

Årsrapport 2019

Investeringsklubben NHHS AS

«Fra frykt til eufori»

Årsrapport

Innholdsfortegnelse

1. Aksjemarkedet i 2019.....	3
<i>Veien videre</i>	<i>5</i>
2. IKNHHS sin investeringsfilosofi	8
3. Porteføljen i 2019.....	10
4. Utvikling mot Oslo børs i 2019.....	11
5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013	11
6. Avkastning mot sammenlignbare fond	12
7. Sektorvekting IKNHHS vs Oslo Børs	12
8. Total avkastning for alle investeringer i 2019.....	13
9. Beste og dårligste investeringer i 2019	14
<i>Beste investering - Kid</i>	<i>15</i>
<i>Dårligste investering - NRC.....</i>	<i>16</i>
10. Porteføljerisiko	16
11. Porteføljen ved inngangen til 2019	20
<i>Aker.....</i>	<i>20</i>
<i>NRC Group</i>	<i>21</i>
<i>Borregaard.....</i>	<i>24</i>
<i>KID.....</i>	<i>24</i>
<i>SalMar.....</i>	<i>26</i>
<i>Yara</i>	<i>27</i>
<i>Scatec Solar.....</i>	<i>29</i>
<i>Sparebanken Vest.....</i>	<i>30</i>
<i>Storebrand</i>	<i>31</i>
<i>Subsea 7.....</i>	<i>33</i>
12. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2020	35
13. Avkastning siden kjøp	35
14. Avsluttende ord	36
Kontaktinfo	36

1. Aksjemarkedet i 2019

Ved inngangen til 2019, var det få som hadde høye forventninger til børsåret. Avslutningen på 2018 var preget av fallende oljepris og handelskrig mellom USA og Kina. Med dette bakteppet, ville det være lett å anta at også 2019 ville bli et tøft år for børsen. Slik ble det ikke. Resultatet, i det vi går inn i 2020, var en avkastning på 16,1% for Oslo børs. Selv denne avkastningen underdriver hvor godt børsåret 2019 var. Ser vi til de amerikanske børsene, ser bildet enda lysere ut. Her kan vi nevne S&P 500 med en avkastning på 28,88%.

Når man skal forklare en slik børsoppgang, vil det være normalt å se til inntjeningsveksten i selskapene. Siden dette er den faktoren som på sikt driver aksjekurser, vil det derfor være naturlig å anta at en betydelig børsoppgang skyldes økning i inntjening. Denne faktoren kan dog ikke forklare oppgangen vi opplevde i 2019. Ser vi på verdensindeksen, var inntjeningsveksten i 2019 tilnærmet null. Den eneste forklaringen på en slik forskjell på inntjeningsvekst og aksjekurs, er at vi har fått en multippel-ekspansjon. Man betaler altså mer for hver krone i inntjening nå enn hva man gjorde ved inngangen til 2020.

Utover inntjeningsvekst, påvirker også makrofaktorer hvordan børsen beveger seg. Her peker handelskrigen mellom Kina og USA seg ut som en viktig faktor. Gjennom mesteparten av 2019 fortsatte handelskrigen med uforminsket styrke, uten at det så ut til at aksjemarkedet brydde seg nevneverdig om det. Markedet ble bombardert med vekselvis positive og negative nyheter, og så etter hvert ut til å bli noe immun mot å reagere på disse nyhetene. Slik fortsatte det frem til oktober, da det ble kunngjort at USA og Kina var blitt enig om en fase1-avtale, som skulle omfatte noen av punktene partene var uenige om. Det er noe uklart nøyaktig hva denne avtalen innebærer. Likevel viser avtalen vilje til samarbeid fra begge parter, og er i så måte et steg i riktig retning.

En faktor som ofte kan glemmes når det kommer til verdsettelse av aksjemarkedet, er betydningen av renter. Året 2019 ble et år preget av nedgang spesielt i de amerikanske rentene. Gjennom 2019 ble styringsrenten til den amerikanske sentralbanken satt ned hele

Årsrapport

tre ganger fra intervallet 2,25-2,50 til 1,5-1,75. Dette står i sterk kontrast til hva vi opplevde i 2018, hvor renten ble satt opp hele fire ganger. Siden rentenivå er en svært viktig driver når det kommer til prising av aksjer, skal vi ikke se bort ifra at den løsere pengepolitikken i 2019 var en viktig driver bak den positive utviklingen vi så i markedet.

Når vi ser på Oslo børs, er det ingen tvil om at oljeprisen spiller en viktig rolle for hvordan aksjemarkedet utvikler seg. Denne hadde et noe blandet år i 2019. Året startet med kraftig oppgang fra bunnivået på rundt 50\$ som ble satt i julen 2018. Prisen toppet så ut på rundt 75\$ i løpet av våren 2019. Etter dette falt prisen noe, og den stabiliserte seg etter hvert på litt i overkant av 60\$. Hoveddriveren bak disse bevegelsene har vært drakampen mellom USA og OPEC+. Den høye veksten i amerikansk skiferolje legger et lokk på prisen, da denne produksjonen kan økes svært raskt for å dra fordel av høyere oljepris. På andre siden har vi OPEC+, med Saudi Arabia og Russland i spissen, som forsøker å veie opp for den raske amerikanske veksten, ved å kutte i egen produksjon.

