

Årsrapport 2018

Investeringsklubben NHHS AS

Stående igjen på kaia da brønnbåten gikk

Innholdsfortegnelse

1. Aksjemarkedet i 2018	3
<i>Veien videre</i>	5
2. IKNHHS sin investeringsfilosofi	8
3. Porteføljen i 2018	10
4. Utvikling mot Oslo Børs i 2018	11
5. Utvikling mot Oslo Børs siden 1. januar 2013	11
6. Total avkastning for alle investeringer i 2018	12
7. Beste og dårligste investeringer i 2018	13
<i>Beste investering – Scatec Solar</i>	14
<i>Dårligste investering – Protector Forsikring</i>	14
8. Porteføljrisiko	15
9. Porteføljen ved inngangen til 2019	20
<i>Aker</i>	20
<i>Borregaard</i>	21
<i>Scatec Solar</i>	22
<i>SpareBank 1 SMN</i>	23
<i>Komplett Bank</i>	24
<i>Evry</i>	26
<i>NRC Group</i>	27
<i>Subsea 7</i>	29
<i>Protector forsikring</i>	31
<i>Storebrand</i>	32
<i>Kværner</i>	33
<i>Kid</i>	34
10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2019	35
11. Avkastning siden kjøp	36
12. Sektorvekting IKNHHS vs. OSEBX (Februar 2019)	36
13. Avsluttende ord	37
Kontaktinfo	38

1. Aksjemarkedet i 2018

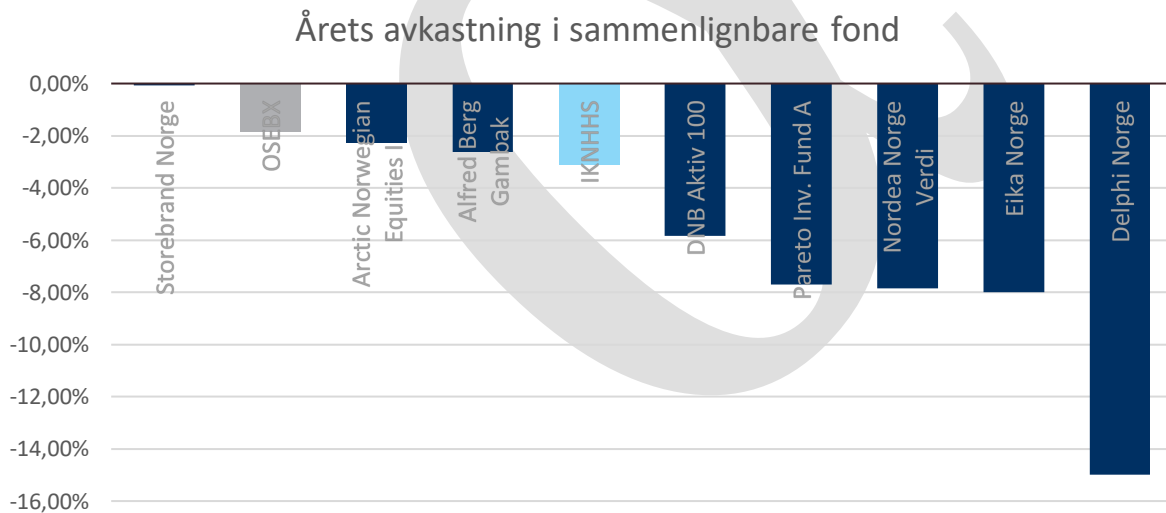
Det har vært et noe spesielt år på Oslo Børs, etter at hovedindeksen endte ned for første gang på syv år. I starten av 2018 ble de fleste aksjer drevet av selskapsnyheter, og mot slutten så endret driverne seg til politikk og renter. I det siste kvartalet har selskapsnyheter blitt totalt overskygget av det politiske, og andre makroforhold. Oslo Børs har likevel endt på bedre enn de fleste andre børser, med et fall på kun 1,84% i 2018.

Det er ingen tvil om at 2018 har vært et hendelsesrikt år, spesielt med tanke på USA og handelskrigen Kina. Samtidig så har det vært en av tidenes utbytteår på Oslo Børs, med mer enn 104 milliarder kroner i totalt utbytte. Blant aksjene som gav utbytte over snittet i 2018, så satt vi på KID, Storebrand, Evry og SpareBank 1 SMN. Hovedindeksen skjøt fart gjennom sommeren, før den falt kraftig mot slutten av året. For Investeringsklubben NHHS AS (IKNHHS), endte vi med mindreavkastning i forhold til indeksen, med -3,13% mot indeksens -1,84%. Noe av årsaken til dette er at vi ikke eksponerte oss mot laks gjennom hele året 2018. Lakseaksjer på Oslo Børs utgjør 9,7% av hovedindeksen. Når sjømatindeksen var opp mer enn 55% i 2018, kan dette tydelig være en av grunnene til at vi ikke nådde opp til indeksen.

I forrige årsrapport stilte vi spørsmål ved børsens sterke oppgang og hvorvidt det ville komme et børsfall. Det viste seg å slå til, men det var langt fra gitt tidlig i året. Tidlig i 2018 var det vanskelig å se for seg den avkastningen børsen skulle gi frem til begynnelsen av oktober. Fra oktober frem mot jul førte en fallende oljepris (Brent) og usikkerheter rundt renter og resesjon til at indeksen og det generelle aksjemarkedet falt. Oljeprisen falt med 36 dollar fra 86 USD på topp til 51 USD på det laveste i 2018. Fallet ser ut til å være utløst av flere faktorer. En av faktorene er Trumps reduksjon i sanksjoner mot 8 land, hvilket kom som en overraskelse og førte til et overskudd på tilbudssiden i markedet. OPEC kontret gjennom uttalelser om at de vil kutte produksjon for å redusere svekkelsen i oljeprisen, noe som igjen fort ble svart på av Trump – som har ytret et ønske om lavere oljepriser gjennom Twitter.

På verdensbasis ser vi at den amerikanske yieldkurven flater ut. Renten på den amerikanske tiårige statsobligasjonen falt fra omkring 3,0% til 2,6% i desember, som følge av tegn på at veksten i amerikansk økonomi avtar. Dermed nærmer den amerikanske yieldkurven seg inversjon, som vil si at kortsiktige renter er høyere enn langsiktige renter. Det er utvilsomt et varseltegn for amerikansk økonomi. Rentekurven inverterte i 1989, 2000 og 2006. Resesjoner inntraff i 1990, 2001 og 2008. Dette har gjort investorer mer varsomme og vi så at volatiliteten i markedet steg kraftig mot jul, før den roet seg noe i romjulen. Dette i kombinasjon med et fortsettende fall i oljeprisen har ført til en usedvanlig dårlig avslutning på året.

Året 2018 var nok et utfordrende år for aktiv forvaltning. Vår undervekt av lakseaksjer sammenlignet med Hovedindeksen (OSEBX) gjorde det svært vanskelig for oss å skape meravkastning sammenlignet Hovedindeksen. En rask titt på sammenlignbare, store norske fond (justert for forvaltningskostnader), tilsier at vår avkastning mot de andre aktive fondene er bedre i 2018 enn i 2017.



Veien videre

Inflaterte aksjepriser med resesjon rundt hjørnet, eller penger på gata? Vi tar en kikk ned i krystallkula og vil fortelle om våre tanker om aksjemarkedet i både det inneværende og de kommende årene. Vi vil diskutere temaer som renter, olje og prising.

Vi har sett fallende renter de siste 40 årene som har gjort tilgang på kapital enklere, samt inflatere aktivklasser som aksjer og bolig. Lave renter har også den effekt at selskaper får lavere funding cost. Dette gir selskaper som for 40 år siden ikke hadde hatt mulighet for etablering et helt annet livsgrunnlag. Spørsmålet blir så om rentene skal tilbake til et nivå sammenlignbart med pre-finanskrisen. Dette vil i tilfelle være svært uheldig for sektorene preget av høy gjeldsgrad. Den amerikanske sentralbanken har signalisert at nøytrale renter er nå lavere enn tidligere antatt, men fremdeles må rentene opp fra dagens nivå for å ansees som bærekraftig. Inflasjonen ser i de fleste regioner ut til å være stabil, som er et argument for å ikke sette opp renten. Likevel er ikke lånerente lavere enn inflasjonen bærekraftig på lang sikt. Renten som representerer alternativkostnaden til aksjer har mange øyner rettet mot seg, og spesielt US 10- og 2-åringen. De gav oss i høst «dødkrysset» som har vist sitt ansikt før enhver resesjon (PS: Det skjedde i 1996, og det tok dermed 5 år før resesjonen inntraff).

Et annet spørsmål en må se mot glasskula for svar til, er om renten kan settes opp. Når sentralbankene setter opp renten er dette ofte produktet av en stabil økonomi med gode utsikter. Hver nordmann har i snitt 220% i gjeld av disponibel inntekt. Dette snerver handlingsrommet til sentralbanken i å sette renten opp og presenterer derfor en stor risiko. Skulle det inntreffe en krise nå, vil ikke sentralbankene ha det handlingsrommet den kunne hatt om renten var på et høyere nivå. Guidingen til verdensøkonomien for 2019 og 2020 har blitt justert ned. Generelt ser man lavere vekst og svakere økonomi. Mange mener vi står på kanten til toppen av en høykonjunktur og dette vil da være svært uheldig for en rekke sykliske næringer, og følgelig Oslo Børs. Det blir ikke rett å kun fokusere på den relative endringen når

