognite. Børsklubben mener ikke dette i seg selv nødvendigvis rettferdiggjør en premium verdsettelsesmessig, men tar det med som et kvalitativt aspekt og potensiell oppside. På generell basis er Aker BP allerede ledende innen både klimagassutslipp per fat og kost per fat på norsk sokkel, noe som er et solid utgangspunkt.

4.3.2 Risikofaktorer

Investeringen i Aker BP er på sektornivå utsatt for risiko tilknyttet olje- og gasspriser som begge kan svinge enormt ved endringer i økonomiske, geopolitiske og teknologiske forhold. Videre må man i lys av dagens regjering som på mange felt har vist seg å være motstandere av norsk næringsliv i sin helhet også ta hensyn til en muligens ikke lenger neglisjerbar lokalpolitisk risiko. Aker BP er på selskapsnivå også utsatt for operasjonelle risikoer, tilknyttet både drift og prosjektutvikling. Operasjonsfeil eller tekniske problemer på felt kan føre til store kostnader og inntektstap, og potensielle ulykker som forårsaker oljesøl vil kunne medføre store erstatningskrav og bøter, samt skade selskapets omdømme. InFi er imidlertid av den oppfatning at disse risikoer ikke veier tyngre enn den beskrevne oppsiden i selskapet, samtidig som man selvsagt må være dem bevisst.

4.3.3 Konklusjon

InFi har tro på vekst i olje- og gassektoren som helhet, spesielt med tanke på raskt voksende energietterspørsel globalt. Olje- og gassindustrien vil fortsette å være en viktig kilde til energi i årene som kommer, og finansklubben ønsker betydelig eksponering mot sektoren. Aker BP er en robust aktør innen segmentet med gode vekstforutsetninger og en rimelig verdsettelse. InFi investerer derfor i Aker BP.

4.4 Vår Energi

Vår Energi (VAR) er et olje- og gasselskap på norsk kontinentalsokkel. Selskapet opererer fire felt lokalisert i Barentshavet, Norskehavet og Nordsjøen. I tillegg har de eierinteresser i 32 partneropererte felt. I 2022 produserte Vår Energi i gjennomsnitt 220 000 fat oljeekvivalenter per dag (foepd), innenfor intervallet for forventet årsproduksjon som ble nedjustert oktober 2022 til 220 000 – 225 000 foepd fra 230 000 - 245 000. Produktmiksen består av ca. 63% olje og 37% gass.

4.4.1 Utvikling og verdsettelse

Til tross for noe svak utvikling siden IPO ser børsklubben flere positive sider ved selskapet. Vår Energi sin eksponering mot gass er gunstig i et politisk miljø der flere viser økt interesse og vilje til å benytte gass som energikilde og der Norge er en sentral leverandør av gass til Europa. Denne eksponeringen relativt til liknende selskaper på Oslo Børs gjør selskapet attraktivt for å eksponere porteføljen mot gass. Konsensus tilsier videre at det er liten sannsynlighet for at store mengder russisk gass vil komme tilbake på det europeiske markedet i den nærmeste fremtid. Som følge av en fortsatt stor etterspørsel etter gass står Vår Energi i en god posisjon med sitt nylige funn av gass i Lupa-brønnen. Vår Energi er et solid valg for eksponering mot olje- og gassektoren. Selv om det skulle komme ytterligere politiske begrensninger på vekstmuligheter og letevirsomhet, vil olje- og gass fortsette å være en betydelig del av energimiksen til Europa fremover.

Børsklubben vurderte i sin analyse av Vår Energi selskapets free cash flow yield ved forskjellige scenarioer av olje- og gasspriser. Sammenliknet med peers fant gruppen at Vår Energi her har en oppside. I juni 2022 utførte eiere ENI og Hitecvision et noe kontroversielt nedsalg på 125 millioner aksjer som medførte et betydelig fall i aksjekursen. InFi mener at det er en viss mulighet for at markedet overreagerte på disse nyhetene, og at man fortsatt ikke har sett en recovery i prisingen tilsvarende det man skulle forvente.

4.4.2 Risikofaktorer

I tillegg til de sektorspesifikke risikoer beskrevet i diskusjonen av Aker BP, trekker finansklubben spesielt frem en historikk av kostnadssmeller og nedjusterte guidinger som et risikomoment for Vår Energi. Eksempelvis blir prosjektet Balder X som kjent dobbelt så dyrt som først planlagt, med en prislapp som har passert 40 milliarder. I prognoser for 2023 varsler selska-

pet videre økte produksjonskostnader. Dette begrunnes med økte CO2-avgifter, økt brønnvedlikehold og generelt økte kostnader drevet av inflasjon og råvarer. Generelt forventer selskapet imidlertid at produksjonskostnader skal ned til 8 USD pr. fat mot 2025. Til sammenligning var produksjonskostnadene i 2022 13,5 USD pr. fat. Overordnet sett mener InFi imidlertid ikke at disse risikoene veier tyngre enn oppsidene i selskapet, spesielt i det energipolitiske miljøet man ser i dag.

