

Årsrapport 2016

Investeringsklubben NHHS AS

*IKHHHS' flexible value investing strategy
continues to pay off in 2016*

Årsrapport

Innholdsfortegnelse

1. Aksjemarkedet i 2016	3
<i>Veien videre</i>	<i>4</i>
2. IKNHHS sin investeringsfilosofi	6
3. Porteføljen i 2016	7
4. Utvikling mot Oslo børs i 2016	8
5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013	8
6. Total avkastning for alle investeringer i 2016	9
7. Beste og dårligste investeringer i 2016	10
<i>Beste investering</i>	<i>11</i>
<i>Dårligste investering</i>	<i>11</i>
8. Porteføljrisiko	12
9. Porteføljen ved inngangen til 2017	14
<i>Aker</i>	<i>14</i>
<i>AKVA Group</i>	<i>15</i>
<i>Borregaard</i>	<i>16</i>
<i>Höeg LNG Holdings</i>	<i>16</i>
<i>Ocean Yield</i>	<i>17</i>
<i>Protector forsikring</i>	<i>18</i>
<i>Scatec Solar</i>	<i>18</i>
<i>The Scottish Salmon Company</i>	<i>19</i>
<i>Storebrand</i>	<i>20</i>
<i>Subsea 7</i>	<i>21</i>
<i>Yara International</i>	<i>22</i>
<i>XXL</i>	<i>23</i>
10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2017	24
11. Avkastning siden kjøp	24
12. Avsluttende ord	25
Kontaktinfo	25

1. Aksjemarkedet i 2016

2016 var et svært hendelsesrikt år både for de globale markedene og Oslo Børs. Til tross for en svak start, hentet sistnevnte seg inn i løpet av året og endte opp 12.1 prosent. For Investeringsklubben NHHS AS (IKNHHS) ble det et svært innbringende år, hvor vi kunne skilte med en totalavkastning på 20.5 prosent.

Til tross for at børsåret endte i grønt, så det ikke lyst ut i januar. En fallende oljepris og økt usikkerhet snøt investorene på Oslo Børs for det sedvanlige nyttårsrallyet. Fallet i oljeprisen ga seg ikke før i slutten av januar: da kostet et fat Brent-olje 26 dollar. Hovedindeksen bunnet ikke ut før i midten av februar, og hadde da rukket å miste rundt 15 prosent av sin verdi. Men etter dette så Oslo Børs seg ikke tilbake, og i takt med en stigende oljepris hentet den seg raskt inn. Deler oljeprisoppgaven kan kan tilskrives OPEC, særlig etter at de i slutten av november ble enige om en historisk avtale om kutt i produksjonen fra 32.5 millioner fat per dag til 31.3 millioner fat per dag.

Videre var året 2016 sterkt preget av enkelthendelser. Spesielt påvirket britenes folkeavstemning om EU-medlemskap og presidentvalget i USA markedene i stor grad. Førstnevnte endte med et overraskende **ja**. Noen måneder senere valgte amerikanerne Donald Trump som sin neste president – et minst like stort sjokk. Kanskje enda mer overraskende enn utfallene i seg selv, var hvordan markedene reagere etter at de ble kjent.

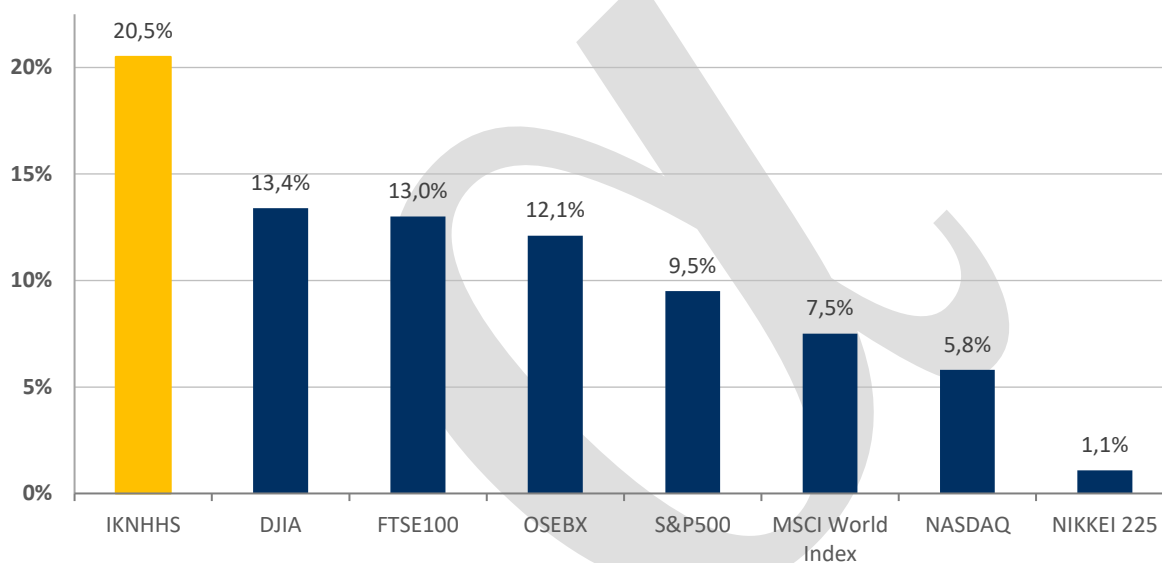
I kjølvannet av Brexit falt børsene i noen få dager før sentimentet snudde. Etter valget i USA tok det enda kortere tid. Oslo Børs falt dramatisk ved åpning, men var tilbake i grønt etter drøye tre timer. Dette til tross for at det var bred enighet blant de fleste "eksperter" at både en eventuell Brexit og Donald Trump i Det hvite hus ville påvirke markedene og verdensøkonomien svært negativt. Den meget anerkjente investoren George Soros gikk så langt at han i forkant av britenes folkeavstemning nærmest garantere en global resesjon dersom de valgte å gå ut av unionen.

Årsrapport

Om Soros vil få rett i sin spådom er det fortsatt for tidlig å konkludere med, men den realiserte seg hvert fall ikke i 2016. I løpet av året steg London Stock Exchanges FTSE 100-indeks 13 prosent. Deler av denne oppgangen skyldes den kraftige devalueringen av det britiske pundet som følge av beslutningen om å forlate EU, og påvirker eksportnæringens inntekter positivt.

Investorene i USA reagere også positivt på det overraskende valgresultatet i eget land, og momentet til det såkalte Trump-rallyet er enda ikke brutt. De amerikanske indeksene S&P 500 og Dow Jones Industrial Average (DJIA) var opp henholdsvis 9.5 og 13.4 prosent i 2016. Generelt klarte det globale markedet seg godt, og MSCI World-indeksen la på seg 7.5 prosent.