Årsrapport

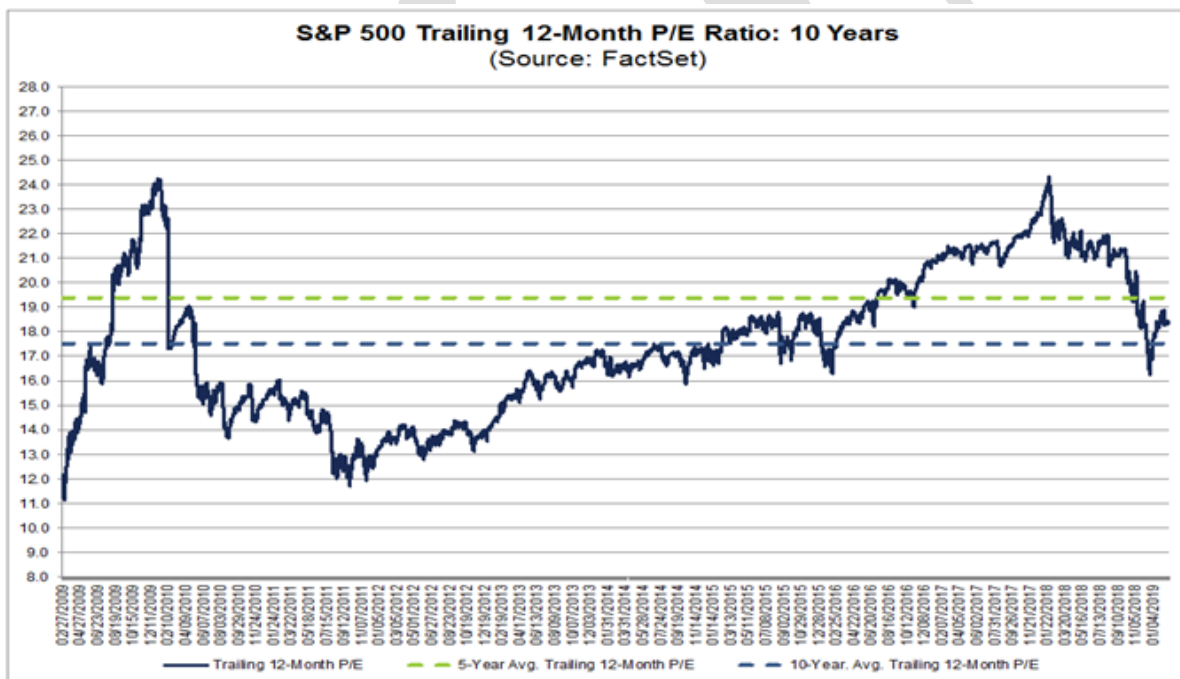
Økonomien viser seg standhaftig. Bl.a. har vi historisk lav arbeidsledighet og en antatt mer robust økonomi.

Det er lett å bli negativ med høye aksjepriser, kvantitative lettelser som nå reverseres, stigende rentebaner, svakere BNP vekst, høy husholdningsgjeld og potensialet i de fleste arbeidsmarkeder er tatt ut, men..

“As long as the music keeps playing people will keep dancing” - Rothschild

I flere av bull-markedet har man sett en tydelig «blow-off top», men det har man ikke i dette bull-markedet, hittil. Ingen kriser er like, men karakteristikken til toppene bruker ha fellestrekk. Vi har mange lysende varsellamper, men vi har fremdeles en prising som er fordelaktig både historisk og i forhold til alternativet.

Ser vi mot de amerikanske markedene finner vi at earnings yielden er 5,4%. “Risikofri” rente er på 2,75% som gir en meravkastning favør aksjer på 2,65%.



Snitt PE på Oslo Børs er p.t 15. Dette er rundt historisk snitt og vi mener aksjemarkedet verken er dyrt eller billig, gitt nøytrale framtidsutsikter. Økonomiske drivere vil være den naturlige globale demografien og globaliseringen, mindre regulatoriske krav til låneopptak i kina, samt USAs planlagte økning i infrastrukturinvestering og skatteletter som har gitt mer til bedriftene.

Oljeprisen viste seg vrang på tampen av fjoråret og oksene fikk seg et slag i trynet. Porteføljen vår har normal vektning mot oljerelaterte aksjer (sett mot OSEBX). Sannsynligvis vil oljeprisen fortsettes å styres av de større spillerne USA, Russland og Saudi (Opec). USAs shale-produksjon har vist seg livets rett og landet går nå fra å være netto importør, til eksportør. Dette bør til en viss grad endre insentivene til landet med ønske om høyere oljepris, men ikke høyere enn velgerne til Donald Trump ønsker pumpeprisene. Signalene Trump har uttrykt er et ønske om en oljepris mellom 50 og 65 USD pr fat brent olje.

Saudi Arabia går med store budsjettunderskudd og i rapporter krever budsjettet en oljepris over 90 dollar fatet for å gå i null. De ønsker oljen dermed høy nok til å drifte landet, men ikke høy nok til at man får overskuddstilbud. Dette bekreftet Saudi sist i desember ved OPEC møtet og vil sannsynligvis fortsette kutt avtalen ut året. Russland som inkluderes i OPEC+ har bevist seg å opprettholde deres del av kutt-avtalen og vi kan derfor anta at ønskene til oljepris er tilsvarende som Saudi og de andre OPEC-landene.

Risikoen for oljeprisen er ikke blitt mindre når den viser seg manipulerbar av twitrende statsledere og et OPEC som kutter for å holde prisen oppe. Vår investeringsstrategi er heldigvis ikke avhengig av kortsiktige svingninger og på grunn av den underliggende usikkerheten vil vi sannsynligvis holde vår eksponering. Dette reflekteres av vår oppfatning om et fundamentalt skifte i næringen fra P&L til serviceselskaper som vil kapitalisere på høyere budsjetter. Det er først i 2019-2020 at oljeprisen som legges til grunn for deres budsjetter er tilbake på historisk nivå som har betydd høy investeringsvillighet. Selskapene i vår portefølje vil kunne kapitalisere på de økte budsjettene til oljeselskapene, som vil ha gode kontantstrømmer med oljepris mellom 50 og 70 USD.

I tider som dette, er det viktig å huske på at det har vært tider som dette. Prisingen vi ser i aksjemarkedet i dag er på ingen måte betryggende for en verdiinvestor som Investeringssklubben NHHS, og vi har derfor et forholdsvis forsiktig markedssyn for året som kommer. Risikoen i porteføljen er målt mot beta, hvor vi p.t har 0,83. Vi utforsker samtidig muligheter for å redusere risiko fortløpende.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre aksjonærer, samt våre hovedsamarbeidspartnere Pareto Securities og Arctic Securities.

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 eller en vanskelig replikerbar businessmodell som er robust i mange tenkelige scenarier. 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 rettfærdiggjør 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.



3. Porteføljen i 2018

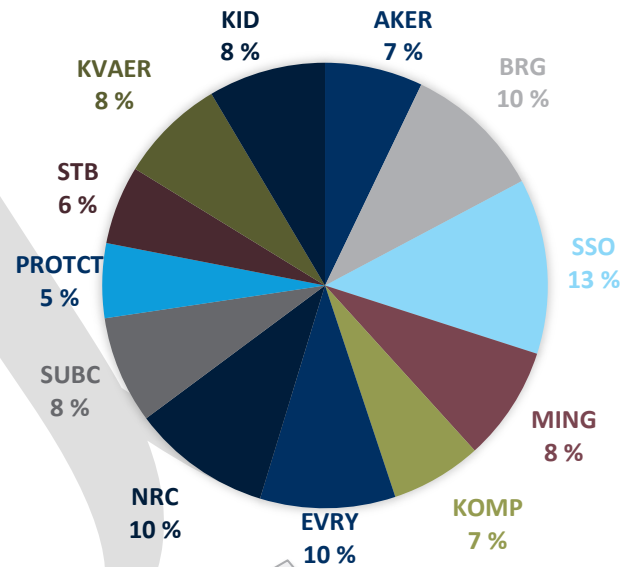
IKNHHS leverte i 2018 en avkastning på -3,13 %, mot Oslo Børs' -1,84 %. Oppnådd avkastning ligger dermed 1,29 prosentpoeng under Oslo Børs. Siden 1. januar 2013 har IKNHHS levert en annualisert årlig avkastning på 16,0%, sammenlignet med 10,3% for Oslo Børs. Total avkastning siden 2013 er 243,2% for IKNHHS og 180,0% for Oslo Børs.

Aksjene med høyest prosentvis avkastning i 2018 var Scatec Solar (62 %), Aker (47 %) og Norwegian (30 %).

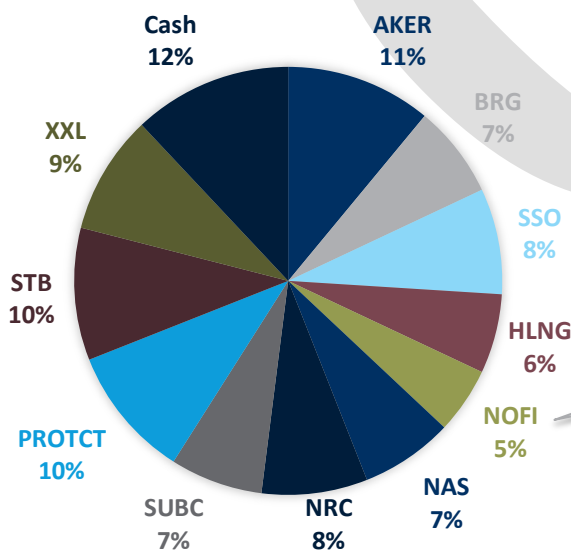
På den andre enden av skalaen med størst negativ avkastning finner vi Protector Forsikring (-47 %), Höegh LNG (-33 %) og Komplet Bank (-30 %).

NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2019		
TOTAL AVKASTNING 2018		-3,13 %
TOTAL MARKEDSVERDI FOND	KR	1 690 422
ANDELSVERDI	KR	8 327

PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JANUAR 2019



PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JAN 2018



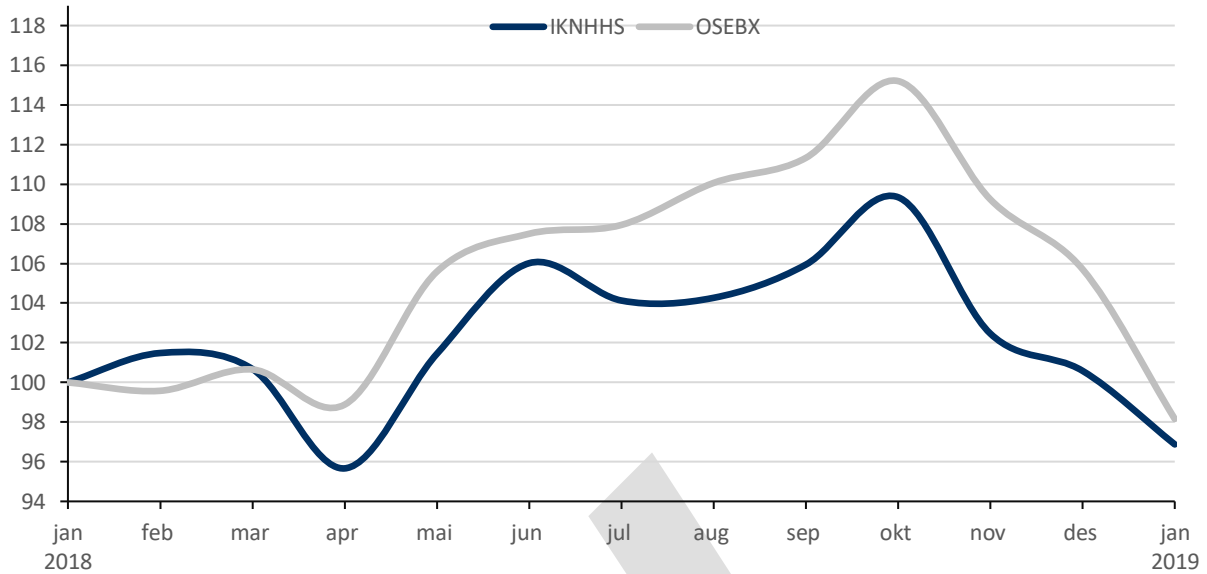
Solgt i 2018:

NAS
NOFI
VEI
XXL
HLNG

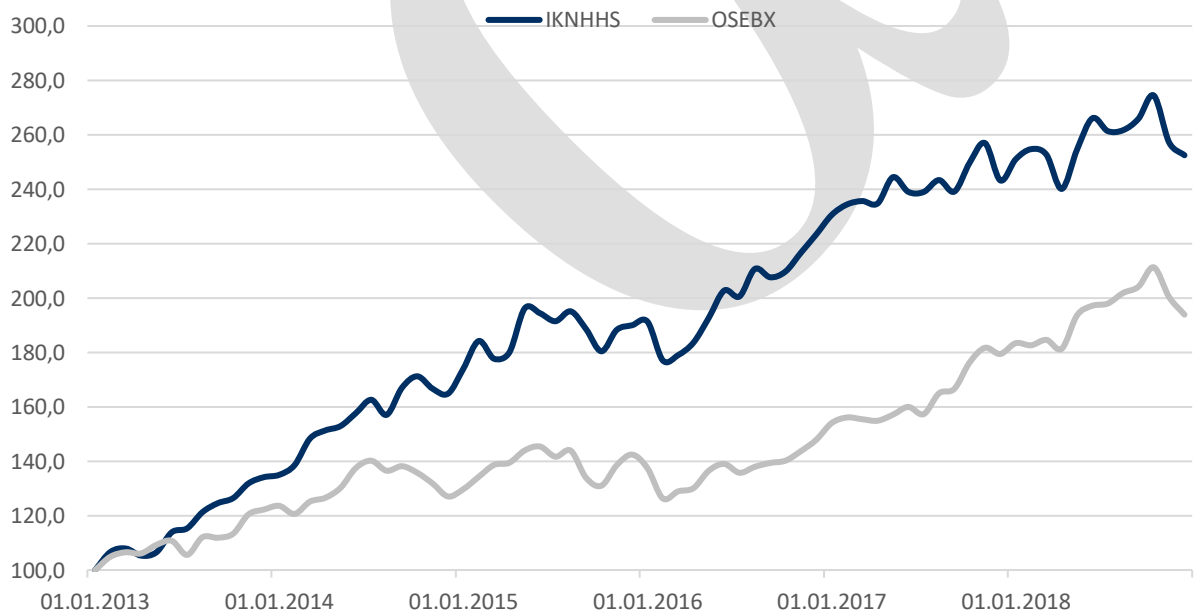
Kjøpt i 2018:

EVRY
MING
KVAER
KID

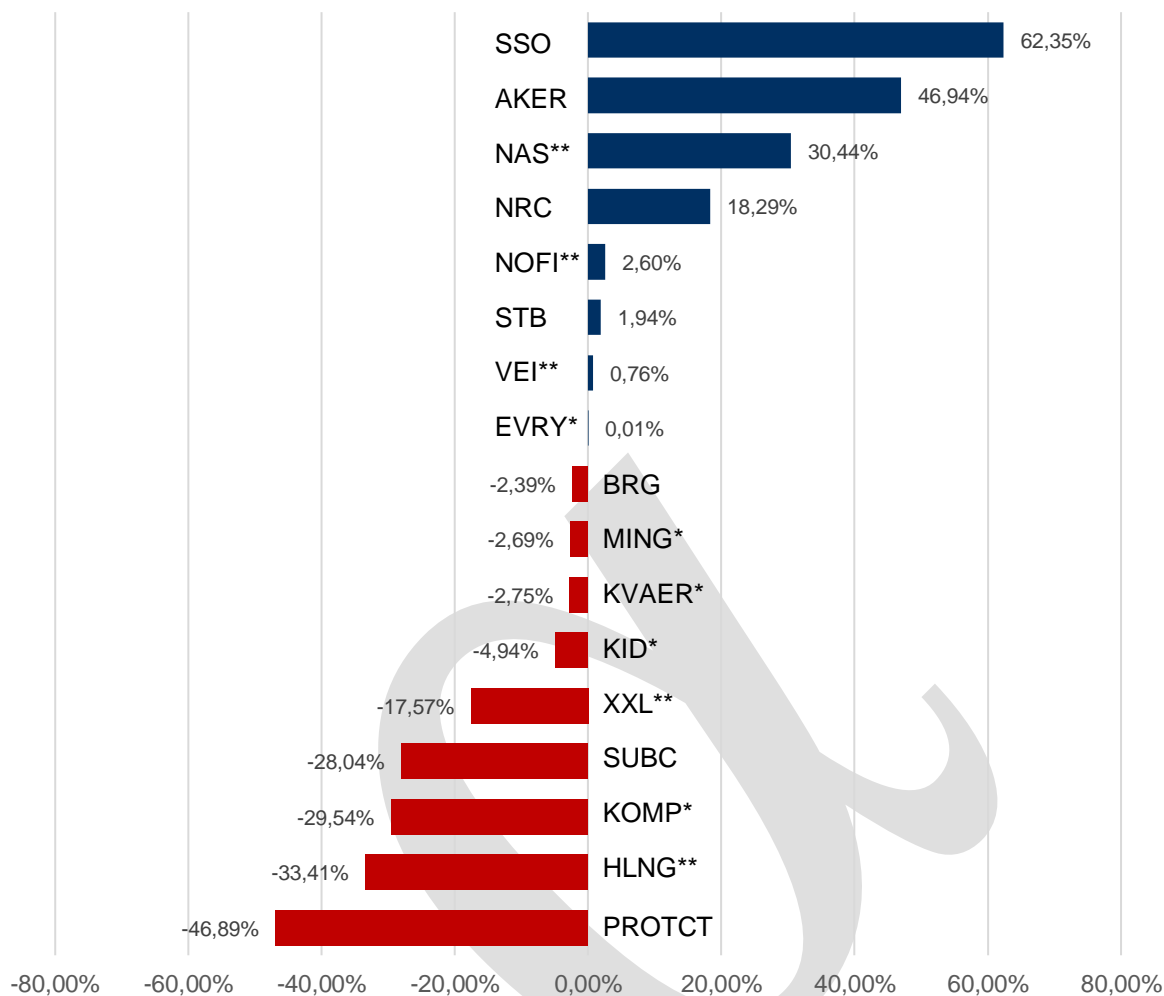
4. Utvikling mot Oslo Børs i 2018



5. Utvikling mot Oslo Børs siden 1. januar 2013



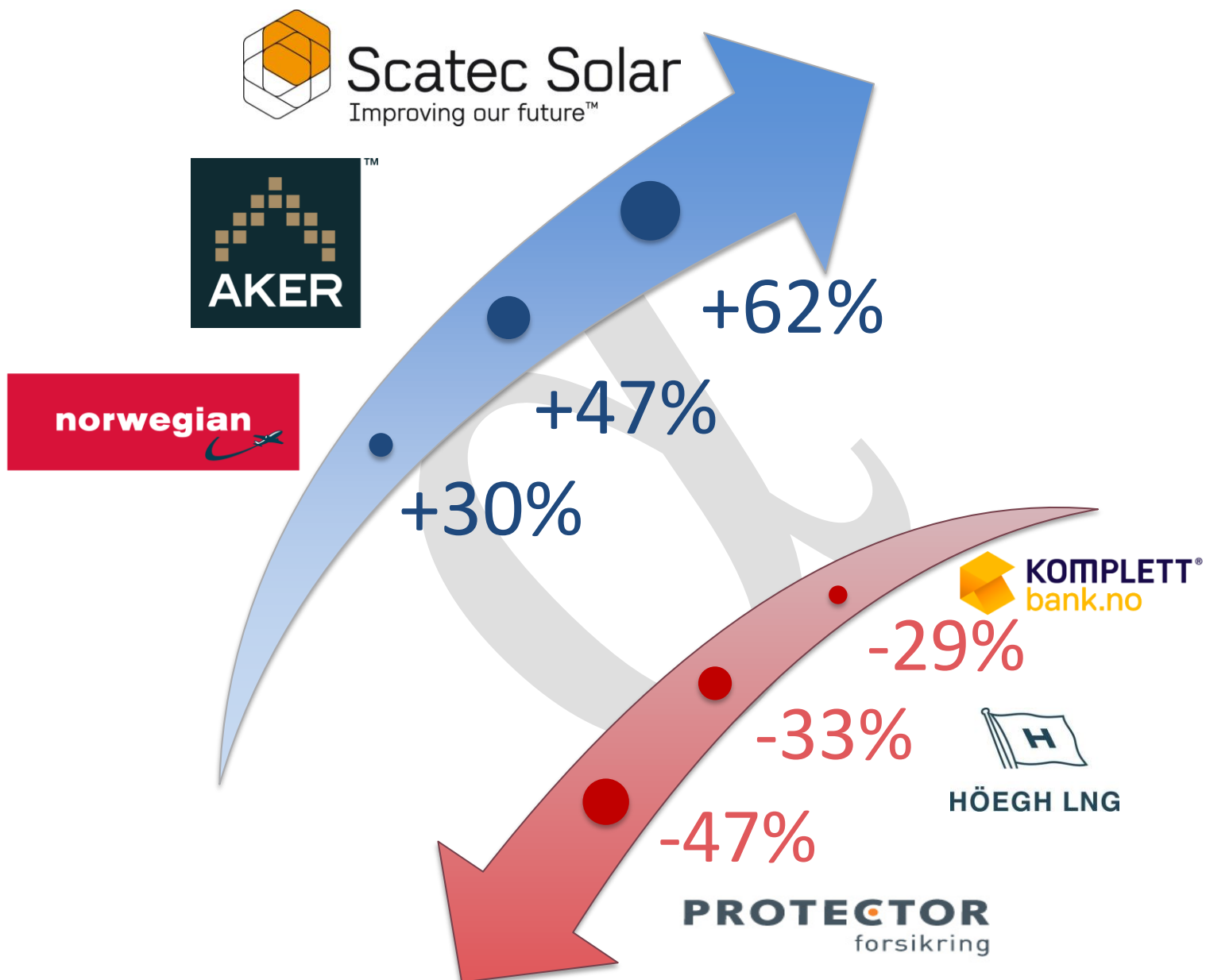
6. Total avkastning for alle investeringer i 2018,