4.4.3 Konklusjon

Vår Energi er spesielt interessant grunnet sin proporsjonalt større gasseksponering enn peers gitt energiforholdene som kan ses i dagens fastlands-Europa. Norge, og Vår Energi, vil fortsette å spille en betydelig rolle for å sikre eksport til Europa. Sammen med høye oljepriser ser børsklubben dermed en betydelig oppside, og investerer derfor i Vår Energi.

4.5 Norske Skog

Norske Skog (NSKOG) er en industriell produsent av trykkipapir som spesialiserte seg i å raffinere trevirke til avisipapir og magasinipapir, samt i nyere tid med et økt fokus på det raskt voksende containerboardmarkedet. Selskapet ble offisielt listet på Oslo Børs i 1976 og etablerte seg raskt som det ledende norske selskapet innen trevirke. I dag er Norske Skog blant Europas ni største produsenter av trykkipapir målt etter volum.

Utover sin kjernevirksomhet satser Norske Skog nå spesielt innen de tre hovedområdene fornybare innpakkingsløsninger, bærekraftig energi og biobaserte produkter. Containerboard er et eksempel på en slik innpakkingsløsning. Som Europas tiende største containerboardleverandør, vil Norske Skog øke produksjonen i 2023 for å møte den voksende etterspørselen etter dette. I første kvartal startet papirmaskin PM3 i Bruck å produsere resirkulert containerboard, mens PM1 i Golbey forventes å starte i fjerde kvartal.

4.5.1 Utvikling og verdsettelse

Multippelanalyser mot andre europeiske trykkipapirprodusenter samt industrigjennomsnitt viser at Norske Skog relativt sett er svært lavt priset, samt at børsklubben DCF-analyser tilsier at selskapet har en betydelig oppside med dagens kurs. Denne lave prisingen kan blant annet skyldes selskapets tidligere konkurs, der investorer nå krever en ytterligere risikopremie som kompensasjon. InFi er imidlertid av den oppfatning at de faktorer som lå til grunn for konkurs i 2018 ikke lenger i betydelig grad er til bekymring, og at selskapet i dag står på finansiell trygg grunn. Børsklubben mener derfor at dagens lave pris tildels kan skyldes en overdreven forsiktighet av markedet, og at man dermed kan forvente en høyere avkastning fremover når markedet gradvis slutter å prise inn denne risikoen.

Norske Skog opererte videre med positive nettomarginer i 2022 til tross for et synkende kjernemarked, som illustrerer selskapets robusthet. Finansklubben ser på sannsynligheten for ytterligere betydelig nedgang i avisipapiretterspørsel som lav, og etterspørselen vil trolig stabiliseres i nær fremtid. Norske Skog er allerede en stor produsent av containerboard og har her også lavere driftskostnader enn sine konkurrenter, spesielt tilknyttet lave kraftpriser. Selv om man i nyere tid ser høye kraftpriser også i Norge, er det grunn til å tro at konkurrenter i utlandet vil påvirkes negativt i større grad enn Norske Skog i et langsiktig perspektiv grunnet den unike tilgangen på billig og grønn kraft i Norge.

4.5.2 Risikofaktorer

Norske Skog eier i dag 26% av Circa Group, en miljøinvestering som har gitt store tap av den opprinnelige investeringskapitalen. Videre eier selskapet Porsnes Utvikling AS, som siden oppstart har hatt negative driftsresultater. Det er knyttet en viss usikkerhet til hvorvidt Norske Skogs miljøinvesteringer på noe tidspunkt vil bli lønnsomme, gitt dagens klimautslippavgiftsnivåer. InFi vil fortsette å overvåke denne utviklingen.

Videre er det viktig å ha i bakhodet at selskapet tidligere har satt seg i en ubetjenelig finansiell situasjon som resulterte i konkurs. Som poengtert anser børsklubben denne faren som minimal, da man i dag ikke ser noe i nærheten av det samme gjeldsnivået som i 2018, men det er fortsatt viktig å være oppmerksom på eventuell utvikling i denne retning.