Performance 2016: Selected indexes



Veien videre

Spørsmålet mange investorer nå stiller seg er hvorvidt det er substans i børsoppgangen som har fulgt etter presidentvalget, eller om det bare er et blaff. Bakgrunnen for mange analytikers skepsis til Trump før valget skyldtes blant annet hans proteksjonistiske handelspolitikk og den generelle usikkerheten rundt hvordan han ville opptre som president. Det er ingenting markedet misliker mer enn usikkerhet. I etterkant har konsensus noe overraskende snudd, og fokus ligger nå på de delene av Trumps politikk som trolig kommer til

Årsrapport

å virke positivt på markedene. Trump har gått ut med lovnader om store investeringer i infrastruktur, deregulering av finansnæringen og lavere bedriftsskatt. Hvilken Trump vi får se mest: den proteksjonistiske og handelsfiendtlige eller den deregulerende og vekstfremmende, gjenstår å se.

Det er også verdt å nevne noen av de fundamentale årsakene til børsoppgangen verden rundt de siste årene. Helt siden Finanskrisen har sentralbankene vært ivrige med kvantitative lettelser, og rentene har nådd historisk lave nivåer. Som følge av dette har avkastningskravet til aksjer og andre verdipapirer falt, hvilket har påvirket prisingen. I løpet av de siste fem årene har MSCI World-indeksen steget med 87 prosent. Av denne verdiøkningen kan 74 prosentpoeng tilskrives multippel ekspansjon, mens dividendene har økt med ca. 15 prosentpoeng. Inntjeningen til selskapene har faktisk falt to prosentpoeng. Dette betyr at man i denne perioden har måttet betale mer og mer for hver krone de børsnoterte selskapene har tjent. Det er altså ikke en økning i inntjeningen hos selskapene som er bakgrunnen for børsoppgangen, men forventninger om økning i den og høyere betalingsvilje gjennom lavere avkastningskrav. For å kunne forsvare dagens prisingen er man altså avhengig av at selskapene etter hvert klarer å øke inntjeningen, slik at forholdet mellom *price* og *earnings* kan normaliseres.

Sentralbanken i USA valgte i desember å heve styringsrenten med 25 basispoeng til 0.75 prosent. Videre har Fed også signalisert et ønske om ytterligere rentehevinger i nær fremtid, og det er knyttet usikkerhet til hvorvidt lavrenteklimaet vil vedvare. En eventuell heving i det generelle rentenivået vil sette ytterligere press på aksjemarkedene, og er noe vi vil følge nøye med på i året som kommer.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre aksjonærer og tidligere hovedsamarbeidspartner, ABG Sundal Collier, for et godt år. Samtidig ønsker vi både Pareto Securities og Arctic Securities velkommen som nye hovedsamarbeidspartnere til Investeringsklubben NHHS. Vi ser frem til nytt spennende børsår i 2017.

2. IKNHHS sin investeringsfilosofi

Å forvalte NHH-studenters egne sparepenger medfører et stort ansvar. Dermed nedlegges det betydelig med tid og ressurser i arbeidet med å velge aktuelle investeringer som passer med vår langsiktige strategi. Vårt formål har alltid vært å identifisere selskaper som fundamentalt kan forsvare en høyere aksjekurs enn hva vi på det gitte tidspunkt observerer i markedet. En rekke faktorer kan forsvare en slik konklusjon: Et fremragende ledelsesteam som kjenner industrien bedre enn noen andre; et bærekraftig kompetitivt fortrinn som skaper aksjonærverdier utover hva ens konkurrenter har mulighet til; en vanskelig replikerbar businessmodell som er robust i mange tenkelig scenarioer. Listen kan forlenges til det kjedsomme.

Som en langsiktig investor vil vi ikke forsøke å time kortsiktige markedsflyktuasjoner. IKNHHS har ingen finansielle forpliktelser i form av utbetalinger til eksterne tredjeparter, noe som rettferdiggjør en tilnærmet fullinvestert aksjeallokering. Samme aspekt tillater oss også å sitte i lang tid i selskapene vi investerer; flere av våre beste investeringer har vi sittet med i flere år. Vi søker å holde en diversifisert portefølje, hvor vi har mange kort å spille på, noe som vil eliminere store deler av den usystematiske risikoen. På den annen side vil vi ikke investere i flere selskaper enn vi klarer å ha en tett oppfølging av og fortløpende være oppdatert på status quo. Foruten å diversifisere på selskapsplan vil vi også etterstrebe å holde en portefølje som representerer mange industrier. Dette tillater oss å fokusere allokeringen mot markedsledere innen sine respektive industrier. Med en langsiktig tidshorisont har vi mulighet til å følge opp de fundamentale driverne av selskapenes lønnsomhet. Dette har historisk gitt en veldig attraktiv markedsjustert avkastning for våre andelseiere.

Årsrapport

3. Porteføljen i 2016

IKNHHS leverte i 2016 en avkastning på 20.5 prosent. Til sammenligning steg Oslo Børs 12.1 prosent. Dette tilsvarer en meravkastning på 8.4 prosentpoeng. Siden 1. jan 2013 har våre aksjonærer en samlet avkastning på 130.5 prosent, betydelig bedre enn Oslo børs som er opp 54 prosent i samme periode. Dette tilsvarer en meravkastning på 76,5 prosentpoeng.

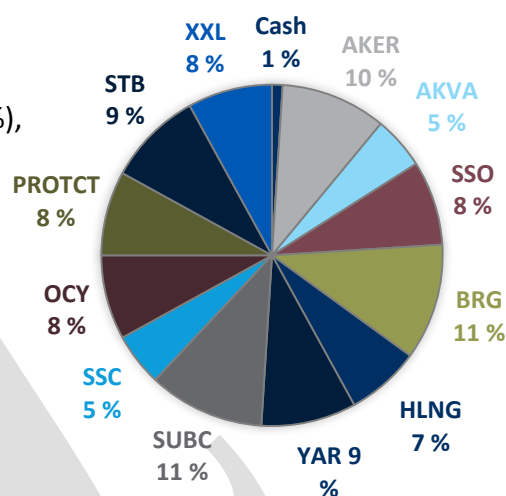
Aksjene med høyest prosentvis avkastning var Aker (97 %), Subsea 7 (73 %) og Borregaard (71 %). Aker og Subsea 7 har vært i porteføljen hele året, mens Borregaard ble tatt inn i mai.

På den andre enden av skalaen med størst negativ avkastning finner vi Protector Forsikring (-18 %), XXL (-13 %) og Yara International (-11 %).