* Kjøpt i 2018

** Solgt i 2018

7. Beste og dårligste investeringer i 2018



Beste investering – Scatec Solar

Scatec Solar ble fondets beste posisjon i 2018 med en avkastning på 62 %. Den gunstige avkastningen skyldes primært en sterk vekst i pipeline som de-risker målet om 3,5 GW i operasjon innen 2021. I 2018 er 1,1 GW under bygging, opp fra 0,4 GW i 2017. En annen trigger for aksjen har vært Equinors kjøp av 9,7% av aksjene i Scatec, hvor det spekuleres i om de videre vil kjøpe opp selskapet som følge av Equinors strategi om å styrke sin posisjon innen fornybar energi.

Som følge av den sterke utviklingen har vi valgt å redusere eksponeringen, da aksjen ved dagens prising er noe stiv. Vi har likevel tro på at selskapet kan gi god avkastning på lengre sikt. Vi mener at det ikke er priset inn vekst utover det som er guidet, og med et bra management i en fremtidsrettet sektor, kan det bli gode langsiktige muligheter. I tillegg tror vi at det økende fokuset mot ESG har bidratt positivt. Med ambisiøse planer og medvind i økende oppmerksomhet rundt ESG, blir det interessant å følge selskapet videre.

Dårligste investering – Protector Forsikring

I et ellers godt år for finansaksjer fikk Protector et tøft år i 2018. Selskapet har vært en av de beste investeringene på Oslo Børs de siste ti årene, men på grunn av uventede hendelser tok børsraketten slutt. Forsikring kan være krevende å guide presist på grunn av uventede hendelser som fører til høyere eller lavere utbetalinger til kundene. I 2018 var det den første som inntraff, og selskapet bommet på guiding hele fire ganger.

Protector er en svært vanskelig aksje å vurdere rett og slett på grunn av forutsetningene som må legges til grunn. I likhet med andre forsikringsselskaper sitter selskapet på en stor «float» hvor en andel investeres på børs. Avkastningen fra denne porteføljen var langt svakere enn tidligere år, hvor de tradisjonelt har overgått konkurrentene og markedet. De siste ti årene har resultatet fra investeringene stått for over 75 prosent av resultatet. Hvilke forutsetninger

man legger til grunn for både aksjeandelen og avkastningen vil ha stor betydning for om Protector er et godt kjøp.

Vi ser mange utfordringer i Protector sin fremtid. For eksempel med avvikling av eierskifte, etableringen i England og å oppnå en combined ratio under 100. Protector ga et samlet resultat på -41,12 prosent, noe vi absolutt ikke er fornøyd med, men vi besluttet å gå etter andre muligheter som i våre øyne ga et bedre forhold mellom risk/reward. Det er godt mulig at selskapet klarer å gjenskape gamle resultater, men det forutsetter at utbetalingene går ned i eksisterende markeder, satsningen i England lykkes og investeringsavdelingen når gamle høyder. Dette blir spennende å følge med på fremover.

8. Porteføljerisiko

Aksjer er våre foretrukne aktiva for å plassere kapital, men det innebærer risiko. Den avkastningen som oppnås gitt risikoen som tas er - satt på spissen - det eneste som betyr noe i forvaltningsverden. For å kunne si noe fornuftig om fjorårets resultat må porteføljens risikoprofil vurderes. I tråd med vår langsiktige investeringsfilosofi tilstreber IKNHHS å holde en portefølje med attraktiv *risk/reward* (RR) til enhver tid.

Risiko kan deles inn i to deler:

- I - Risiko for tapte muligheter
- II - Risiko for tap

Risiko for tapte muligheter

I hvilken grad, og når, man skal være investert er et utfordrende aspekt ved investering. Det er mange teknikker og teorier om hvordan man bør vekte porteføljen i ulike børs klima, men empiri og erfaring har vist at det er vanskelig å gjennomføre i praksis. Den vakre drømmen om å kjøpe på bunn og selge på topp er, og vil alltid være, en drøm. Det vi imidlertid kan stole på er at aksjemarkedet over tid vil stige, og underveis på den reisen vil det oppstå noen utfordringer. Selv med den gitte sannheten om at aksjemarkedet vil falle en dag er det

vanskelig å redusere eksponeringen til markedet. Rett og slett på grunn av risikoen for tapte muligheter.

Dette kan eksemplifiseres med en hypotetisk person som ville vært «Norges mest uheldige investor». Vedkommende investerte i OSEBX på topp før finanskrisen, da sto indeksen i 524,37 (19. juli 2007). Ved utgangen av fjoråret sto indeksen i 799,46, eller en oppgang på 52,56 prosent fra topp i 2007, tilsvarende en årlig oppgang på omtrent 3,75 prosent. Selv den mest uheldige investoren, ville slått «Norges heldige investor» som solgte seg ut på topp, men som så ble sittende i kontanter.

En portefølje kan dermed vekte andelen aksjer mot kontanter ved vurdere forholdet mellom risikoen for tapte muligheter, og risikoen for å tape penger. Det kan gjøres ved f.eks. å se på Shiller P/E eller pris/bok nivåer. Vår konklusjon er at jobben til IKNHHS er å søke meravkastning ved å finne kjøp vi anser som attraktive. Pris er et viktig aspekt ved investering, og vi vil kun kjøpe en aksje hvis vi mener den kan gi en tilfredsstillende avkastning, men det er opp investorene å selv styre eksponeringen mot markedet.

I den anerkjente boken til Howard Marks, *Mastering the Market Cycle*, diskuteres balansen mellom de to typene risiko. Dette forholdet må bestemmes av risikoen for et børskrakk og Marks peker på tre kjennetegn for en «boom». 1. for mye optimisme, 2. for lite risikoaversjon og 3. for mye penger som jager for få ideer/eiendeler. Dette kan til en viss grad sies å være sant for enkelte teknologiaksjer de siste årene, og man begynner å se tendenser for ESG-aksjer. Totalt sett mener vi fortsatt det finnes attraktive kjøp i markedet.

Ingen vet når eller hva som forårsaker neste krise og det er hovedårsaken til at man aldri burde være helt i kontanter. Uforutsigbarheten i markedet kommer godt frem hva Mark Twain (trolig) skal ha sagt:

History does not repeat itself, it rhymes

Årsrapport

Risiko for tap

For å sette en finger på hva risiko for tap er kan man ta utgangspunkt i utspillet til Øystein Spetalen:

Det eneste du tjener penger på i aksjer er avvik i synet fra konsensus.

Hvis markedsverdien til en aksje er resultatet av oppfatningen til konsensus om hvilke fremtidige resultater selskapet vil generere, vil prisen uttrykke den oppfattede risikoen for avvik fra disse resultatene. Risikoen i vår portefølje er dermed sannsynligheten for at de reelle resultatene viser seg å divergere fra markedets oppfatning. For en langsiktig investor vil det imidlertid være risikoen for permanente tap som er avgjørende, for eksempel ved at en uforutsett hendelse inntreffer (Black Swan). En viktig erkjennelse for investorer er at risiko ikke kan kvantifiseres på en fullkommen måte. Vi er av den oppfatning at standardiserte risikomål, som i all hovedsak baserer seg på historisk volatilitet, stort sett er av begrenset verdi.

Det er fremdeles en sammenheng mellom risiko og volatilitet. En aksje med faktorer som fører til stor sannsynlighet for avvik fra konsensus (høy risiko), vil svinge mer enn gjennomsnittet (indeks) og vil dermed være mer volatil. Risikoen til en aksje er da antall variabler som kan påvirke aksjen multiplisert med sannsynligheten for at de inntreffer (probability * impact). Hvis en aksje er avhengig av underliggende variabler med stor usikkerhet vil den svinge mye med utviklingen i den variabelen og sannsynligheten for at den faller er dermed høy og gir dermed stor risiko for tap.

Dette målet er imidlertid ikke helt perfekt, ettersom konsensus kan ta feil. I tillegg med et langsiktig perspektiv faller risikoen i en aksje sammen med aksjekursen, gitt at de fundamentale forholdene består. Dette påpeker den britiske økonomen Adrew Crockett og han fanger sammenhengen mellom risiko og volatilitet godt:

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 i en oppgangsperiode kan altså ha høy risiko og lav volatilitet på samme tid. Resultatene på Oslo Børs fra 1985 til 2017 viser at det er defensive aksjer som har levert den beste avkastningen. Dette er aksjer som AF Gruppen, Orkla og Olav Thon. Disse aksjene har vært blant de beste investeringene i tidsrommet, og understreker at høy risiko og høy avkastning ikke nødvendigvis er et gitt forhold.