4.5.3 Konklusjon

Overordnet sett anser InFi Norske Skog som et robust selskap som prises svært rimelig både sammenliknet med peers og absolutt. Børsklubben mistenker at investorer er overdrevent forsiktige grunnet selskapets konkurshistorie, og at dagens lave pris tildels kan være en funksjon av dette. Selskapet har langsiktige konkurransefortrinn gjennom tilgang på det norske kraftmarkedet, og har i tillegg vist seg i stand til å skifte fokus til nye satsningsområder i form av containerboard mens marginer fra allerede eksisterende drift ivaretas. Videre er Norske Skog veletablert i et marked med svært høye inngangsbarrierer grunnet store investeringskostnader, noe som begrenser risikoen for nye konkurrenter og gjør det mulig for selskapet å uforstyrret kapre stadig nye markedsandeler grunnet sine konkurransefortrinn. InFi investerer av disse grunner i Norske Skog.

4.6 Elkem

Elkem (ELK) er et norsk industrikonsern som produserer og selger metaller og materialer til en rekke forskjellige bransjer, inkludert elektronikk, kjemi, energi, bygg og konstruksjon, og transport. Produktporteføljen til Elkem inkluderer silisium, silisiummetall, ferrosilisium og spesialaluminium, og spesialprodukter for forskjellige industrier. I produktporteføljen er det produksjonen av silisium som er den største og viktigste inntektskilden. Elkem er et globalt selskap med produksjonsanlegg i flere land, inkludert Norge, Kina, Island, Canada og Paraguay.

4.6.1 Utvikling og verdsettelse

Elkem er etter InFi sine verdsettelse priset lavt sammenliknet med peers, og er også svært rimelig i absolutt forstand.

Selskapet sitter på et konkurransefortrinn gjennom lave kostnader. Disse skapes av komparative fortrinn innenfor både anskaffelse av råvarer og innen produksjon. Ved råvareanskaffelse utmerker Elkem seg med lave energikostnader grunnet lukrative geografiske plasseringer av produksjonsanlegg. I tillegg kuttes kostnader ved å være integrerte oppstrøms i verdikjeden til kvarts, samtidig som de har tette bindinger til en større portefølje av leverandører til elektroder. Dette reduserer risiko i verdikjeden. Det største produksjonstekniske fortrinnet anser InFi som et lavt klimagassutslipp sammenliknet med konkurrenter. Dette posisjonerer Elkem attraktivt i et marked preget av prisvekst i CO2-kvoter.

Børsklubben mener at en i fremtiden kommer til å se en vekst i markedet for silisiumrelaterte materialer. Dette skyldes økt etterspørsel etter solceller og halvledere innen teknologi, samt økt etterspørsel fra batteriproduksjon i mobilitetsmarkedet. Dette står i tråd med markedsanalyser som anslår at silisiumsmarkedet kommer til å vokse med en CAGR på 5,5% fra 2020 til 2027.

Utover dette ser man empirisk at etterspørselen etter silisium er korrelert med BNP per capita. Ved ekspansjon av den globale middelklassen vil dermed også trolig silisiumetterspørselen øke. Dette, i kombinasjon med projeksjoner om at halvparten av verdens befolkning vil være i middelklassen i 2030, vil øke markedet til Elkem betraktelig.

Et annet poeng er at bruken av silisium reduserer karbonavtrykket til mange av dagens forbrukerprodukt. Økt satsning på å redusere karbonavtrykk vil videre stimulere vekst på lang sikt. På kortere sikt vil høye energikostnader og problemer i verdikjeden hos kine-

siske konkurrenter kunne føre til høy silisiumpris i en periode fremover.

4.6.2 Risikofaktorer

Til tross for at Elkem har hatt en solid inntjening de siste årene så står selskapet overfor flere risikoelementer som kan påvirke fremtidig inntjening. Silisiumprisen er sterkt syklisk, og vi har i løpet av høsten 2022 tydelig sett at toppen på en sykel er passert. Dette skyldes høyere råvarepriser og lavere etterspørsel. InFi venter dermed en lavere lønnsomhet i tiden som kommer sammenliknet med 2022.

En av de største risikomomentene er endringer i regulatoriske rammeverk som endringer i CO2-kvoter. Prisen på disse har endret seg fra 548 kr i 2022 og forventes å ligge på 844 kr i 2023. En videre økning av denne kan etterhvert bli en betydelig kostnad for Elkem, men det skal nevnes at Elkem står i en bedre posisjon her enn konkurrentene. Endringer i import og eksportskatter, samt restriksjoner og sanksjoner mellom ulike land vil også kunne ha en påvirkning på både lønnsomheten og effektiviteten til Elkem. Dette vil spesielt gjelde Kina som er et av de største eksportlandene av silisiumprodukter, mens USA er en stor importør.

4.6.3 Konklusjon

Overordnet anser InFi Elkem som et svært rimelig priset selskap med betydelige markedsandeler og historisk robusthet. Selv om selskapet grunnet sykeltopp i nyere tid har sett enda rimeligere ut enn det er, vil selskapet fortsatt være rimelig priset sammenliknet med andre norske industriselskap og internasjonale konkurrenter også i mindre lønnsomme tider.