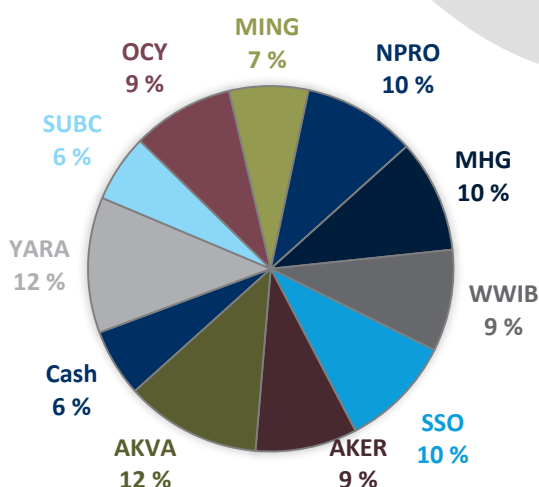
Nøkkeldata per 1. jan.2017

Total avkastning 2016: **20,5%**
Andelsverdi: **kr 7 894**
Total MV: **kr 1 081 638**

PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JANUAR 2017



PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JANUAR 2016



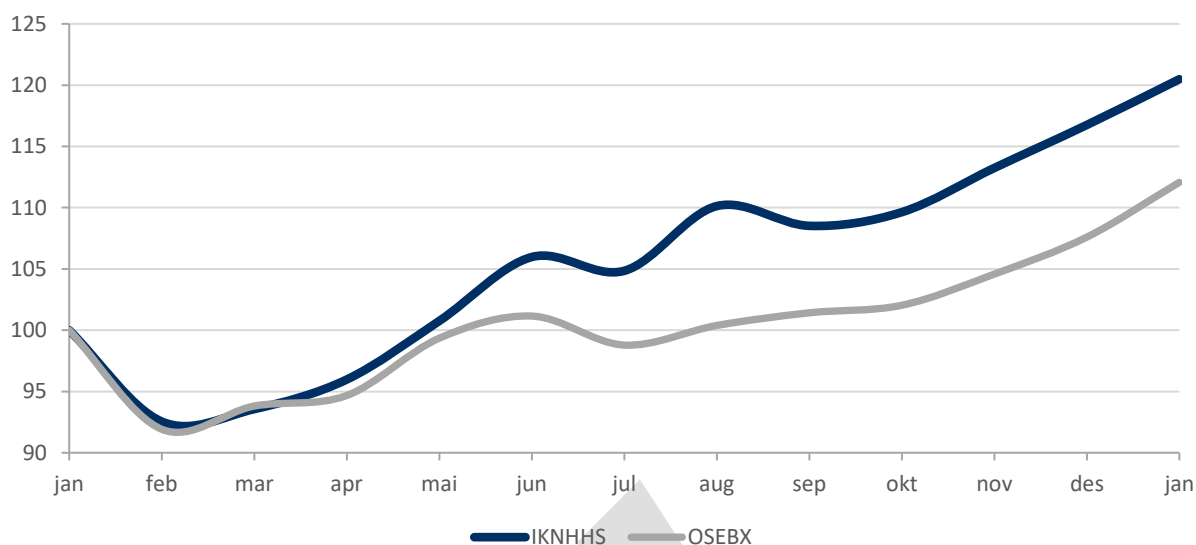
Solgt i 2016:

WWIB
MHG
NPRO
MING

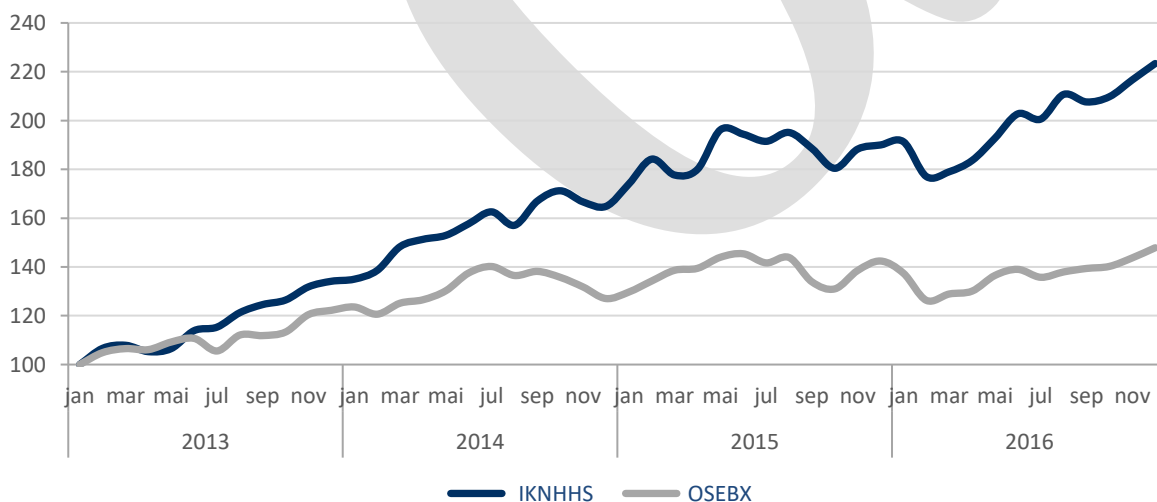
Kjøpt i 2016:

BRG
STB
HLNG
SSC
XXL
PROTCT

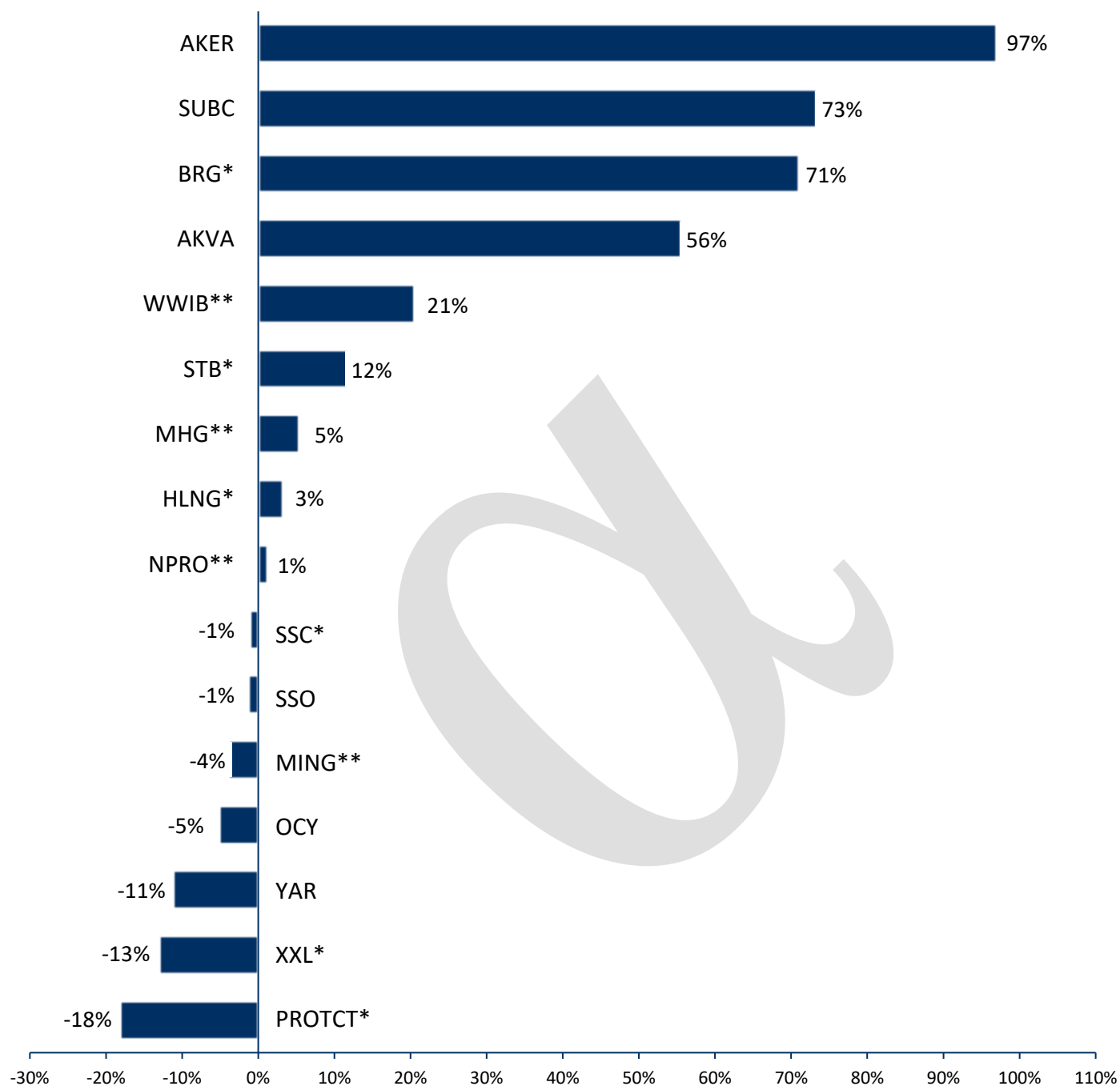
4. Utvikling mot Oslo børs i 2016



5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013



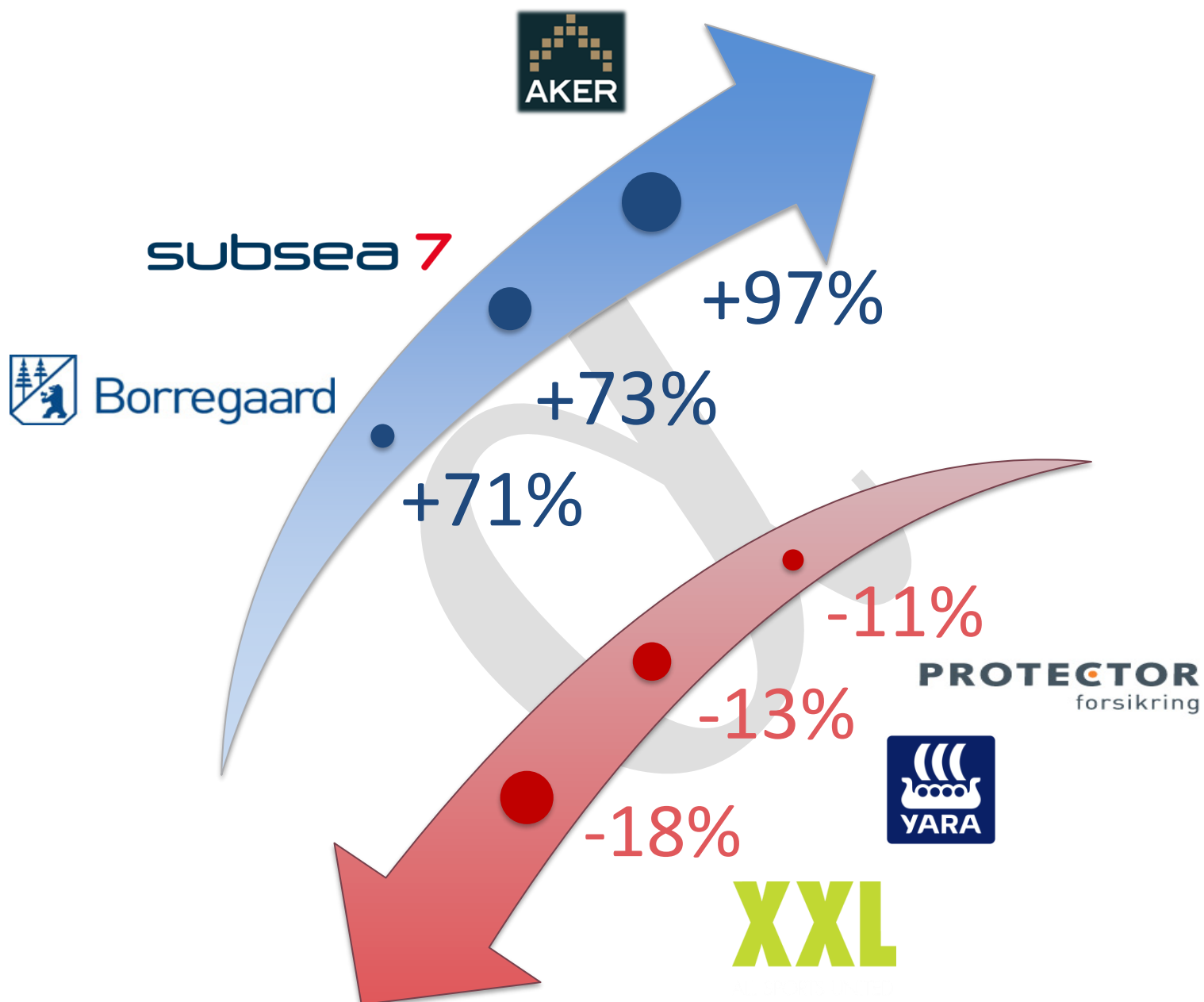
6. Total avkastning for alle investeringer i 2016₁



* Kjøpt i 2016

** Solgt i 2016

7. Beste og dårligste investeringer i 2016



Årsrapport

Beste investering

Året 2016 ble en enestående opptur for Aker, hvor aksjekursen mer enn doblet seg. Forklaringen bak dette knytter seg i hovedsak til Aker BP (tidligere Det Norske), som gjennom en rekke oppkjøp og fusjoner steg fra NOK 50 per aksje til over NOK 150 i løpet av året. Videre, godt hjulpet av oljeprisens comeback, har de øvrige porteføljeselskapene innen olje- og oljeservice-sektoren (Aker Solutions, Kværner, Akastor og Ocean Yield) bidratt til den positive utviklingen.

Som om det ikke var nok, har Aker utnyttet 2016 til motsykliske porteføljusteringer, hvor hvitfiskselskapet Havfisk (og Norway Seafoods) ble solgt til Lerøy til en verdi av NOK 3.2 milliarder. Salget kom etter en lengre tids oppgangskonjunktur innen hvitfisk, hvor råvareprisene fordoblet seg. Samtidig utnyttet Aker krisen i OSV-markedet til å ta over kontrollen i Solstad Offshore, gjennom en rettet emisjon på NOK 250 millioner, og en konvertibel obligasjon på tilsvarende beløp. Gjennom investeringen i Solstad etablerte Aker seg som en konsolideringsaktør innen offshore supply, hvor også REM ble fusjonert inn før året var omme.