Et eksempel på hvorfor det ikke er et perfekt mål kan være lakseaksjer. I 2018 ble vi stående på kaia, da brønnbåten gikk, men det er kanskje høyere risiko enn det som fanges opp av Betaen. Salmar har for eksempel en Beta det siste året på 0,73, blant annet fordi den underliggende variabelen som påvirker aksjen, lakseprisen, har beveget seg i positiv retning. Salmar er et fantastisk selskap, med god avkastning og drift, og med en P/E på 15 er det ikke nødvendigvis fryktelig dyrt, men den multipelen legges til på rekordresultater. Hvis det oppstår en nedsykel i laks, kan det få en betydelig innvirkning på lakseaksjene, og dagens priser kan dermed innebære mye mer risiko enn hva Betaen uttrykker (det gjelder å huske hva bjørner liker å spise). Det kan være lett å si at denne gangen er det forskjellig og at det har blitt en defensiv sektor på grunn av den sterke etterspørselen, men da er det viktig å huske ordtaket:

The four most expensive words in investing are "this time it's different"

Faktum er at mange av de beste investeringsmulighetene oppstår i nedgangsmarkeder, hvor volatiliteten ofte er høy. Investor-legende Warren Buffett påpekte mulighetene volatilitet gir da han sa:

The stock market is designed to transfer money from the active to the patient.

Aksjemarkedet er en unik handelsplass ved at man blir tilbudt en pris for eiendelen sin omtrent hver eneste dag. Benjamin Graham visualiserte dette ved at å forestille denne tilbydereren som sin partner «Mr. Market». Den emosjonelle utfordringen kan eksemplifiseres for eksempel ved at Mr. Market tilbyr deg en pris på huset ditt hver eneste dag. Hvis Mr. Market kommer på døren din og tilbyr deg 30 prosent mindre enn han gjorde måneden før,

kan usikkerhet og panikk oppstå. Dette skaper muligheter for den langsiktige og tålmodige investoren.

En åpenbar svakhet med en rent kvalitativ tilnærming til risiko er muligheten for å bli ført bak lyset. Forvaltere kan argumentere for at resultater 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 en investor har begrensede muligheter til å kontrollere hvorvidt 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 aspektet bidrar til å gjøre investering fryktelig vanskelig, og er på mange måter kjernen i hvorfor de fleste bør avstå fra å investere på egenhånd.

Vi legger vekt på en trygge fundamentale forhold i investeringene våre, for eksempel en robust balanse. Dette reflekteres for eksempel i beholdningene av Kværner og Subsea 7 som har mye høyere kontantandel, og lavere finansiell gearing sammenlignet med selskaper i samme næring. Vi gjør hyppige oppdateringer av beholdningene, og forsøker å begrense eksponeringen mot selskaper med stor nedsiderisiko. Målet er å oppnå en best mulig risikojustert avkastning for våre aksjonærer.

Investering er utfordrende på mange måter. Kanskje spesielt emosjonelt. Dette fanges godt i et utdrag i diktet *if* av Kipling:

“If you can keep your head when all about you are losing theirs...

If you can wait and not be tired by waiting...

If you can think - and not make thoughts your aim...

If you can trust yourself when all men doubt you...

Yours is the Earth and everything that's in it.”

9. Porteføljen ved inngangen til 2019

Aker

Aker ASA er et industrielt investeringsselskap med eksponering mot de tradisjonelle norske industriene olje & gass, sjømat og maritim næring. Selskapets mål som aktiv eier er å være en strategisk motor i utviklingen av robuste og verdifulle operative selskaper. Aker er en pådriver i strukturelle prosesser og gjennomføring av industrielle transaksjoner, oppkjøp og fusjoner og rendyrking av virksomheter.



Per dags dato er Aker ASAs største investeringer i Aker BP, Ocean Yield og Aker Solutions. Særlig etter Aker BPs voldsomme vekst de siste årene har porteføljen til Aker ASA blitt stadig mer eksponert mot oljesektoren og E&P spesielt. Dette har ført til at aksjen nå korrelerer sterkere med svingninger i oljeprisen.

Når vi først kjøpte oss inn i selskapet høsten 2015 var rasjonale en gunstig eksponering mot kvalitetsselskaper innenfor de nevnte industriene, til en sterkt rabattert pris. Førstnevnte er definitivt fortsatt en realitet i dag, men den rabatterte prisen har blitt redusert. Dette kommer hovedsakelig av at en større andel av porteføljen nå er børsnotert.

Akers strategi og aktive eierskap har bidratt til en gledelig utvikling i aksjen. Likevel er selskapene fortsatt gode investeringer, da de har brukt oljenedturen til å investere for fremtidig vekst. Nå som E&P er på god fart tilbake igjen, tror vi at økte investeringer vil gi god utvikling også i oljeservice-delen av selskapet. Det skal også nevnes at Ocean Yield som skipeiende selskap nyter godt av økende interesse i shippingbransjen, med en ekstra effekt av at mange långivere har fått en mer forsiktig tilnærming til shippingselskapene etter forrige nedtur.

I tillegg har Aker Energy fått stadig større oppmerksomhet i markedet. Selskapet opererer i Ghana, og de skal forsøke å kopiere Aker BPs suksessoppskrift gjennom strategiske samarbeid. I 2018 kjøpte selskapet Hess Ghana, slik at Aker Energy nå eier 50% av feltet Deepwater Tano Cape Three Points. Selskapet skal levere PUD og resultat fra flere avgrensingsbrønner i løpet av 2019, der resultatene fra disse kan bli en god kurstrigger videre for Aker.

Borregaard

Borregaard er et norsk industriselskap som produserer og selger biokjemikalier, alle produsert 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 nisjer innen biokjemikalieproduksjon 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 2016 (til en fornuftig pris) har pilene pekt oppover. Selskapet har levert solide resultater og fondet har fått med seg en verdistigning på 47 prosent siden den gang, dog ned -6,5 % i 2018. Selskapet har vært gjennom en periode med store investeringer og går nå inn i en fase der resultatene av dette vil begynne å materialisere seg. 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.

Scatec Solar

2018 var et fantastisk år for Scatec Solar både operasjonelt og på børsen. Aksjekursen gikk rundt 50% og selskapet er i rute til å nå det ambisiøse målet om en kapasitet på 3.5 GW innen 2022. Ved årsslutt 2018 hadde selskapet en installert kapasitet på 584 MW opp fra 322 MW i 2017, mens pipelinen var økt fra 1.5 GW i 2017 til hele 4.5 GW ved årsslutt 2018.



Vi mener den sterke veksten i pipelinen har vært en viktig driver for aksjekursen i 2018, da den derisker målet om 3.5 GW installert kapasitet innen 2020. Selskapet sier selv at prosjekter i pipeline har en 50% sjanse for å realiseres, og allerede i 2018 er 1.1 GW under bygging, opp fra 0.4 GW i 2017. Veksthistorien har også fått ytterligere kredibilitet etter hvert som management leverer på guidingen sin, og i 2018 har selskapet levert på eller over analytikernes forventninger i samtlige kvartaler. I november kjøpte også Equinor 9.7% av Scatec Solar, og med en uttalt strategi om å styrke sin posisjon innen fornybar energi, spekulerer flere i om de skal kjøpe opp selskapet. Tilslutt er Scatec Solar et av få selskaper på Oslo Børs som gir en eksponering i fornybar energi, noe vi tror har bidratt positivt nå som ESG er i vinden.

Etter at aksjekursen fortsatte den sterke utviklingen inn i 2019 og var opp over 60% på bare noen måneder, valgte vi å redusere vår eksponering. Dette skyldes delvis at posisjonen i fondet var blitt for stor ut ifra et diversifiseringsperspektiv og at vi syntes aksjen begynte å bli stivt priset. Da vi solgte handlet selskapet på nesten 12x den frie kontantstrømmen det er estimert at de vil generere med 3.5 GW installert kapasitet, noe vi mener er i overkant dyrt da bare 0.6 GW er ferdig installert. Vi er også noe bekymret for utviklingen i konkurransesituasjonen innen solenergi. Vi tror at det drastiske prisfallet vi har sett i solenergi de siste årene delvis skyldes flere konkurrenter, og at kontrakter

Årsrapport

i større grad fordeles gjennom auksjoner i stedet for tariffer. Selv om prisfallet er positivt for etterspørselen etter solenergi, er vi usikre på hvilken effekt det vil ha på egenkapitalavkastningen til produsentene fremover.

Vi velger å beholde en mindre posisjon i Scatec Solar da vi mener det er et solid selskap med en bra ledelse og track-record. På tross av at vi synes dagens prising er noe stiv og valgte å redusere vekten, tror vi fortsatt at selskapet kan gi god avkastning på lenger sikt. Vi mener det ikke er priset inn vekst utover det som er guidet, og med et bra management i en fremtidsrettet sektor, tror vi det kan være gode langsiktige muligheter. Videre mener vi at Scatec Solar til en viss grad vil være skjermet fra den tøffeste konkurransen da de opererer i emerging markets, mens de største tilbyderne for det meste fokuserer på OECD. Avslutningsvis mener vi også at det er attraktivt med en mindre posisjon i en konseptaksje med sterkt moment og eksponering mot fremtiden.

SpareBank 1 SMN

SpareBank 1 SMN er en av sparebankene i den sterke Sparebank 1 – alliansen bestående av 14 selvstendige sparebanker som samarbeider om felles plattform og merkenavn. Den har hovedkontor i Trondheim og er et resultat av flere fusjoner av lokale sparebanker i Trøndelag.



Vi gikk inn i SpareBank 1 Midt- Norge i oktober av flere årsaker. Banken har en høy ROE ift. sin P/B i sammenlikning med andre store sparebanker, at banken prises til P/B 1 og ROE 11%. Banken er også initiativtaker blant mange av selskapene i SpareBank 1 alliansen, og har også egne datterselskap. SpareBank 1 ser stadig etter nye veier for å selge inn sine bank-tjenester og gjør det blant annet gjennom sitt eget regnskapshus SpareBank 1 Regnskapshuset SMN. Det er denne noe aggressive vekststrategien som gjorde denne banken spesielt spennende da vi ønsket eksponering mot sparebankene.