Et svakere silisiumsmarked og høye energipriser gjennom 2023 vil påvirke resultatene på kort sikt negativt. Finansklubben regner dog med at posisjonen Elkem har i dagens marked vil være lukrativ i fremtiden. Dette i kombinasjon med et silisiumsmarked som er antatt å vokse jevnt de kommende årene vil gi Elkem en god mulighet til å utvide operasjonene sine, tilegne seg større markedsandeler og gi høy avkastning når silisiumprisen igjen stiger. Elkem er dermed et selskap som passer godt inn i børsklubbens langsiktige investeringsstrategi, og InFi investerer derfor i selskapet.

4.7 Nekkar

Nekkar (NKR) er et sjøfart- og offshoreselskap som leverer ulike tilgangssystemer og tjenester som containerhåndtering, kraner, docking og vedlikehold av fartøy. Selskapet driver virksomhet globalt med størst tilstedeværelse i Asia, Europa og USA. Nekkar-gruppen kombinerer 50 års erfaring fra shiplift-industrien i Syncrolift med nye investeringer i bærekraftig, digitalisert vekstteknologi for selskaper innenfor havbaserte industrier som offshore-energi og aquakultur.

Selskapet består i dag av fire virksomhetsområder: 1) Shipyard Solutions med Syncrolift, som er markedsledende innenfor leveranse av skipsheiser til havner og verft. Syncrolift står for utvikling, design og salg av skipsheisene, og utgjør Nekkar-gruppens største forretningsområde. 2) Aquaculture som utvikler en lukket undervannsmerd (Starfish) i samarbeid med Lerøy. 3) Digital solutions som utvikler software for anvendelse av Syncrolift-skipsheiser (Intellilift) og programvare for optimering og styring av oljebrønner (Intelliwell). 4) Renewables som står for fornybare løsninger, hvor Nekkar har startet et prosjekt "StarWalker" som skal forbedre vanninstallasjoner av vindturbiner til havs.

4.7.1 Utvikling og verdsettelse

Syncrolift er markedsledende innenfor skipsheisindustrien, med over 60% av det globale markedet. Selskapet hadde en ordrebacklog på 894 MNOK fra Q3 2022, som vil gi synlig inntjening gjennom 2023. Videre hadde selskapet en omsetning på 79 MNOK og en ordreinngang på 117 MNOK (Q3 2022). Dette er det høyeste ordreinntaket siden 2020 og vil gi fremtidig høy anbudsaktivitet. Videre har de hatt 150% økning i serviceinntekter i løpet av 2022. Selskapets nåværende markedsverdi er 746,4 MNOK, samtidig som de leverer en EBITDA-margin på 29,1%. Selskapet har over 200 skipheiser installert globalt, hvilket indikerer solide og kvalitetssikre teknologiprodukter.

Syncrolift sine skipsheiser er bedre enn tradisjonelle tørrdokker fordi 1) Skipsheisene kan løfte opp og sjøsette inntil flere fartøy samtidig, mens tørrdokkene er begrenset til ett skip av gangen, 2) Skipsheisene løfter fartøyene opp på land, og transfersystemet gjør at de kan flyttes fritt innenfor havneområdet, 3) Skipsheisene kan tilpasses skipstype og bruk, fra mindre skip på 500 tonn til større skip opptil 30.000 tonn, 4) Fast Docking bidrar til en mer effektiv og smidig operasjon, og løftingen tar langt kortere tid enn å tømme eller fylle en tradisjonell tørrdokka. Dette gir den marine industrien volum-muligheter som ikke er oppnåelige

med tørrdokker. Shipping er en svært internasjonal forretningssektor, der skipsheisindustrien utgjør en liten, likefullt betydelig, nisje - alle skip i drift må periodevis vedlikeholdes. At Syncrolift er en liten og fleksibel organisasjon som gjør prosjektering og konstruksjon selv, og outsourcer bygging av stål, hydraulikk og kontrollsystem, gir mulighet for spesialisering, kompetanse-sentralisering og individuell prosjektilpasning. Bosch Rexroth har levert styresystemer til skipsheisene, samt andre skreddersydde hydraulikk- og standardløsninger, til Syncrolift i mer enn 30 år.

Mye spenning er også tilknyttet Intellilift som fokuserer på automatisering av data og prosesser innen offshore, olje og vind. De vokser kraftig og er profitable, tilbyr programvare som tjeneste (SaaS), er ESG-vennlige og har tier-1 kunder. En eventuell avkobling eller separat listing av Intellilift kan være en fremtidig long-term trigger. For øyeblikket er ca. 50% av inntektene til Intellilift interne gjennom Syncrolift, Starfish og SkyWalker. Det er grunn til å tro at inntektene herfra vil vokse i takt med prosjektene.