Oppsummert fremstår eksponeringen i Aker fortsatt som svært attraktiv, hvor IK oppnår en gunstig eksponering mot godt kapitaliserte selskaper innen olje- og oljeservice-sektoren til høy rabatt. Når man i tillegg ser på selskapets historikk for å generere avkastning, både i form av utbytte og gjennom transaksjoner, ser vi ingen grunn til å endre eksponeringen

Dårligste investering

Protector forsikring ble aksjen med svakest utvikling i porteføljen i 2016. Denne utviklingen stammer fra virksomheten i Danmark og skyldes tre grunner:

1. De har hatt for dårlig oppfølging av sine store kunder. Konsekvensen er at de har tatt på seg for mye risiko mot enkeltkunder sammenlignet med det de trodde.
2. Har priset risikoen feil.

3. Det oppstod flere skader enn det skal sammenlignet med et statistisk gjennomsnittssår.

Det ble gjort tiltak for å forbedre situasjonen i Danmark i 2016. Vekstprognosene i landet ble kraftig redusert, prisene ble hevet, risikomodellene ble justert og interne rutiner gjennomgått. Noe av grunnen til den kraftige negative markedsreaksjonen skyldes Protectors gode resultater over tid. Det gjorde at markedet forventet mye av selskapet, som i kombinasjon med et dårlig kvartal, gjorde at de dårlige resultatene fikk dobbel negativ effekt.

I forbindelse med Q4-rapporteringen kom det fram at sjefen i Danmark har «fått en ny posisjon i selskapet». Likevel sørger punkt 1 og 2 for at dette henger igjen i kontrakter som allerede er skrevet. Problemene vil dermed avta gradvis og forventes å være i orden i løpet av 2017. Q4 rapporten viser forbedring i Danmark og god progresjon for selskapet for øvrig. Ekspansjonen til UK går etter planen og åpner for store muligheter for Protector i tiden som kommer. Vi forventer gode resultater fra Protector i årene framover.

8. Porteføljerisiko

Det er stor forskjell mellom absolutt og risikojustert avkastning. I teorien medfører høyere avkastning og at man er villig til å påta seg høyere risiko. De to skal gå hånd i hånd. Men høyere risiko medfører også muligheten for store tap. For å si noe fornuftig om oppnådd avkastning, kommer man ikke utenom porteføljens risikoprofil. For IKNHHS er det av største viktighet å holde en portefølje med attraktiv risk/reward (RR).

Standardiserte risikomål som Sharpe-ratio, Beta og Value-at-Risk (VaR) baserer seg alle på historisk volatilitet, hvilket gjør de (stort sett) ubrukelige i måling av risiko.

Sitatet «*risk means more things can happen than will happen*» fanger essensen i hva som inngår i begrepet. En viktig erkjennelse for alle investorer er at risiko ikke kan kvantifiseres. Det kan tenkes at risiko tidvis er korrelert med volatilitet (eller andre kvantitative mål). Faktum er dog at mange av de beste investeringsmuligheter oppstår i nedgangsmarkeder, hvor

Årsrapport

volatiliteten ofte er svært høy. Den britiske økonomen Andrew Crockett har uttrykt dette på en elegant måte: *«The received wisdom is that risk increases in recessions and falls in booms. In contrast, it may be more helpful to think of risk as increasing during upswings, as financial imbalances build up, and materializing in recessions».*

En portefølje kan altså ha å høy risiko og lav volatilitet – på samme tid. En tanke som dukker opp er at hvis overnevnte risikomål ikke er gode, hvordan kan en da egentlig måle risiko? Svaret er – ikke overraskende – at det ikke finnes noen universal måte bedømme den på. It depends.

Risiko kan kun bedømmes av sofistikert andre-ordens tenking, hvilket læres gjennom erfaring og sunn fornuft. Ingenting kan måle seg med erfaring, som Spetalen kalles *verdens dyreste og beste universitet*.

En åpenbar svakhet med en rent kvalitativ tilnærming til risiko er muligheten for å bli ført bak lyset. Forvaltere kan argumentere for at resultatene har blitt oppnådd med god risikojustert avkastning, uten å ha noe «konkret» å vise til. Det kan selvfølgelig være tilfellet, men ikke nødvendigvis. Utfordringen består i at investorene har svært begrensede muligheter til å kontrollere om det stemmer eller ei.

Ønskes dette gjort, må det nedlegges betydelig arbeid – gjerne gjennom flere år, for å kunne gjøre seg opp en kvalifisert mening. Dette er med å gjøre investering fryktelig vanskelig, og er på mange måter kjernen i hvorfor de fleste bør avstå fra å investere i aksjemarkedet på egenhånd. Investering er mer kunst enn vitenskap.

Men når man tenker over det, er denne kvalitative tilnærmingen prinsipielt ikke forskjellig fra analogien om å sende bilen på service. Der kan man få beskjed om at *parallellstaket* og *endeleddet* må byttes. Med mindre man er bilmekaniker (hvilket gjør et regulært besøk hos verksted noe absurd) eller har interesse innen feltet, ender man stort sett opp å ta mekanikerens diagnose for god fisk – hvem kan argumentere mot at parallellstaket **ikke** trenger å byttes?

Årsrapport

Løsningen er naturligvis tillit mellom partene, og denne må bygges opp over tid.

Vi mener IKNHHS i 2016 oppnådde en god risikojustert avkastning, hvilket gjør oss godt fornøyd. Eksempelvis satt vi tungt i cash (~25%) gjennom høsten; en periode med stor politisk og økonomisk risiko. At utviklingen i perioden ble såpass sterk, fremstår på mange måter som et mysterium.

De interesserte anbefales å lese Howard Marks' *The Most Important Thing* samt Nicholas Nassim Talebs *Fooled by Randomness* for en dypere gjennomgang av emnet.

9. Porteføljen ved inngangen til 2017

Aker

Aker ASA er et industrielt investeringsselskap, og utøver aktivt eierskap. Aker representerer finansiell styrke og industriell kompetanse. Selskapets mål som aktiv eier er å være en strategisk motor i utviklingen av robuste og verdifulle operative selskaper. Deres tre største investeringer er AKER BP, Aker Solutions og Ocean Yield. Aker er en pådriver i strukturelle prosesser og gjennomføring av industrielle transaksjoner, oppkjøp og fusjoner og rendyrking av virksomheter.



Begrunnelsen for IKs investering i Aker var høsten 2015 at man fikk en gunstig eksponering mot kvalitetsselskaper innenfor olje- og oljeservice-sektoren til sterkt rabattert pris. I tillegg var Akers sterke balanse et pluss, hvor vi argumenterte for selskapets mulighet til å være konsolideringsaktør i en sektor under sterkt press. Når selskapet i tillegg betalte rundt 10% av aksjekursen i utbytte fremsto investeringen som svært attraktiv.