Årsrapport

Markedet begynte å bli noe volatil i oktober, og investering i sparebanker regnes som relativt sikkert. Vi vil mest sannsynlig ikke se store bevegelser i aksjekursen på kort sikt, men den betaler et godt utbytte (rundt 6%) og vil gi god avkastning dersom den holdes. Sparebankene har et grunnfond som kan brukes som «buffer» i dårligere tider og har historisk falt mindre enn børsen under finanskriser. Dette gjorde aksjen svært attraktiv i en tid med økende usikkerhet på børs og i verdensøkonomien.

Utvikling siden kjøp har vært som forventet med en relativt stabil utvikling i prisen på rundt 90 kr. Det har vært få nyheter eller triggere som har påvirket kursen i en retning. Nyheter er i hovedsak regulatoriske og har gått i retning av strengere kapitalkrav fordi store sparebanker blir systemviktige, og økte krav for å få IRB tillatelse (Internal Rating Based Model). Disse nyhetene påvirket kursen i negativ retning initialt, men kursen tok seg raskt opp igjen i begge tilfellene. SpareBank1 Gruppen og DNB besluttet også i fjor å fusjonere det meste av forsikringsvirksomhetene sine. Det kan gi store synergier både på kostnads- og inntektssiden.

Vi ser frem til en spennende tid fremover hvor det forventes at bankene som har brukt mye av overskuddet til å møte kapitalkrav i kjølvannet av finanskrisen skal velge enten å ekspandere eller betale ut mer i dividender.

Komplett Bank

Sentimentet i KOMP har aldri vært dårligere enn fra høsten 2018 til idag. Når KOMP leverte Q3 tall høsten 2018 rapporterte selskapet, og også sektoren som helhet høyere tap enn det markedet forventet. Noe av dette skyldtes dårligere kunder, og en annen del skyldtes endringer i regnskapsregler til IFRS 9 med mer volatile parameterendringer som vil påvirke sektoren i tiden fremover. Aksjen falt over 30% etter Q3 og har ikke kommet noe særlig tilbake siden.



Årsrapport

I Q4 leverte aksjen et bedre resultat samt et noe lavere tapsnivå, men aksjen har ikke rørt seg nevneverdig siden. Det er tydelig at mange frykter en høyere tapsutvikling fremover. Flere peker på at alle norske forbrukslånsbanker ble etablert etter finanskrisen, og at man derfor har lite statistikk å vise til i forhold til hvordan selskapene vil påvirkes av en eventuell resesjon. I tillegg er det flere usikkerhetsmomenter som trolig har gjort at sentimentet er dårlig. Mest viktig er det at sektoren står ovenfor kraftig regulatorisk motvind i form av høye kapitalkrav, gjeldsregister, strengere amortisering og strengere markedsføringsregler.

Til tross for dette ser selskapet veldig rimelig ut på multipler med en P/E 2018 på 7, en forward 2019 P/E på rundt 5, og en ROE på i underkant av 30% til tross for en over gjennomsnittlig høy CET1 kapital ratio. For å nevne en positiv trigger ved caset, så har man Point of Sales (PoS) delen til KOMP som er unik fra de andre aktørene i markedet. Dette er inntektene selskapet får ved å tilby betalingsløsningen på Komplettgruppen sine nettsider. Dette er inntekter analytikere har fokusert lite på, og som viste overaskende høye inntekter i Q4 trolig på grunn av høy omsetning på gruppens nettsider under spesielt Black Friday samt jule- og nyttårshandelen.

Oppsummert er nok KOMP et av de selskapene på Oslo børs investorer er mest uenig i forhold til hva som bør være en «fair» pris. Bulls peker på ekstremt lave multipler, overdreven pessimisme, historisk høy gjennomføringsevne og høy vekst mens Bears mener at selskapets kunder er ekstremt mye mer risikable enn hva som virker å være konsensus oppfatning i markedet, og at til tross for høye kapitalkrav vil det være stor sannsynlighet for at selskapet går konkurs ved en eventuell resesjon. I løpet av 2019 vil man nok få svar på flere av momentene som gjør at investorers oppfatning på verdien av selskapet spriker såpass mye som den gjør. Blant annet kommer gjeldsregisteret på plass

sommeren 2019 som flere mener at kan være med på å belyse at kunder tar opp forbrukslån og bruker det som finansiering av bolig. På den andre siden, dersom selskapet når vekst- og bunnlinje estimatene sine for 2019 så er det lite trolig at markedet vil prise selskapet til en P/E på 5.

Evry

I høst valgte vi å inkludere EVRY som en nykommer inn i IKs portefølje. Bakgrunn for valget om å ta EVRY inn i porteføljen var hovedsakelig på bakgrunn av attraktiv verdsettelse og eksponering mot digitaliseringstrenden i samfunnet.



EVRY har de siste årene tatt noen strategiske grep ved å skille ut deler av infrastrukturvirksomheten til IBM, mens selskapet satser mer på konsulenter og industrispesifikke programvare-løsninger. Dette fører til at kapitalintensiviteten i selskapet går ned og at selskapet øker eksponeringen mot segmenter med noe høyere marginer. Selskapet har en tredjedels markedsandel i Norge for konsulenter og finansielle IT-løsninger som også kan skalere bra globalt. Dette viser blant annet kontrakten med Geldservice Nederland som ble inngått tidligere i år, hvor selskapet skal effektivisere landets minibankinfrastruktur.

Selskapet holdt kapitalmarkedsdag den 27. november, der selskapet presenterte strategi og guiding frem mot 2022. Selskapet forventer å vokse marginalt raskere enn det brede IT-markedet (3%) og forventet videre NIBD/EBITDA (adj.) på 1,5-2 på mellom lang sikt. Vi synes sistnevnte guiding er betryggende da 2x settes som en øvre grense i intervallet og mener denne gjeldsgraden virker fornuftig for den kapitallette strukturen i EVRY.

Den siste oppdateringen vi fikk fra selskapet var gjennom Q4-rapporten som ble annonsert i februar. Selskapets resultater var på linje med konsensus, men

Årsrapport

viste igjen til noe svak guiding hos virksomheten i Sverige hvor det er et stramt marked med tøff konkurranse på rekrutteringen. På den positive siden leverer selskapet på guidingen knyttet til engangskostnader og divisjon for finansielle løsninger viser solide resultater. EVRY annonserte utbytte på 1,75 kroner for 2018, noe som tilsvarer en utbytte-yield på 5,5% under dagens nivåer.

Fortsetter EVRY å levere resultater i tråd med egen guiding og man ser at engangskostnadene faller bort i 2020, bør markedet redusere rabatten mot sammenlignbare konkurrenter. Risikoen i caset er at selskapet har vært gjennom en rask restrukturering, noe som skaper en viss usikkerhet om bærekraftigheten av restruktureringen. For 2019 trader EVRY på en P/E og EV/EBITA på 10, med utbytte-yield på 6 prosent, mens konkurrentene trader på 14-15 ganger inntjening. Vi tror dette gapet skal senkes på sikt, med god nedsidebeskyttelse fra selskapets utbyttebetalinger og kontantstrøm.

EVRY har vært relativt uendret i høst og viste dermed fordelene med å ha posisjoner med defensive karakteristikk under markedsuro. Ettersom selskapet øker fleksibiliteten i sin forretningsmodell, samt har mange langsiktige kontrakter, vil nok ikke selskapet rammes like hardt av en nedgangskonjunktur som det øvrige markedet.

NRC Group

NRC Group er et raskt voksende selskap i det nordiske jernbane- og infrastrukturmarkedet. Selskapet har vokst organisk og gjennom oppkjøp, og har med det bidratt til konsolidering i noe som har vært et fragmentert marked. Dette har posisjonert NRC som en totalleverandør for bygging av all infrastruktur til tog, trikk og t-bane.



Den største hendelsen i 2018 var oppkjøpet av VR Track OY for 225 mill EUR. VR Track OY er det største selskapet i Finland i segmentet, og var tidligere eid av den finske stat. Med dette oppkjøpet blir NRC Group den største leverandøren av bane-infrastruktur i Norden. Oppkjøpet ble gjennomført med 65% kontanter og 35% aksjer, noe som betyr at den finske staten nå er en vesentlig aksjonær i NRC, noe som var etter eget ønske og et premiss for at transaksjonen skulle bli gjennomført. CEO Øivind Horpestad uttalte i forbindelse med oppkjøpet at NRC vil dobles i størrelse, og styrke markedsposisjonen signifikant, noe som baner vei for videre stabil vekst. Dette vil blant annet styrke NRC sin posisjon for å vinne kontrakter for store prosjekter.

Selskapet opererer i et marked som vil ha solid vekst de neste 10+ årene. Dette er på bakgrunn av urbanisering, befolkningsvekst og generelt et behov for forbedret infrastruktur i Norge, Sverige og Finland. I tillegg gir et økt fokus på miljø og klimautslipp en stor investeringsvilje hos myndighetene, da kollektivtransport og infrastruktur blir sett på som grønne investeringer. De økte miljøfokus i anbudsprosessen er også positivt for NRC, da det blir viktigere med kvalitet og ikke bare pris, noe som potensielt kan gi høyere priser og bedre marginer for NRC.

Sterke motparter, myndighetene i landene de opererer i, gir lav risiko med tanke på en potensiell nedtur i økonomien. Da vil ikke investeringene kuttes slik som i private sektorer, snarere tvert imot, så kan det være de vil øke investeringene i infrastruktur for å stimulere økonomien. Men det er fortsatt noen risikoelementer ved caset. Det kan være at de ikke klarer å vinne kontrakter, eller at myndighetene utsetter investeringene vedtatt i nasjonal transportplan. I tillegg kan de få operasjonelle problemer, som resulterer i dårligere lønnsomhet, i verste fall tap, samt feil regning anbud. Det er også noe

usikkerhet rundt marginene i Finland, og om NRC evner å konsolidere og strukturere selskapet på en god måte etter oppkjøpet.