Nekkar Aquaculture har den pågående innovasjonssatsningen "Starfish" i samarbeid med Lerøy. Starfish er en lukket undervannsmerd som skal forhindre lakseflukt og lakselus, samt muliggjøre digitale styringsløsninger som reduserer OpEx. Merdene vil være helautomatiserte med programvare utviklet av Digital Solutions. Fiskeridirektoratet anslår ca. 3800 merder i Norge, hvilket gir et stort potensielt marked. Ifølge Nekkar er Total Adressable Market (TAM) 20 Milliarder NOK. Starfish har fullført pilotstudie, og skal etter planen implementeres og analyseres i fullskala i samarbeid med ledende aktører av havbruksindustrien. Grunnrenteskatten på havbruksnæring har imidlertid utsatt kundens beslutningstaking.

SkyWalker er et pågående utviklingsprosjekt som innebærer en selvklatrende vindturbin-installasjon. Fordelelene med SkyWalker inkluderer blant annet 1) Redusert installasjonstid, 2) Redusert transport- og logistikkostnader, 3) Økt værvindu grunnet guidet og robotisk løfting, 4) Redusert CO2-utslipp, 5) Håndterer mer vekt og når høyere enn tradisjonelle kranløsninger, 6) Fjernbetjent, ubemannet løfteplattform. SkyWalker-prosjektet har mottatt 21 millioner fra Innovasjon Norge, og 1:20 modell av SkyWalker har gjennomgått vellykket test i vindtunnel. I utgangen av november 2022 signerte Nekkar en innovasjonsavtale med internasjonalt ledende vindturbin-installatør BMS Heavy Cranes som skal bidra med 1) Verifisering og benchmarking av installasjonsverktøyet, 2) Spesialistkunnskap og teknisk informasjon om logistikk og håndtering, 3) Kostnadsvurdering mot nåværende teknologier. I tillegg vil BMS delta som løfte- og installasjonspartner i testing av fullskala prototype og ved utrulling av teknologi-

en til markedet. Samarbeidene med Lerøy på Starfish og BMS på SkyWalker medvirker til å legitimere prosjektene. Samarbeidspartnerne bidrar også med innsikt, kompetanse og infrastruktur som trolig reduserer både R&D kost og risiko, samt time to market (TTM). Nekkar-gruppen har også en strategi om å soft-funde utviklingsprosjektene.

Short- til medium-term triggers for aksjen er inngåelser av Syncrolift- og Intellilift-kontrakter. Desember 2022 vant Syncrolift en kontrakt på 10 MUSD i maritim sone i Midtøsten, og i august samme år signerte de en kontrakt på 125 MNOK. Videre viser deres Q3 2022 rapport en order backlog på 894 MNOK. Denne økningen av selskapets order backlog vil gi en positiv innvirkning på selskapets omsetning for 2023. I tillegg vil en høy order backlog bidra til selskapets fremtidsutsikter og gi synlighet for selskapets presentasjon for de kommende årene. På den andre siden kan en høy ordre backlog legge press på selskapets leverandørkjede, som kan føre til høye kostnader og potensielle flaskehalser i leverandørkjeden. Her må selskapet håndtere å ta viktige strategiske beslutninger samtidig som de oppfyller kundenes forventninger, for å sikre fremtidig vekst og lønnsomhet.

4.7.2 Risikofaktorer

Skipsheisindustrien er et konsolidert marked. Syncrolift har opparbeidet seg markedsandel over 60 prosent, hvilket tilsvarer det dobbelte av nest største konkurrent (ifølge Nekkar). Ettersom markedet består av få aktører og er preget av høy konkurranse kan dette skape hindringer for nye aktører å etablere seg i markedet. I tillegg vil mangelen på flere aktører i markedet være utfordring for å finne relevante peers for en verdsettelse av selskapet.

Aktiviteten i skipsheisindustrien avhenger av konstruksjon og oppgradering av kommersielle skipsverft. Forventet fremtidig etterspørsel av nåværende produktportefølje avhenger følgelig av relevante skipsverfts behov for å implementere effektive docking- og infrastruktur-løsninger, som igjen er en funksjon av øvrig markedsaktivitet innen sjøfart.

Det er lite som tyder på at verftsindustrien kommer til å redusere fokuset på økt produktivitet og sikkerhet. Observert effekt av covid-19 pandemien var økte forsinkelser på projektnivå og en reduksjon av short- til medium-term ordrebestillinger. Syncrolift startet 2022 med en solid order backlog som vokste ytterligere i Q2 og Q3. Planlagte leveranser i nåværende prosjektportefølje strekker seg forbi 2024.