Hvis vi zoomer inn, og ser på utviklingen i forskjellige sektorer, ser vi at energisektoren har underprestert resten av Oslo børs, med en utvikling på 6,8% kontra børsens 16,1% gjennom 2019. Denne sektoren har tradisjonelt sett vært svært viktig for Oslo børs. En slik underprestasjon kan nok forklare noe av forskjellen på avkastningen mellom Norske og de internasjonale børsene i 2019. Denne svake utviklingen i energisektoren har til dels vært drevet av en oljepris som har ligget noe under forventningene, og en oljeservicesektor som fortsatt sliter med høy gjeld og lave utnyttelsesgrader. I tillegg til disse fundamentale faktorene, har denne typen selskaper blitt mindre populære blant investorene, som følge av ESG-bølgen som har skylt over Oslo børs det siste året.

Når det kommer til ESG-trenden, har dette vært en av de mest sentrale utviklingene på børsen det siste året. ESG står for environmental, social and corporate governance. Det økte fokuset på bærekraftige og miljøvennlige selskaper har ført til en eventyrlig oppgang i aksjer som Scatec Solar, VoW og NEL. Til tross for at dette er spennende selskaper, kan vi ikke la være å

Årsrapport

merke oss at prisingen i aksjer som dette begynner å bli svært strukket. Hvorvidt dette er rettfærdiggjort av fremtidig utvikling, eller om vi nå ser konturene av en boble vil kun fremtiden vise. Dette er uansett en utvikling som blir spennende å følge videre.

Veien videre

Overpriset, fair eller billig. Vi vil nå ta en titt i krystallkula, og forsøker å si noe om børsutviklingen fremover.

Det amerikanske aksjemarkedet er verdens største, og har stor innflytelse på resten av verden. Det er derfor naturlig å starte her når vi skal si noe om fremtidig utvikling. Ser vi på prising av den mest populære indeksen S&P 500, har den nå en P/E på 18,9, basert på estimater for 2020. Dette er godt over både 5 og 10 års gjennomsnitt på henholdsvis 16,7 og 15. En annen populær indikator, er den såkalte Schiller P/E ratioen. Denne måler prisen per nå, sett i forhold til gjennomsnittlig inflasjonsjustert inntjening siste 10 år. Schiller P/E for S&P 500 ligger nå på 32,32. Denne har kun vært høyere under dotcom-boblen, og ved inngangen til 2018. Dette tyder dermed på at prisingen av amerikanske børser er svært strukket.

Ser vi på Oslo børs, er bildet det samme. Ttm (Trailing twelve months) P/E ligger på mellom 25 og 30 ved utgangen av 2019. Dette er svært høyt. Hvis vi i tillegg tar med at mange av disse selskapene er svært syklisk, er det ingen tvil om at prisingen begynner å bli særdeles strukket.

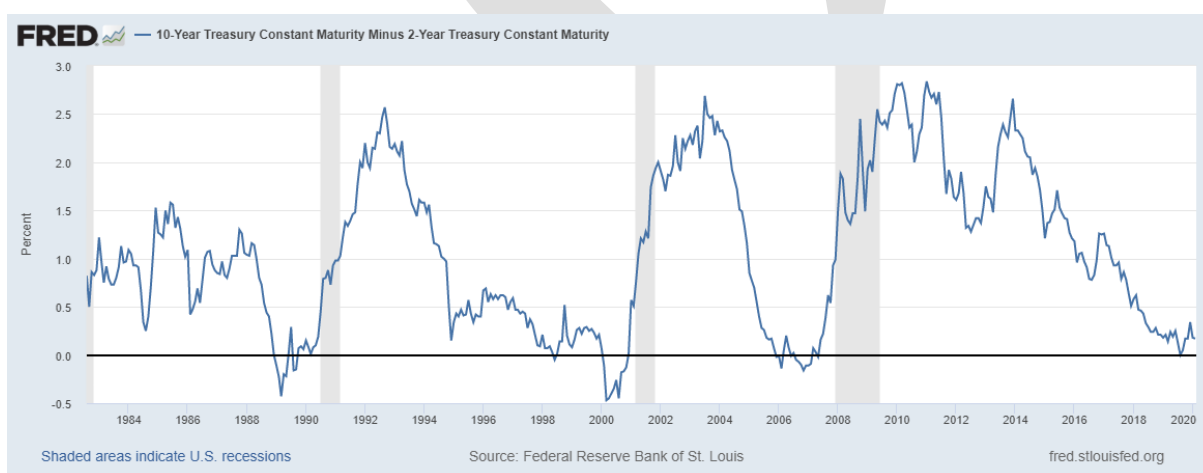
Det er lett å bli negativ til aksjemarkedene fremover når prisingen er såpass strukket som den er nå. Samtidig er det verdt å merke seg betydningen av renter, som vi snakket om tidligere. I teorien skal verdien til en aksje være risikofri rente pluss et rimelig risikopåslag. Antar vi at dagens rentenivå vil fortsette, er aksjekursene langt fra avskrekkende. Dette synspunktet deles av den legendariske investoren Warren Buffet, som i 2019 uttalte:

Årsrapport

"I think stocks are ridiculously cheap if you believe ... that 3% on the 30-year bonds makes sense," - Warren Buffet

Spørsmålet blir da hvorvidt vi tror dagens rentenivå er representativt for hva vi vil se i fremtiden. Basert på historiske nivåer fremstår dette kanskje usannsynlig, da rentene tidligere har ligget betydelig høyere. Samtidig kan vi se til Japan, der rentene har ligget på tilnærmet null siden slutten av 90-tallet. Dette viser at lave renter over tid slett ikke er umulig, gitt de «riktige» økonomiske forholdene.

Til tross for høy prising, er det sjelden bull-marked dør av alderdom. Som regel trenger man en resesjon, eller annen makrotrøbbel for å vippe aksjemarkedet av pinnen. En indikator som ofte sees på når man skal forutse en resesjon, er rentekurven mellom 2 og 10 års statsobligasjoner. Normalt sett, vil yielden på 10-åringen være høyere enn på 2-åringen. Hvis disse rentene derimot inverterer, slik at 2-åringen har høyere yield enn 10-åringen, er dette sett på som et klart resesjonstegn. En slik invertering skjedde sommeren 2019. Som vi ser av bildet under, var inversjonen betydelig mindre, og mer kortvarig enn hva vi har sett før tidligere resesjoner. Likevel, kan dette tale for at en resesjon kan være nært forestående.



Årsrapport

Når det kommer til annen makro, er det også mye å ta tak i. Til tross for at handelskrigen mellom USA og Kina ble noe dempet med fase 1-avtalen, er situasjonen her på ingen måte avklart. Denne situasjonen har dog blitt overdøvet av frykten for Coronavirus i starten av 2020. Det er vanskelig å si noe om hvor stor påvirkning dette vil ha på verdensøkonomien. Samtidig, vet vi at Kina har isolert store områder, med flere hundre millioner mennesker. Det kan dermed være rimelig å anta at dette vil påvirke Kinesisk økonomi betydelig i 2020. Dette underbygges videre av at Apple så seg nødt til å redusere guidingen for 2020 som følge av viruset.

Når vi ser på norsk økonomi, kan det være verdt å nevne den svært høye gjelden i husholdningene. Ser vi på husholdningsgjeld, utgjør denne nå over 200% av gjennomsnittlig inntekt. Dette er helt i verdenstoppen, og betydelig høyere enn hva vi så i USA før finanskrisen i 2008. Så lenge økonomien fortsetter å gå bra, vil ikke dette føre til noen problemer. Hvis ting derimot skulle snu, vil dette kunne føre til mye trøbbel. En slik gjeldsgrad gir lite slingsringsmonn til å takle arbeidsledighet eller rentehevinger. Historisk har de verste økonomiske krisene vært forårsaket av gjeldsbobler. Dette er dermed en situasjon det blir spennende å følge med videre på.



(Norske Husholdnongers gjeld/inntekt (Tradingeconomics.com))

Årsrapport

Som vi har sett over, er det ingen tvil om at det er mange mørke skyer på himmelen. Samtidig er det alltid vanskelig å si når det vil snu, og hvorfor. Markedstiming har historisk vist seg å være svært vanskelig, og man risikerer å gå glipp av mye avkastning om man trekker seg ut av markedet på feil tidspunkt. Vi avslutter derfor med å sitere den legendariske investoren Howard Marks:

«Move forward, but with caution»

-Howard Marks

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

Årsrapport

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 2019

IKNHHS leverte i 2019 en avkastning på 23,92 %. Til sammenligning steg Oslo Børs 16,51 %. Oppnådd avkastning ligger dermed 7,41 prosentpoeng over Oslo børs. Siden 1. jan 2013 har IKNHHS levert en annualisert årlig avkastning på 17,1 %, sammenlignet med 11,2 % for Oslo Børs. Total avkastning siden 2013 er 301,3 % for IKNHHS og 209,7 % for Oslo Børs.

Aksjene med høyest prosentvis avkastning i 2019 var Kid (47 %), BWO (43 %) og Scatec Solar (34 %).