AKVA Group

AKVA Group har fortsatt den sterke kursutviklingen i 2016. Dette på tross av at resultatene har skuffet.

Software-segmentet vokser sakte og fortsetter å gi gode marginer. Landbasert vokser kraftig og i Q3 2016 utgjorde inntektene fra landbasert 22% av selskapets totale inntekter, opp fra 13% i Q3 2015. Dette på tross av at AKVA Group Danmark har gjennomgått en restrukturering og bidro med negativ EBITDA i Q3 2016. Hovedgrunnen til de svakere resultatene er et svekket Cage-segment. Lakseoppdrett i Chile er under restrukturering noe som har ført til at inntektene fra regionen Americas er kraftig redusert YoY. Dette er noe vi tror vil bedre seg i 2017.

AKVA Group fortsetter med strategiske oppkjøp. I 2016 har de gjennomført oppkjøp av Sperre AS, AD Offshore og Techno Dive. Sperre AS tilbyr tjenester tilknyttet ROV, mens AD Offshore og Techno Dive tilbyr dykketjenester. Oppkjøpene øker AKVA Group sitt tilbud av ROV og subsea-tjenester noe som styrker posisjonen som markedsledende service- og teknologileverandør til oppdrettsnæringen. R&D prosjektet "Atlantis Subsea Farming" har også passert første barriere for å få tildelt utviklingslisenser.

I 2016 har AKVA Group økt sin tilstedeværelse innen oppdrett av andre arter. Det har blitt etablert et nytt kontor i Spania etter økt interesse fra oppdrettere av Sea Bass og Sea Bream. De har også levert enda en Cage-farm til Iran som har uttalt at det skal investeres tungt i oppdrett i tiden fremover. Det ser ut til at oppdrettere av andre arter ser mot laks og AKVA Group er godt posisjonert i flere av disse markedene.

På tross av svakere resultater mener vi fortsatt risk/reward i AKVA Group er attraktiv. I en tid med mye usikkerhet i oppdrettsnæringen grunnet utvikling av

 AKVA GROUP™

Årsrapport

både landbasert og offshore oppdrett, samt økt press fra lakselus og sykdommer, mener vi AKVA Group gir en unik og attraktiv eksponering mot næringen.

Borregaard

Borregaard er et norsk industriselskap som produserer og selger bioprodukter, alle med utgangspunkt i en tømmerstokk.

Borregaard er hva vi i IKNHHS kaller et Munger-selskap, etter Warren Buffets nestkommanderende, Charlie Munger. Munger-strategien kan oppsummeres i frasen [...] *buying wonderful companies at fair prices*.

Vi mener Borregaard kvalifiserer som et Munger-selskap, blant annet gjennom å operere i en egen nisje med store inngangsbarrierer. I tillegg har de en svært solid ledelse som har generert aksjonærverdier over tid.



Siden vi tok inn Borregaard i porteføljen i april (til en fornuftig pris) har pilene pekt oppover. Selskapet har levert solide resultater og fondet fikk med seg en verdistigning på 40 prosent i 2016.

Oppsummert anser vi Borregaard for å være et selskap som har innehar kompetitive fortrinn, og derfor skal være i posisjon til å generere betydelige aksjonærverdier i årene fremover.

Höeg LNG Holdings

Vi kjøpte oss inn igjen i HLNG tidlig i 2016 basert på at vi så stor oppside innenfor FSRU-segmentet (Floating Storage and Regasification Unit), og dette har ikke endret seg i løpet av fjoråret. Importen av LNG (nedskjølt naturgass) er ventet å vokse kraftig de neste årene, og i mange land mangler de den nødvendige infrastrukturen for å importere gassen. HLNG har allerede sikret



Årsrapport

seg ni kontrakter, to av de i desember 2016, som gir god nedsidebeskyttelse i caset. Samtidig ser vi fortsatt gode muligheter for vekst, noe som gjør risk/reward-ratioen i caset veldig god.

Ocean Yield

Ocean Yield er et selskap med investeringer i skip innen oljeservice og industriell shipping. Alle fartøy er chartret ut på lange kontrakter. Ocean Yields visjon handler om å være et forutsigbart selskap med en moderne flåte på lange kontrakter. Selskapet er et datterselskap av Aker ASA. Selskapet har siden børsnoteringen i 2013 levert økende dividende.

2016 ble for Ocean Yield et år med mange opp- og nedturer, hvor økende usikkerhet rundt selskapets motparter førte til 20% verdifall gjennom første halvdel. Denne frykten viste seg noe overdrevet, og gjennom andre halvdel av 2016 hentet aksjekursen seg inn igjen. I sum endte året relativt flatt, hvor de største lyspunktene var selskapets sterke direkteavkastning på 10%, samt markedets appetitt i forbindelse med emisjonen på sensommeren. Selskapet hentet da inn NOK 862 millioner til kun 2% rabatt fra siste notering. Provenyet fra emisjonen skal brukes til å finansiere ytterligere vekst.



OCEAN YIELD

Oppsummert ble 2016 et noe trøblete år for Ocean Yield, hvor flere skyer i horisonten skapte problemer. Til tross for dette anser vi det de største problemene som tilbakelagte, og tror på positiv nyhetsstrøm og fortsatt økte utbytter gjennom 2017. Bakgrunnen for dette er selskapets unike businessmodell, deres fullfinansierte vekststrategi og antallet nye skip som ble levert i løpet av Q4 2016.

Protector forsikring

Protector forsikring er et forsikringsselskap som opererer i Norden og Storbritannia, og forsikrer hovedsakelig store assets i privat og offentlig sektor. Selskapets forretningsmodell gir dem en kostnadsfordel sammenlignet med tradisjonelle aktører i forsikringsbransjen, og er vanskelig for konkurrentene å kopiere. Dette gjør at de har hatt en høy vekst i premieinntekter over lang tid, og guider 15% vekst for 2017.

PROTECTOR
forsikring

Vi mener Protector er et kvalitetsselskap. Dette basert på god ledelse, høy lønnsomhet, lavest kostnader, høy vekst og best avkastning på forsikringskapitalen sammenlignet med sine skandinaviske konkurrenter. I tillegg er forsikringsbransjen svært lukrativ for aktører som klarer å prise risiko rett.

Selskapet ekspanderte til Storbritannia i 2016 – et stort marked med betydelige muligheter i tiden framover. Dessverre hadde vi uflaks med timingen av inngangen i aksjen, men føler oss likevel sikre på at aksjens verdi overskrider prisen vi betalte. Dagens pris reflekterer selskapet i «steady state» til tross for at de guider 15% vekst for inneværende år. Dermed er vekstcasen i protector «gratis». Oppsummert liker vi selskapet, veksten, ledelsen og prisingen. Vi forventer sterk vekst, kostnadskontroll og fullt fokus på riktig prising av risiko i tiden framover.