Foruten Syncrolift er Aquaculture, Renewables og Di-

gital Solutions mindre modne prosjekter som utgjør et solid fundament for fremtidig vekst. Da de er tidlig-fase gjenstår det fortsatt å demonstrere kommersielle kapabiliteter. Digital Solutions har på sin side bevist kommersiell teknologi med salg av blant annet Intel-lilift til olje- og gassindustri. Et pågående skifte mot grønnere energikilder kan potensielt endre utsiktene til disse produktene.

Nekkar-gruppen er utover dette eksponert mot kreditt-, likviditet og valutarelatert risiko. Kredittrisikoen innebærer potensielle finansielle tap som følge av kunders mislighold av kontraktuelle betalingsforpliktelser. Utviklingen i delen av verftsindustrien relevant for Syncrolift har historisk sett begrensede tap på betalinger fra kunder. Nekkar har også iverksatt tiltak som evaluering av partneres soliditet, begrensninger av kreditt (evt. belåningsgrad) og bruk av mekanismer som remburs og forskuddsbetaling. Nekkar foretar regelmessig kontantflyt-prognoser med hensikt å forutse fremtidig likviditetskrav, og følgelig redusere likviditetsrisiko.

4.7.3 Konklusjon

Gitt Syncrolifts dominante markedsposisjonen innen skipsheisindustrien og den potensielle oppsiden til utviklingsprosjektene Intellilift, Starfish og SkyWalker, står Nekkar i dag som et solid selskap med sikre fremtidsutsikter, begrenset risiko og betydelig vekstpotensial. Gitt dagens prising i markedet, anser InFi Nekkar som en investering med relativt lav risiko og høy potensiell oppside. Om satsingsområdene Intellilift og Starfish blir kommersialisert og i løpet av de neste årene, ser børsklubben en enda større oppside. InFi investerer derfor i Nekkar.

4.8 Borregaard

Borregaard (BRG) er en global bioraffineriaktør. Gjennom foredling av trevirke produserer selskapet et bredt spekter av biokjemikalier som erstatter en rekke oljebaserte produkter. Selskapet har en diversifisert produktmiks gjennom sine tre hovedforretninger BioSolutions, BioMaterials og Fine Chemicals. Den største inntektskilden er BioSolutions, som selger biopolymer- og biovanilinprodukter innenfor landbruk, batterier og konstruksjon. Borregaard kan skilte med en erfaren ledelse i deres CEO Per Sørli og CFO Per Lyngstad, som sammen har styrt selskapet i nesten 25 år. De eier også betydelige aksjeverdier i selskapet.

4.8.1 Utvikling og verdsettelse

Selskapet leverer omkring 800 ulike produkter til 3000 kunder globalt. Dette gir en diversifisert kundebase der selskapet ikke er avhengige av bestemte produkter. Høy langvarig kompetanse, flere patenter og stadig ny innovasjon gir en konkurransefordel i markedet. Det er videre en betydelig inngangsbarriere for eventuelle nye konkurrenter grunnet høye investerings- og oppstarts-kostnader tilknyttet fabrikker, R&D og patenter.

Borregaard står i en særskilt posisjon grunnet deres særegne produktmiks og betydelige markedsposisjon. Dette har gjort at selskapet i stor grad kan flytte økte kostnader over på kundene sine. Videre utgjør produktene Borregaard leverer ofte en svært liten del av det totale kostnadsbildet til kunden, som tillater at de kan ta svært høye marginer per produkt. Proaktiv håndtering av inflasjon har også vært et styrketegn den siste perioden, hvilket er spesielt relevant i dagens marked. Videre estimeres det at markedene for biopolymerer og biovanilin har en forventet CAGR på 22% i perioden 2022 - 2030 og 7,7% i perioden 2020 - 2025 respektivt. Det er grunn til å tro at Borregaard gitt sin markedsposisjon vil kunne dra betydelig nytte av denne veksten.

En konsistent utbyttestrategi står sentralt for Borregaard. De har gitt utbytte hvert år siden 2013 og har et payout-ratio-mål på 30-50%. God likviditet og tilfredsstillende gjeldsgrad styrker utbyttestrategien ytterligere. Selskapet har videre levert økende årlig omsetning de siste fem årene med CAGR på omkring 5,9%, samt hatt en økende EBITDA-margin siden 2018, og voksende ROCE fra 2019. De har navigert godt gjennom høye strømpriser og vist effektiv bruk av prissettingskraft gjennom overføring av økte kostnader til kundene. Selskapet har i tillegg redusert eksponering mot sykliske markeder de siste årene og har dermed fått en mer stabil og forutsigbar inntjening.