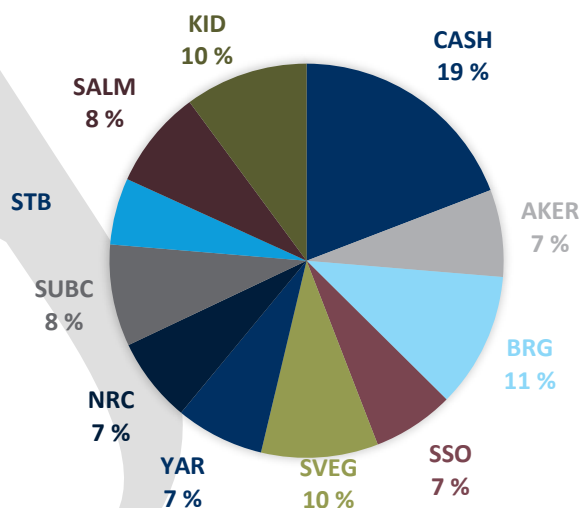
I den andre enden av skalaen med størst negativ avkastning finner vi NRC (-20 %), Protector Forsikring (-3 %) og Yara (-3 %).

NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2020

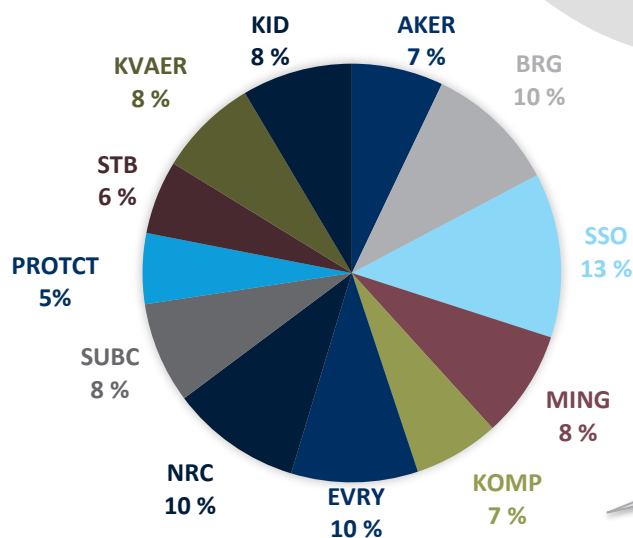
TOTAL AVKASTNING 2019		23,92 %
TOTAL MARKEDSVERDI FOND	KR	1 960 564
ANDELSVERDI	KR	10 319

PORTEFØLJESAMMENSETNING

1. JANUAR 2020



PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JAN 2019



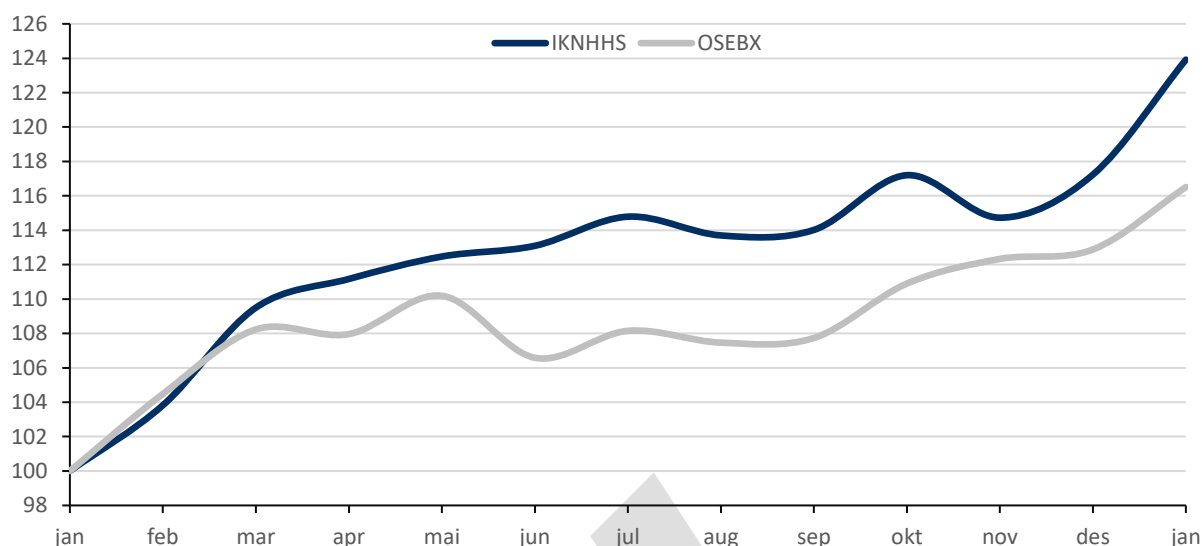
Solgt i 2019:

BWO
KOMP
PROTCT
MING
KVAER
EVRY

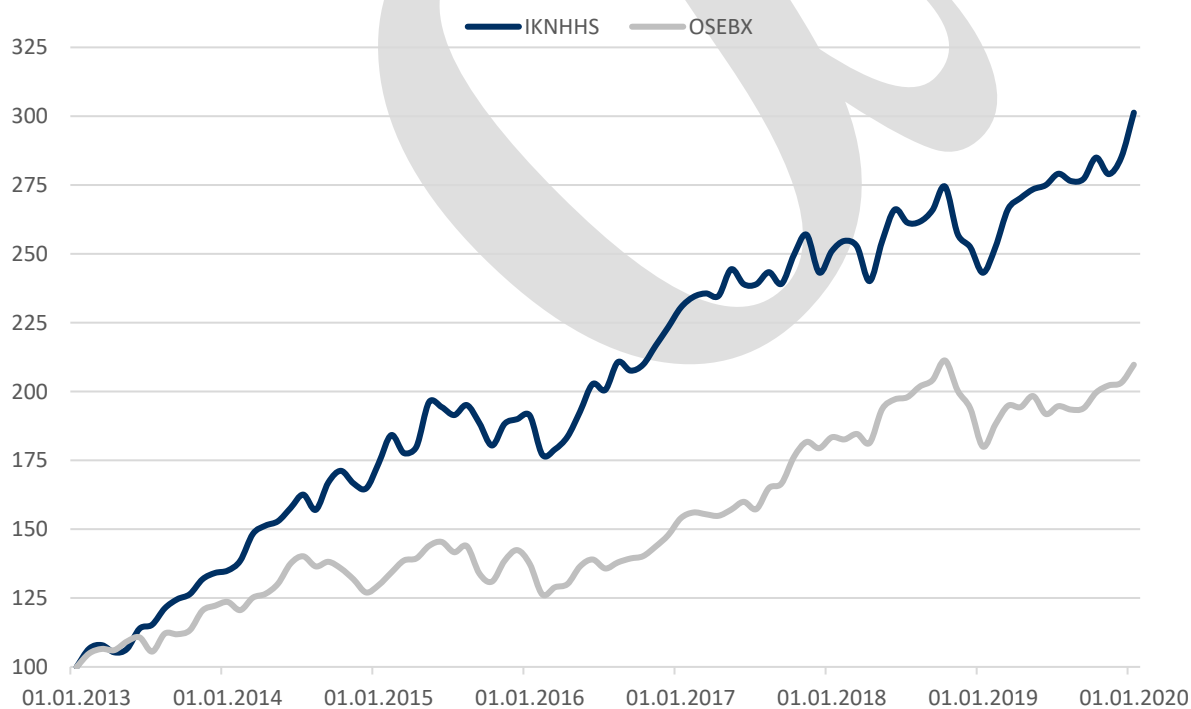
Kjøpt i 2019:

SALM
SVEG
YAR

4. Utvikling mot Oslo børs i 2019

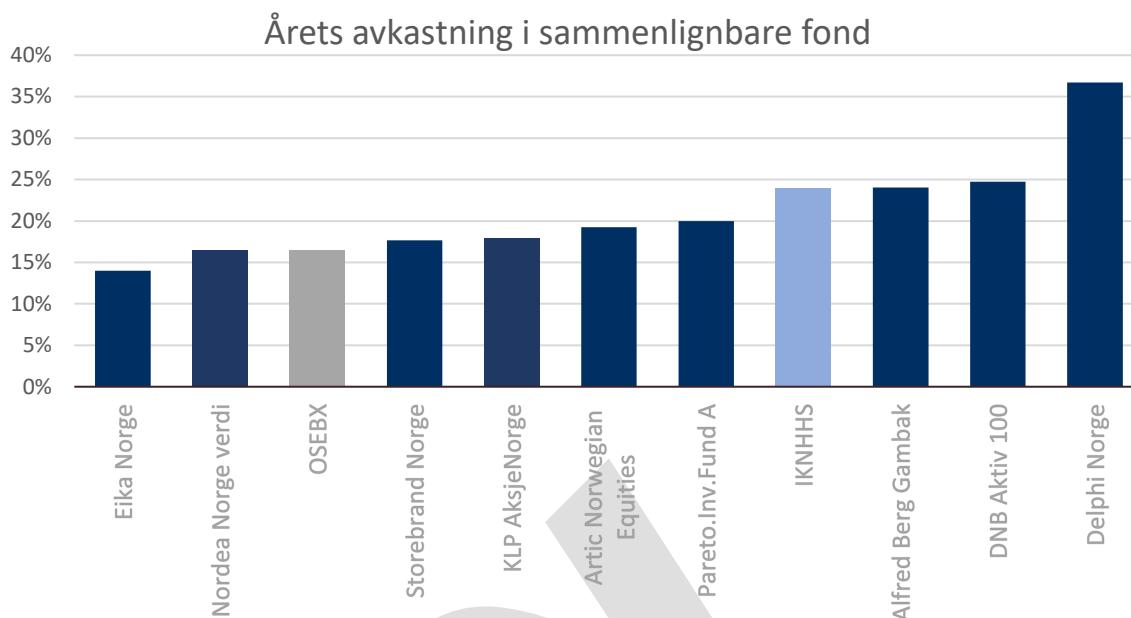


5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013

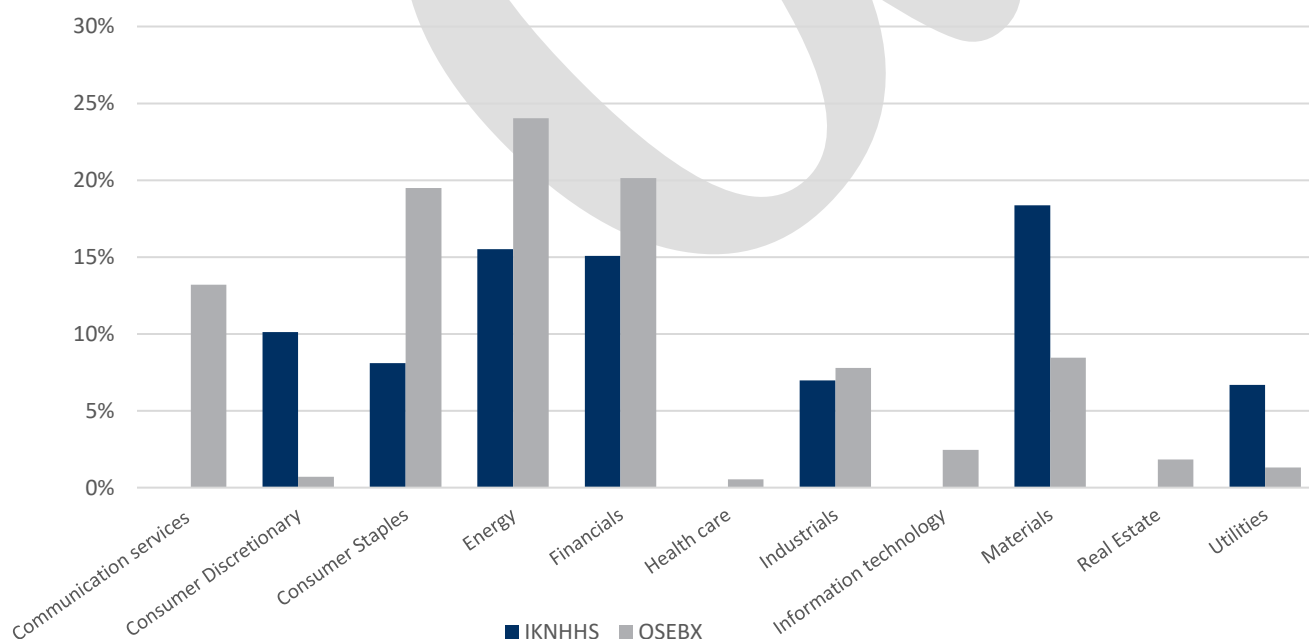


Årsrapport

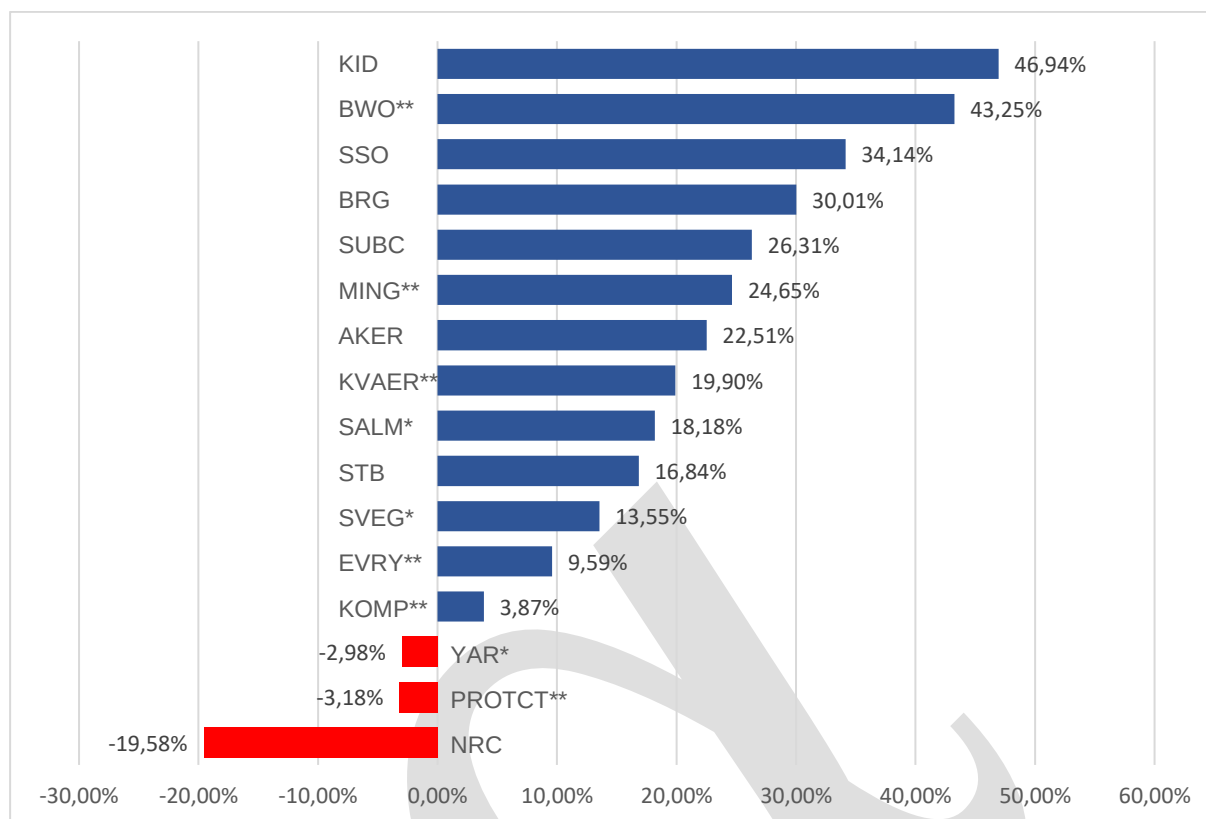
6. Avkastning mot sammenlignbare fond



7. Sektorvekting IKNHHS vs Oslo Børs



8. Total avkastning for alle investeringer i 2019₁



* Kjøpt i 2019

** Solgt i 2019

9. Beste og dårligste investeringer i 2019

Kid



Scatec Solar
Improving our future™

+47%

+43%

+34%

-3%

-3%

-20%



PROTECTOR
forsikring



NRC Group

Beste investering – KID

Kid ble fondets beste posisjon i 2019 med en avkastning på 47%. Kids gunstige utvikling kan antakeligvis tilskrives 1) god fremgang for virksomheten gjennom året og 2) at markedet begynner å verdsette flere av selskapets kvaliteter. KIDs norske virksomhet leverte god vekst gjennom 2019 og tok videre markedsandeler (42% i H2 2019). Selskapet gjennomførte også et oppkjøp av svenske Hemtex, som i tidlig stadie ser ut til å ha vært en god investering. Gjennom året ser det også ut til at flere analytikere og investorer har begynt å fokusere på flere av KIDs positive kvaliteter. Fra et operasjonelt perspektiv har selskapet ledende bransjemarginer, relativt stabil inntjening, sterk LFL-vekst og høy cash-conversion. Kombinert med lav finansiell gearing, lave multipler og god direkteavkastning ser aksjen ut til å levere en tilfredstilende risk/reward. Økt fokus på de nevnte karakteristikkene, samt mindre retail-frykt, kan ha bidratt til en reprising av aksjen.

Vår tilnærming til selskapet er at den norske virksomheten alene kan forsvare børsverdien ved utgangen av 2019, og at Hemtex er en potensiell kicker som kan øke avkastningen på toppen av dette. Selv om vi tror markedet i større grad fremover vil verdsette KIDs positive karakteristikk, er vi ikke avhengig av multippelekspansjon. Med dagens frie kontantstrøm per aksje og en langsiktig vekst 2-4% tror vi denne investeringen vil levere bedre enn langsiktig markedsavkastning på 6-10%.