Scatec Solar

Scatec Solar ASA er et norsk solenergiselskap som utvikler, bygger, eier og drifter solparker. De opererer i fremvoksende økonomier, også kalt "emerging markets". Her er fossile brennstoff en vesentlig del av energimiksen. I 2015 ble

Årsrapport

det for første gang dyrere å bygge ny elektrisitetsskapasitet fra kull enn fra solenergi.

Kursmessig i 2016 startet året på 39 kr. Deretter gikk den ned til 27,8 kr på sensommeren, men en sterk høstvind gjorde at aksjen sluttet på 38,5 kr ved årsslutt. Gjennom året har selskapet rapportert flere nyheter. Blant annet solgte de solparken på 104MW i Red Hills, Utah – dette grunnet prispress i området, og for å frigjøre kapital. I tillegg rapporterte selskapet om investeringsplanlegging for prosjekter i Mosambik, Brasil, Nigeria og Malaysia. Samlet sett for året var det lite nyheter fra selskapet første halvår, men vinden av høstnyheter brakte nytt liv i kursutviklingen.



Vi fortsetter å være positive til SSO. Den integrerte business-modellen til selskapet gjør at de kan selv-finansiere vekst, noe vi mener er fantastisk sett i sammenheng med vekstplanene til selskapet. For å nevne det er ambisjonene å vokse fra dagens portefølje på 466MW til 1400 - 1600MW i 2019. Ledelsen i SSO fremstår meget solid med CEO Raymond Carlsen i spissen. Vi mener solkraftmarkedet, og de "grønne" trendene vi ser i verdensbildet, gjør det attraktivt å investere i selskapet på lang sikt. Vi er tålmodige til selskapet og utbyggingsstart for prosjekter. Dette tar tid i land hvor solkraftproduksjon er så nytt at det krever lange politiske prosesser og oppbygning av juridiske rammeverk.

Investeringsklubben gikk inn i denne aksjen april 2015 med tanker om et langsiktig eierskap.

The Scottish Salmon Company

Det skotske lakseoppdrettselskapet SSC har lenge slitt med dårlige marginer som følge av høye kostnader og en ugunstig valutakurs. Samtidig har selskapet

Årsrapport

inngått mange dårlige forwardkontrakter, som har gitt dem lavere priser enn sine konkurrenter. Vi tror derimot selskapet kan stå ovenfor en kraftig snuoperasjon med en påfølgende reprising.

Vi tror på rekordhøye laksepriser de neste årene ettersom hverken Norge eller Chile har kapasitet til å øke produksjon nevneverdig. SSC er lakseselskapet som vil tjene mest på de høye lakseprisene. Ugunstige forwardkontrakter går nå ut og nye blir inngått til høyere pris. Pundet har depresiert kraftig i kjølevannet av Brexit og SSC vil nå få en konkurransefordel mot sine norske konkurrenter. I tillegg har selskapet fått en ny ledelse som vi tror kan bidra til å redusere kostnader. Alt ligger til rette for at SSC kommer til å snu de negative resultatene og få et godt år i 2017.



Storebrand

Storebrand er et diversifisert finanskonsern bestående av virksomhet innen områdene bank, forsikring, pensjonssparing og asset management. Dette sørger for et diversifisert inntektsgrunnlag noe som senker risikoen for betydelig bortfall av inntekt, samt mindre variasjon i kontantstrøm. Konsernets operasjon innen pensjonssparing kan deles inn i to enheter – innskuddsbasert pensjon og ytelsesbasert pensjon. Innskuddspensjon er den foretrukne løsningen for bedrifter, og segmentet opplever sterk vekst da bedrifter velger å konvertere fra ytelsesbasert til innskuddsbasert.

Storebrands operasjon innen ytelsesbasert pensjon har en andel kontrakter med garantert avkastning (i størrelsesorden 3-5%) som ble inngått i en periode da dette var lønnsomt. I tiden etter har rentene falt betydelig, noe som har gjort det stadig mer krevende for Storebrand å innfri sine forpliktelser. Dette samtidig som selskapet opererer i en bransje under stadig strengere regulering



Årsrapport

som konsekvens av finanskrisen. Sistnevnte har ført til en periode med oppbygging av solvenskapital i alle norske finansforetak.

Imidlertid når forpliktelsene innen ytelsesbasert pensjon toppen i løpet av 2017. Dette sørger for en reduksjon i den ulønnsomme virksomheten samt at kravet til mengden solvenskapital for disse produktene reduseres. Dette i kombinasjon med at rentene har begynt å bevege seg oppover samt at Storebrands periode med oppbygging av solvenskapital nærmer seg slutten, muliggjør betydelige utbytter i tiden framover.

I tillegg til dette har en aksjonærgruppering ledet av Tor Olav Trøim kjøpt seg opp og tatt en aktiv rolle i selskapet gjennom to styremedlemmer. Det forventes at det gjennomføres en strategisk gjennomgang av selskapets operasjoner og at det igangsettes kostnadsreduserende tiltak.

Oppsummert leverer operasjonene innskuddspensjon, bank, forsikring og asset management gode resultater, i tillegg til at selskapet som følge av flere sammenfallende faktorer har kommet i en posisjon hvor de igjen kan betale utbytte. Aksjen har levert gode resultater siden vi tok den inn i porteføljen, noe som ser ut til å fortsette inn i 2017.

Subsea 7

Oljeserviceselskapet Subsea 7 er én av tre top tier-aktører innen segmentene Engineering, Procurement, Installation and Commissioning (EPIC), som kort fortalt omhandler installasjon av infrastruktur under havoverflaten i utvinning av nye felt, såkalte greenfield-prosjekter. Denne delen av driften utgjør om lag 80 prosent av inntektene. I tillegg leverer selskapet en rekke andre tjenester innen offshore oljeutvinning.



Årsrapport

Vi tok inn Subsea 7 inn i porteføljen i februar 2015 som et verdi-case, med argumentet at muligheten for å kjøpe bransjeledende selskaper til attraktive priser kun oppstår i nedgangstider.

Selskapets var svært tidlig ute med kostnadsbesparende programmer og har utvist en solid prosjektgjennomføringsevne som har ytterligere bygd opp selskapets allerede sterke balanse. Vi tror overnevnte er viktige grunner til hvorfor Subsea 7 har kommet seg styrket gjennom nedturen, i motsetning til mange av sine konkurrenter.

Dette ble tydelig reflektert i kursutviklingen i 2016. Etter at aksjen bunnet i ut i midten av januar på 44 kroner, har det stort sett gått oppover. Totalt steg den 73 prosent i 2016 og endte på 109 kr.

I takt med en dramatisk reduksjon i utvinningskostnadene, er vi optimistiske med tanke på utvikling av nye felt, spesielt i Nordsjøen. Gjennom solid historikk bør Subsea 7 være godt posisjonert for å kapre nye kontrakter, og med det fortsette å generere aksjonærverdier.