Flere av selskapene som leverer sammenlignbare produkter er oljebaserte. Slik har Borregaard et godt utgangspunkt rettet mot fremtidige ESG-trender. Omkring 50% av Borregaard sitt energiforbruk kommer fra egen "grønn" forbrenning av avfallsproduktene til produksjon, 35% kommer fra faste strømkontrakter (ofte vannkraft) og resterende fra gass. Videre har Borregaard en unik mulighet til å bytte mellom elektrisitet, LNG og lett råolje som potensielt kan gi konkurransefordeler i et krevende energimarked.

InFi sin DCF-verdsettelse av Borregaard viser en betydelig oppside fra kjøpskurs. Selv om selskapet isolert sett kan fremstå dyrt på multipler, bemerker børsklubben at selskapet handles billigere enn konkurrenter i samme bransje som Svenska Cellulose AB og Holmen AB, uten at disse nødvendigvis har bedre vekstforutsetninger. Til tross for en betydelig fremtidig vekst allerede priset inn i kjøpskurs, ser børsklubben altså større oppside enn dette i sine analyser.

4.8.2 Risikofaktorer

Borregaard driver svært energikrevende produksjon, og både energipriser og CO2-avgifter anses som risikofaktorer. Videre vil det alltid være en valuta- og renterisiko selv om denne er delvis hedget. En potensiell resesjon vil kunne påvirke både salgsvolumet og fremtidige marginer til selskapet, og forstyrrelser i forsyningskjeder eller operasjoner kan forekomme.

Et annet risikomoment for Borregaard er deres høye eksponering mot råvaremarkedet på kostnadsiden, nærmere bestemt markedet for trevirke. Dog har dette vært relativt stabilt de siste 20 årene med unntak av pandemien og Ukrainakrigen. I samme periode som råvarekostnader har økt har selskapet likevel levert økende marginer og resultater.

4.8.3 Konklusjon

InFi ser en betydelig oppside i Borregaard handlet til kjøpskurs. Overordnet beveger verdenssamfunnet seg mot en stadig mer bærekraftig fremtid, noe Borregaard vil nyte godt av kombinert med sine høye marginer og tilpasningsevne i tider med høy inflasjon og produksjonskostnader. InFi investerer derfor i Borregaard.

4.9 Gjensidige

Gjensidige (GJF) er et skadeforsikringskonsern som har tilbudt forsikringstjenester i over 200 år. I dag har Gjensidige omtrent 3800 ansatte, og tilbyr forsikringsprodukter i Norge, Sverige, Danmark og Baltikum. I Norge tilbyr selskapet også pensjon og sparing i tillegg til sin skadeforsikringsvirksomheten. Gjensidigestiftelsen er selskapets største eier med en eierandel på 62,2%.

Gjensidiges forretningsmodell bygger primært på to prinsipper. Driftsinntekter fra kundene sine gjennom premieinntekter fra forsikringsavtaler og pensjonsavtaler og forvaltning av selskapets finansielle eiendeler.

Ettersom Gjensidigestiftelsen eier 62,2% av aksjene i Gjensidige forsikring muliggjør dette en unik modell der selskapet kan betale ut både kundeutbytte via Gjensidigestiftelsen og aksjeutbytte til øvrige aksjonærer, uten at dette medfører kolliderende interesser. Denne modellen, sammen med selskapets fokus på digitalisering og brukeropplevelse, kan trekkes frem som to sentrale årsaker til at Gjensidige har svært fornøyde kunder i det norske privatmarkedet til tross for at selskapet opprettholder betydelige marginer som de samme kundene i realiteten taper på. Tall fra norsk kundebarometer 2022 viser at Gjensidige har de mest lojale og tilfredse kundene blant norske forsikringsselskaper. Dette gjenspeiler også selskapets sterke posisjon med en markedsandel som har ligget i området 25,2% til 26,2% de siste 10 årene.

Det norske private skadeforsikringsmarkedet er videre et svært konsolidert marked med fire store aktører som utgjør om lag 75% av det totale markedet, der Gjensidige er den største aktøren. Disse selskapene sitter på enorme mengder kundedata og historikk i markedet som tillater en forbedret risiko- og marginoptimalisering.

4.9.1 Utvikling og verdsettelse

InFi finner i sin verdsettelse av Gjensidige en liten oppside ved kjøpskurs, men ikke i utgangspunktet så betydelig at børsklubben bare på grunn av denne velger å investere. Selskapet ble tatt inn, og fortsetter å være, i porteføljen også på grunn av den usikre situasjonen i markedet tilknyttet inflasjon, renter og geopolitiske forhold. InFi anser Gjensidige som en relativt trygg havn i slike forhold grunnet sin defensive profil og solide utbytte. Posisjonen i selskapet vil bidra til å redusere børsklubbens risiko på porteføljenivå samtidig som man får eksponering mot et robust og profitabelt selskap.