Gjennom 2018 har NRC vist at de klarer å vinne kontrakter, noe som styrker troen på videre vekst fremover. De er godt posisjonert for å vinne store prosjekter og kapitalisere på den forventede veksten i investeringene hos norske, svenske og finske myndigheter. Det er også vanskelig å ta opp konkurransen i markedet, ettersom det krever både mye kapital og kunnskap, samt en lokal fysisk tilstedeværelse. For å oppsummere caset, så har vi fortsatt stor tro på at NRC vil levere solide resultater fremover, noe som vil bidra til en oppgang i aksjekursen.

Subsea 7

2018 var et tungt år på børsen for Subsea 7. På tross av at offshoremarkedet fortsatte å bedres etter kollapsen i 2014, ble Subsea 7 straffet for å levere dårligere resultater enn markedet forventet. Selv om offshoremarkedet har vist tegn til forbedring i både 2017 og 2018, har resultatet til Subsea 7 forverres, etter hvert som flere av kontraktene som ble inngått på svært gunstige priser før 2014 har blitt ferdigstilt. Etter at management guidet et svakt 2019 i Q3, tror vi imidlertid at estimatene nå er kommet ned på fornuftige nivåer og at aksjen kan begynne å hente seg inn i takt med resten av offshoremarkedet. Synet vårt styrkes av at Subsea 7 leverte over forventning i Q4.

Investeringsklubben kjøpte Subsea 7 i 2015 etter at oljeprisen kollapset, da vi så på det som en gylden mulighet til å handle et kvalitetsselskap på billigsalg. Selskapet har en ren eksponering mot offshore, svært sterk balanse og en langsiktig og dyktig eier i Kristian Siem. Etter vår mening har Subsea 7 spilt oljenedturen helt riktig, og styrket vår tro på at de er et kvalitetsselskap. En sterk balanse sammen med en langsiktig strategi gjorde det mulig for Subsea 7

 subsea 7

gjøre investeringer på svært gunstige priser i løpet av nedturen. Siden 2015 har Subsea 7 redusert alderen på flåten betraktelig og gjort flere attraktive oppkjøp som har styrket kapasitetene deres innen teknologi, ingeniørvitenskap og fornybar energi. Vi mener at Subsea 7 er kommet styrket ut av nedturen og at de er svært godt posisjonert for en oppgang innen olje og offshore.

Aktiviteten i offshoremarkedet har økt i både 2017 og 2018, men det meste har vært i form av mindre prosjekter i tilknytning til eksisterende felt. I løpet av 2018 og starten av 2019 har imidlertid oljeprisen hentet seg noe inn, og kombinasjonen av en høyere oljepris og store kostnadsutt hos leverandører resulterte i rekordnivåer for fri kontantstrøm hos oljeprodusentene i 2018. Vi tror at dette vil medføre at oljeprodusentene vil begynne å godkjenne større prosjekter på nye felt i 2019. Utnyttelsesgraden i subsea-segmentet har bedret seg de siste årene og i Q3 hadde Subsea 7 den høyeste utnyttelsesgraden siden før oljeprisen kollapset. Med flere store kontrakter på nye felt ventet i 2019, tror vi utnyttelsesgraden skal videre opp, og at subsea-markedet gradvis vil komme i balanse. Vi tror at 2019 vil utgjøre den resultatmessige bunnen og at en høyere utnyttelsesgrad vil gi utslag i høyere marginer fra 2020.

Oppsummert mener vi at Subsea 7 er et kvalitetsselskap som er godt posisjonert for en oppgang innen olje og offshore. Vi tror at utnyttelsesgraden i segment skal opp i 2019 og at resultatet gradvis vil forbedres fra 2020. Synet vårt styrkes av at Subsea 7 har foreslått et ekstraordinært utbytte på NOK 1.5 per aksje og lansert et nytt tilbakekjøpsprogram på USD 200m. Vi er videre positive til selskapets evne til å returnere cash til investorer i tiden fremover etter å ha gjennomført store investeringer under nedturen. Tilslutt mener vi at selskapet er attraktivt priset på det vi tror er bunnen av den regnskapsmessige sykkelen, og at det er mindre risiko i caset nå som estimatene for 2019 er kommet ned.

Protector Forsikring

Etter en solid historikk det siste tiåret med 20% årlig, lønnsom vekst, tok det brått slutt for Protector Forsikring i 2018. Utsiktene var gode ved starten av året, og aksjekursen var kun tre kroner under det famøse 100-tallet hvor CEO Sverre Bjerkeli ville selge seg ned etter avtale med kona. Det første røde flagget kom i Q1, hvor combined ratioen endte på 95,1%, noe CEO Sverre Bjerkeli var usikker på om skyldtes et uheldig kvartal med dårlig vær eller om det gjenspeilet den underliggende realiteten. Påfølgende Q2 skuffet enda mer med en combined ratio på 99.5% og en nedjustering av guiding. Aksjen stupte ned til 47.6 kr på det laveste den 13. juli, før den hentet seg noe inn de neste dagene etter at Stenshagen Invest og flere insidere hadde handlet aksjer. 15. oktober kom det resultatvarsel i forkant av Q3 på grunn av skjeggkre, og aksjen stengte helt nede på 37.1 kr.

På dette tidspunktet var tillitten til selskapet svært tynnslitt, men vi hadde vanskeligheter med å se ytterligere nedside med en investeringsportefølje på 10 milliarder og en markedsverdi på kun 3.2 mrd. Om Protector hadde fortsatt med en høy combined ratio på 100% ville en normal avkastning på investeringsporteføljen (ca. 4%) fortsatt gi P/E under 10.

De neste måneden kom det et nytt resultatvarsel for Q4, og Protector bestemte seg for å gå helt ut av eierskifteforsikring hvor skjeggkre hadde gjort segmentet ulønnsomt. I perioden fra midten av oktober til januar steg Protector 30% mens aksjemarkedet hadde en større korreksjon. På dette tidspunktet bestemte vi oss for å selge selskapet på grunn av manglende tillitt til ledelsen og tegn til flere sviktende segmenter utover eierskifteforsikring. Vi mener caset har stor oppside om selskapet klarer å gjenskape tidligere resultater, men det er også

PROTECTOR
forsikring

en betydelig nedside om satsningen i UK slår feil kombinert med en svak trend i øvrige markeder.

Storebrand

Storebrand er et finanskonsern bestående av en bank, et forsikringsselskap, asset management og pensjonsforvaltning. Transformasjonen bort fra gamle produkter med garantert avkastning til vekst innen kapitallette produkter fortsatte med full styrke i 2018, og selskapet genererte 3x mer solvenskapital enn sin egen guiding. Basert på dette antas selskapet å nå sitt mål om 180% Solvens II ratio innen utgangen av 2019. Dette innebærer at selskapet kommer til å betale det første ekstraordinære utbytte for 2019.



På den makroøkonomiske fronten har selskapet fått mer motvind enn vi forventet når vi gikk inn i året. Signaler til avtakende vekst og frykt for resesjon har senket forventningene til sentralbankenes rentehevinger. Dette påvirker caset da +100 bps gir 6% høyere SII ratio, mens -100 bps gir .9% SII ratio. Caset slik vi ser det, forutsetter nåværende rente fremover (ingen endring), men frykt for endringer i rentekurven antas å være hovedgrunnen til at vi fikk en avkastning på - 4 % i 2018.

Vi har valgt å bli værende i caset inntil videre da den fundamentale selskapsutviklingen er god. Selskapet har gang på gang levert bedre enn markedets forventninger. Videre er selskapet nå helt i slutfasen med oppbygging av sin SII kapital og går inn i en ny fase med ekstraordinære utbytter de neste 10 årene. Vi er oppmerksomme med risikomomentene i caset, men inntil videre synes vi caset har stort potensiale i å synliggjøre underliggende verdier for aksjonærene. Vi forventer at dette får større fokus når perioden med kapitaloppbygging nå går mot slutten.

Kværner

Kværner er en ledende, spesialisert leverandør av ingeniørtjenester, anskaffelser og fabrikkasjonstjenester (EPC) og leverer offshore olje- og gassinstallasjoner, samt landbaserte anlegg. Kværner er en klassisk verdiinvestering ettersom selskapet prises «billig» sett i forhold til underliggende verdier.



Vi mener Kværner innehar større verdi enn selskapet for tiden prises til basert på:

- 1) selskapet har 8,2 kr/aksje i kontanter hvilket gir fleksibilitet og finansiell styrke
- 2) verdien av nåværende kontrakter tilsvarer 2 kr/aksje
- 3) bokført verdi av anleggsmidler utgjør 3,6 kr/aksje per Q4 2018

Totalt summerer dette seg til 13,8 kr/aksje omtrent tilsvarende dagens aksjekurs. Med andre ord betaler man ingenting for verdien av selskapet knyttet til fortsatt drift. I tillegg har markedet for leverandører til olje- og gassindustrien antakelig passert bunnen, hvilket skal gi økte investeringer i årene som kommer. Vi ønsker også å trekke fram gunstig valutasituasjon for norske leverandører og «Aker-slektskapet» som positive faktorer for selskapet. I tillegg gjenopptok selskapet utbyttebetalinger for 2018, noe som blant annet signaliserer ledelsens tro på at behovet for å holde store mengder kontanter på balansen ikke lenger er tilstede. Basert på dette mener vi Kværner står godt rustet til å levere aksjonærverdier i tiden fremover.

Kid

Kid er en markedsledende leverandør av tekstiler og interiørprodukter til hjemmet. De produserer produktene sine selv og har de laveste kostnadene i bransjen. Vi kjøpte Kid fordi de er et solid selskap med jevn og stabil vekst som er godt drevet. I tillegg leverer de en solid direkteavkastning i form av halvårlige utbytter. Markedet er stabilt og vokser jevnt, i takt med den generelle økonomiske utviklingen. Det er heller ikke veldig stor konkurranse i markedet, og det er preget av flere mindre lokale aktører, noe som er en fordel for Kid.