Retail – en upopulær bransje

Selv om retail-sektoren har vært preget av mye negative nyheter og konkurser tror vi det fortsatt er muligheter til å finne gode selskaper, som KID, om man er selektiv. En fordel med industrien er at den ikke er veldig kompleks, og at det kan være lett å holde seg oppdatert. Peter Lynch hadde en rekke retail-selskaper som en viktig del av hans portefølje da han opererte fondet Magellan fra 1977 til 1990. Selv om fondet opererte i en annen tidsalder, er det flere momenter man kan lære av å Lynch sine investeringer i retail. Lynch likte spesielt selskaper som hadde bevist forretningsmodellen i flere geografiske områder, og hadde

Årsrapport

potensiale til å ekspandere andre steder. Selskapene burde ha positiv LFL-vekst, sterk balanse, og kontrollert vekst av varelager i forhold til inntjeningen. Det er kvaliteter vi gjenkjenner i KID, og vi er fortsatt positive til selskapet inn i 2020.

Dårligste investering – NRC Group

NRC Group falt 19,6% i 2019, noe som var den svakeste utviklingen til et enkeltsselskap i vår portefølje. Vi hadde tro på at NRC skulle levere god avkastning i 2019. De gjorde et godt strategisk oppkjøp gjennom kjøpet av VR Track OJ, et finsk entreprenørselskap med samme kjernevirksomhet som NRC Group. VR Track var også et stort selskap som bidro til å nesten doble inntektene til NRC Group. Dette anså vi som attraktivt da dette skulle bidra til at NRC Group skulle kunne konkurrere på større anbudskontrakter og hente ut bedre marginer på kontraktene sine. Tross at NRC Group klarte å implementere VR Track på en rimelig god måte relativt fort, og tok markedsandeler i Finland fortsatte aksjen og felle gjennom 2019. Dårlig kostnadskontroll mm. spesielt i Sverige dro aksjen ned. Selskapet tok også en restrukturering i Sverige, som ble en dyrere «one-off» en først kommunisert av selskapets ledelse.