Yara International

Yara har falt 11% i 2016, men har tatt seg kraftig opp fra bunn i juni da den ble omsatt til kun 267 kr/aksje, og avsluttet året på 341 kr/aksje tilsvarende en oppgang på 28%. Yara har i 2016 fått smake på en reversering av mange eksogene faktorer som virket i deres fordel i 2014 og 2015 – i 2016 har oljeprisene økt, og kronen styrket seg. Yara opererer i et råvaremarked der det er vanskelig å oppnå differensierte goder i særlig grad. At slike selskaper skaper superprofitt er snarere unntaket enn regelen. Vårt investeringsrasjonale har i stor grad basert seg på en underliggende driver i form av stadig voksende befolkning og dermed økt matbehov.



Årsrapport

Den senere tiden virker det som om dyrkbart område er nært fullt utnyttet, og miljøfokuset vokser. Det ser ut til at matbehovet til den økte befolkningen trolig må dekkes av produksjon fra havet.

Vi har mot slutten av året vurdert om det er på tide å selge Yara. Dette baserer seg blant annet på overstående resonnement samt prising (henviser til salgspitch). Det er svært vanskelig for et selskap å levere ekstraordinære resultater i et råvaremarked med biologisk begrensede vekstmuligheter.

XXL

Investeringsklubben investerte i XXL i oktober. XXL hadde kursmessig et nokså dårlig år sammenlignet med 2015 da kursen steg med ~ 34%. I 2016 falt kursen fra 101 i januar til 98,5 i desember. Den var imidlertid oppe i 112,5 før Q3-rapporten medio oktober. Grunnet snømangel i Norden falt inntjeningen til XXL, og den nordiske sportsgiganten opplevde svare kvartalsresultater enn ventet.

2016 har vært et innholdsrikt år sett med XXL-øyne. De genererte 7.8 milliarder NOK i inntekter i 2016, som gir en vekstrate på 20 prosent sammenlignet med året før. Veksten er drevet av økning både i fysiske butikker og netthandel. Bunnlinjen økte i løpet av 2016 med 17 prosent til 501 millioner NOK, som viser at lønnsomheten følger veksten. XXL har åpnet 12 nye butikker i 2016, som øker totalt antall fysiske butikker med 23 prosent. Videre har selskapet også kommet med en nettbutikk-løsning i Danmark. Her vil internetthandel forbli løsningen inntil videre, siden Danmark ikke har fire sesonger. Et land som har fire sesonger er Østerrike. XXL har i 2016 fått på plass de to første leiekontraktene for butikkåpninger i Østerrike, og man regner med første butikkåpning i Sentral-Europa sent i 2017. Dette bygger en god plattform for videre vekst i 2017.

XXL

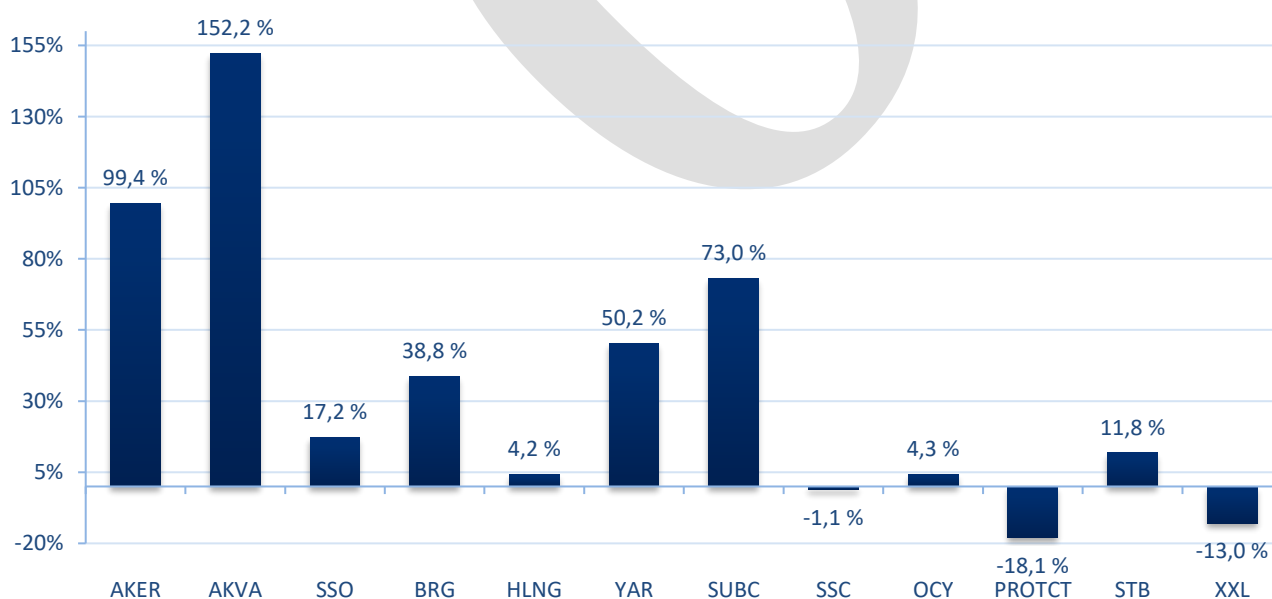
Årsrapport

IKNHHS har stor tro på at den gode veksten vil vedvare, da både like-for-like-veksten og vekst i antall butikker ser ut til å fortsette. Mulighetene for en videre ekspansjon til Tyskland er også i tankene til XXL CEO Fredrik Steenbuch.

10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2017

Børsticker	Antall	Siste	Tot. Avk. %	Avk. 2016 %	Verdi	Vekt %
AKER	345	323	99 %	97 %	111 435	10 %
AKVA	619	84,0	152 %	56 %	51 996	5 %
SSO	2 200	38,5	17 %	-1 %	84 700	8 %
BRG	1 400	84,0	39 %	71 %	117 600	11 %
HLNG	820	96,5	3 %	3 %	79 130	7 %
YAR	275	340,0	50 %	-11 %	93 500	9 %
SUBC	1 090	109,3	73 %	73 %	119 137	11 %
SSC	5 250	9,6	-1 %	-1 %	50 400	5 %
OCY	1 400	65,0	4 %	-5 %	91 000	8 %
PROTCT	1 200	68,8	-18 %	-18 %	82 500	8 %
STB	2 200	45,9	12 %	12 %	101 024	9 %
XXL	900	98,0	-13 %	-13 %	88 200	8 %
Cash					11 016	1 %

11. Avkastning siden kjøp



12. Avsluttende ord

Vi er meget godt fornøyd med å gi våre aksjonærer meravkastning i forhold til Oslo Børs gjennom 2016. IKNHHS har helt siden oppstarten hatt stort fokus på å levere konkurransedyktig avkastning i forhold til markedet generelt. Denne målsetningen vil vi jobbe hardt mot i årene som kommer.

Kontaktinfo

Vi setter pris på tilbakemeldinger og spørsmål angående IKNHHS. Ta gjerne kontakt med oss via post@iknhhs.no