2018 var et år med solide resultater for Kid, og de leverte på linje med eller over analytikernes/markedets forventninger. I 2018 vokste de jevnt over mer enn markedsveksten i hvert kvartal, samt mer enn den brede generelle retail sektoren, i tillegg til at de hadde solide operasjonelle marginer. Ved fremleggelsen av Q4 (2018) varslet de også om økte utbytter fremover. De meldte om utbytte for H2 2018 på 2.00 kroner per aksje, som er en signifikant økning fra H2 2017, hvor utbytte var på 1.30 kroner per aksje. Samtidig endrer de utbyttepolitikken til at de fremover vil betale 80-100% av justert netto resultat i utbytte, mot 60-70% tidligere. Dette synes vi er positivt.

Kid opplevde også sterk vekst for netthandelsomsetningen, selv om det var fra lave nivåer sammenlignet med resten av virksomhetens omsetning. Netthandel og multikanal er et fokusområde for Kid, og gir vekstmuligheter utover tradisjonelle butikker. Kombinasjonen av netthandel og fysiske butikker komplimenterer hverandre godt, og med kostnadsfordeler, gjør dette at Kid på sikt kan ta markedsandeler fra konkurrentene.

Risikoelementer ved caset er potensielt økt konkurranse og prispress. Dette kan for eksempel komme fra rene netthandelsaktører. Det kan også være at Amazon kommer til Norge og tar del i markedet for tekstiler og



Kid
INTERIØR

Årsrapport

interiørprodukter, selv om det ikke er veldig sannsynlig med det første. Kid har mesteparten av kostnadene i USD, noe som gjør at utsatt dersom kronen svekker seg mot dollaren, selv om de har hedget en del. En økonomisk nedgang vil også ramme KID noe, men ettersom de selger nytteprodukter til lave priser, vil de ikke bli like kraftig rammet som andre deler av retail sektoren.

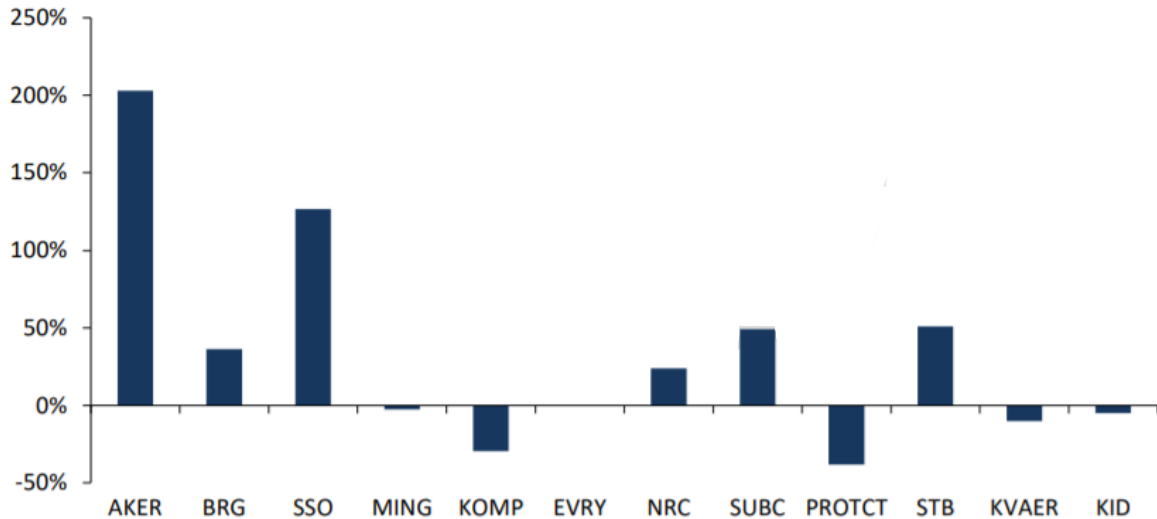
Alt i alt ser utsiktene for Kid gode ut, og vi er positive til caset fremover. Selskapet er fortsatt relativt rimelig priset, og vi tror den positive kursutviklingen i andre halvdel av 2018 og begynnelsen av 2019 vil fortsette fremover.

10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2019

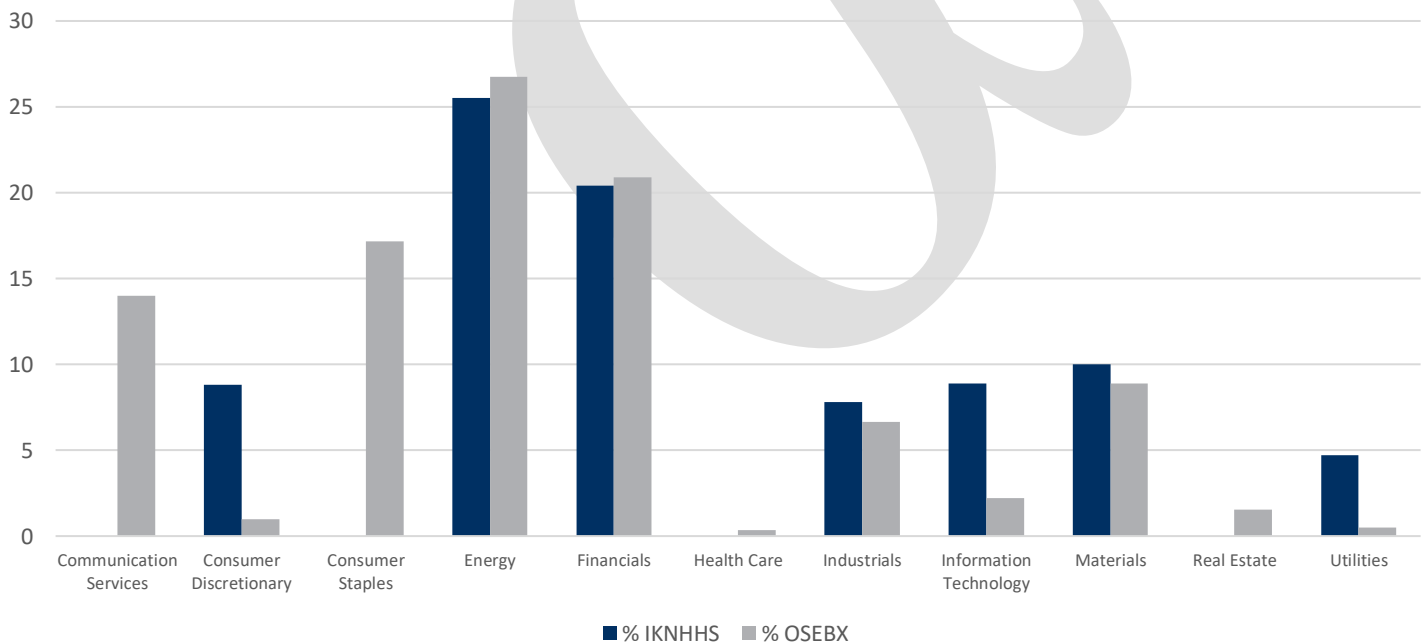
Børsticker	Antall	GA-Kurs	01.des	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %
AKER	258	167	490,0	462,0	203,0 %	-5,7 %	119 196	7,1 %
BRG	2292	60,5	79,0	74,8	36,4 %	-5,3 %	171 442	10,1 %
SSO	2 900	33,7	73,9	73,8	126,5 %	-0,1 %	214 020	12,7 %
MING	1 659	86,5	87,5	84,2	-2,7 %	-3,8 %	139 688	8,3 %
KOMP	8840	17,9	13,5	12,6	-29,6 %	-6,5 %	111 384	6,6 %
EVRY	5245	31,4	32,4	31,5	0,1 %	-2,8 %	164 955	9,8 %
NRC	2 395	58,7	73,0	71,0	24,0 %	-2,7 %	170 045	10,1 %
SUBC	1 562	63,2	92,5	84,3	49,2 %	-8,9 %	131 645	7,8 %
PROTCT	1 923	81,2	45,4	47,8	-38,2 %	5,3 %	91 919	5,4 %
STB	1 555	43,5	67,4	61,6	51,0 %	-8,5 %	95 850	5,7 %
KVAER	10 757	13,4	12,4	12,1	-10,1 %	-2,7 %	129 729	7,7 %
KID	3 990	40,5	37,0	36,0	-4,9 %	0,5 %	143 640	8,5 %
Cash							6 908	0,4 %
Total						-3,69 %	kr 1 690 422	100,0 %

Årsrapport

11. Avkastning siden kjøp



12. Sektorvekting IKNHHS vs. OSEBX (Februar 2019)



13. Avsluttende ord

Vi er ikke fornøyd med å gi våre aksjonærer mindreakkastning i forhold til Oslo Børs gjennom 2018. Vi bemerker at vi bommet på lakseaksjer, men vi mente at laksemarkedet var høyt priset i vår gjennomgang. Vi bemerker også at vi gjorde det bedre sammenlignet med andre aktive forvaltede fond i 2018 enn i 2017. Generelt mener vi at fondets avkastning mot indeks bør sees over et perspektiv på flere år. Vi forventer å slå indeks over tid. Vi forventer at i år der indeksen leverer avkastning rundt det historiske gjennomsnittet, eller lavere så vil vi overgå indeks. På den andre siden forventer vi å ligge bak indeksen der avkastningen er svært høy sammenlignet med det historiske gjennomsnittet. Vi trekker derfor ut året 2018, som et unntaksår, fordi vi gikk glipp av en stor oppgang i laksemarkedet, samtidig så har vi unngått risikoen som ligger i lakseaksjer. 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.

Videre mener vi IKNHHS vil være et godt sted å plassere sparepengene sine. I tillegg til nøysom og grundige analyser bak beslutningene våre, er aksjonærene frigitt fra kostnader. Dette må ikke undervurderes ettersom det legger til grunn for «det åttende underverket», nemlig rentes rente-effekten. Dette betegnes godt av Benjamin Franklin:

Money makes money, and the money that money makes, makes more money.

I en artikkel i Forbes i 1999 pekte Warren Buffett på den forstyrrende effekten kostnader har på rentes rente. Her pekte han på at kostnadene til aksjonærene utgjør omtrent en tredjedel av resultatet til de børsnoterte selskapene. Over tid er det ikke bare den tredjedelen en aksjonær i Investeringssklubben sparer, men denne tredjedelen tar del i rentes rente-effekten og blir avgjørende for å levere godt over tid.

Kontaktinfo

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