4.9.2 Risikofaktorer

Norsk forsikring som helhet regnes i utgangspunktet som lite risikabel med utgangspunkt i landets sosiale, sosioøkonomiske og regulatoriske forhold. Videre har Gjensidige en lang historikk der det har evnet å skyve økte kostnader over på kunder, også i tider med høy inflasjon. Fra 2021 til 2022 økte premieinntektene med om lag 7 prosent. Solid inntjening fra premieinntekter har bidratt til å gjøre selskapets kurs mindre preget av den generelle utviklingen i aksjemarkedet, selv om selskapets forvaltede porteføljer gir en viss eksponering mot obligasjons- og aksjemarkedet.

4.9.3 Konklusjon

InFi anser Gjensidige som et attraktivt og sikkert valg i dagens marked grunnet sin defensive profil. Utover en beregnet oppside i børsklubbens analyser, vil selskapet også bidra med stabilitet og forutsigbarhet, og dermed redusere porteføljens totale risikoprofil. InFi investerer derfor i Gjensidige.

4.10 DNB

DNB ASA (DNB) er Norges største bank med hovedkontor i Oslo, over 9000 ansatte og kontorer i 14 land. Selskapet ble grunnlagt i 2003 etter en fusjon mellom Den norske Bank og Gjensidige NOR.

DNB har store langsiktige eiere inkludert den norske stat som har en eierandel på 34 prosent. Selskapets inntjening er hovedsaklig en funksjon av renter på utlån til BM- og PM-kunder, samt provisjon for banktjenester. Selskapet tilbyr blant annet lån, forsikring, formuesforvaltning og FX-tjenester. Utlånsporteføljen er omtrent jevnt delt mellom PM- og BM-kunder.

Videre har DNB en relativt lav kundetilfredshet sammenlignet med andre aktører. Banktjenester kan dog ses på som et hygieneprodukt. Det er høy terskel for å bytte bank, og InFi mener dermed at dette ikke utgjør en betydelig risiko for DNB.

4.10.3 Konklusjon

Til tross for boliglån-spesialister som ødelegger RoE, anser InFi DNB som en verdiaksje som på lang sikt kan gi god lønnsomhet og høy payout ratio. InFi investerer derfor i DNB.

4.10.1 Utvikling og verdsettelse

InFi ser på DNB som en god investering grunnet flere faktorer. Selskapet har hatt en stabil og høy NIM (1,50 per 22Q3) og vokser raskt både på PM og BM, og er dermed en lav og fallende risiko i porteføljen. Videre opptar DNB en stor del av det norske markedet, omtrent en tredjedel av innskudd og en fjerdedel av boliglån. De har dermed en god evne til å sette priser, som gjerne følges av andre banker. Videre har DNB, som IRB-bank, lavere risikovekter enn standardmodell-bankene. Dette medfører høyere RoE (12,3% RoE FY2E per 22Q3). Høy lønnsomhet bygger opp under deres mål om minst 50% payout ratio (dividend yield var 5,30% per 22Q3). Til slutt signaliserer oppkjøpet av Sbanken DNBs evne til å vedlikeholde høye PM-markedsandeler uten å måtte kannibalisere inntjening på porteføljen gjennom priskutt. DNB har også en kompetent ledelse med bred ledererfaring innen norsk næringsliv.

4.10.2 Risikofaktorer

DNB er et relativt trygt selskap med god lønnsomhet. Likevel er det noen risikomomenter som må hensyntas. Nye aktører, eksempelvis Bulder, Nybygger og Himla, vokser frem som sterke konkurrenter på boliglån. På sikt kan fallende markedsandeler føre til svekket kontroll over prising samt lavere omsetning.

DNBs låntakere er hovedsakelig norske. Dermed er kredittverdigheten til porteføljen deres sterkt knyttet til den norske økonomiens helse. Store endringer i selsesetting og inntektsnivåer kan derfor føre til redusert låneetterspørsel eller økt mislighold. Økt fokus på risiko i Basel III og etter hvert Basel IV kan også føre til redusert prissettingskraft for DNB, i tillegg til at DNBs evne til å vedlikeholde høy NIM kan svekkes av endringer i renteutsikter.

5 Avsluttende tanker

InFi ønsker å rette en stor takk til sine samarbeidspartnere Carnegie og DNB Markets. Samarbeidspartnerne har ikke bare hjulpet med økonomiske midler og fondskapital, men også kunnskap og erfaringer både på besøk i Trondheim og som verter på sine respektive oslokontor da børsklubben var på oslotur. InFi ser frem til videre samarbeid, og takker med ydmykhet for all støtte og hjelp i løpet av året som har gått.

Videre retter børsklubben blikket fremover, og ser frem til en spennende fortsettelse på det som så langt ikke kan omtales som annet enn et eventyr. Med det konkluderes årsrapporten for 2022. Den første av mange.