Vi har spesielt undervurdert prosjektrisikoen knyttet til aksjen og har tatt lærdom fra det. Selskapet har en back-log på rundt 7 milliarder, men hvilke marginer man får hentet ut av disse kontraktene, spesielt i Sverige er litt «black-box». Spørsmålet er om risikoen for dårlige marginer faktisk er så stor at selskapet fortjener å prises til en så stor rabatt i forhold til kontantstrømmen som selskapet genererer. NRC Group har gjennom 2019 fått jevnt med kontrakter med statlig betaler, noe som gjør disse til svært sikre kontrakter. Men aksjonærene har nok ikke sett den veksten de hadde håpet, noe aksjen har blitt straffet for. Vi har tro på entreprenørsektoren og NRC Group så ut som et selskap som var en fornuftig eksponering mot dette markedet, da bane-relatert aktivitet er segmentet som har størst vekst. Men denne gangen valgte vi feil selskap å investere i for å få den ønskede sektoreksponeringen.

10. Porteføljerisiko

Investeringer handler i bunn og grunn om én ting – håndtering av fremtiden. Vi vurderer hvordan et selskap vil se ut frem i tid, og diskonterer den vurderingen til å se om dagens prising reflekterer fremtidig kontantstrøm. Siden ingen av oss kan spå hvordan fremtiden vil se ut, er risiko i aksjemarkedet uunngåelig.

Risiko betyr at flere ting kan skje enn vil skje

Elroy Dimson, professor ved Cambridge

En investor vil alltid vurdere risikoen til en aktiva når en investering blir utført. De aller fleste ønsker en så høy avkastning som mulig til en så lav risiko som mulig. Dermed krever investorer høyere forventet avkastning når man tar høyere risiko. Derfor er det alltid viktig å se på risikojustert avkastning når man ser på investeringsresultater over tid, og ikke utelukkende på avkastning.

Bitcoin er et oversimplifisert eksempel av effekten til risikojustert avkastning. Kryptovalutaen hadde en avkastning på 92 prosent i 2019, fire ganger bedre enn Hovedindeksen på Oslo Børs. Men i 2018 falt Bitcoin-kursen med 74 prosent, og i begge årene så man langt høyere volatilitet i kryptovalutaen over aksjene på Oslo Børs, som kan få oss til å konkludere med at Børsen hadde en bedre risikojustert avkastning.

Det er et ekstremt eksempel. Få aktiva er mer risikofylte enn kryptovalutaen. Men selv om aksjer innebærer lavere risiko enn kryptovaluta, er det fortsatt en risiko for tap når man investerer i aksjemarkedet. Dermed vil investorer forvente, og kreve, høyere avkastning i aksjemarkedet kontra for eksempel ved kjøp en statsobligasjon.

Men dersom man hadde kjøpt en 20-årig amerikansk statsobligasjon i desember 1999, ville man slått den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 med ett prosentpoeng – med en årlig avkastning på 6,8 prosent mot aksjemarkedets 5,8 prosent (utbytter reinvestert).

Årsrapport

I dette tilfellet vil man konkludere med at statsobligasjonen hadde høyere absolutt avkastning – men spesielt høyere risikojustert avkastning, da man med kjøpet av S&P 500 måtte holde gjennom flere stygge nedgangsperioder i 2001, 2008, 2011 og 2018.

Poenget med disse sammenligningene av aksjer og to finansinstrumenter på hver sin side av risikoskalaen, er å motbevise to poenger man ofte hører:

Aksjer er gambling

Aksjer går bare opp

Den første påstanden, at aksjer bare er flaks og gambling, er blitt skummelt populær her til lands. Ifølge en rapport fra Norske pengespill i 2016, er det dobbelt så mange nordmenn som spiller pengespill enn som eier aksjer eller aksjefond. Hvert år bruker nordmenn over 40 milliarder på pengespill. Hver nordmann, liten og stor, bruker altså i snitt 7.775 kroner på pengespill hvert år, penger som kunne bygd seg opp til å bli en formue gjennom rentesrenteeffekten – men nordmenn lar være på grunn av tanken om at aksjer er rent gambling.

La oss se på tre scenarier der man for enkelthetens skyld har 10.000 kroner til rådighet i året i fem år:

Tipping: Vinner man ingenting i de fem årene har man tapt til sammen 50.000 kroner. Etter 5 år sitter du igjen med: 0 kroner (tap på 50.000)

Sparekonto: 10.000 kroner på sparekonto hvert år i fem år med en gjennomsnittsrente på 1,5 prosent. Etter 5 år sitter du igjen med 52.295 kroner

Aksjer: 10.000 kroner på Oslo Børs 1. desember hvert år siden 2013. Etter fem år sitter du igjen med: 59.899 kroner

Det er med andre ord lavere risiko å plassere penger i aksjer, kontra andre aktivaklasser, og spesielt med tilnærmingen til IK, hvor vi tenker at vi kjøper en del av et selskap.

Årsrapport

Samtidig kan man glemme hvilken risiko aksjemarkedet faktisk har, og det spesielt etter et år som 2019 - fra et risikoperspektiv var det på mange måter et besynderlig år, der markedet steg nærmest linært fra januar til mai og fra august til desember. «Ingen» forventer at amerikanske statsobligasjoner vil slå aksjemarkedet over en tjueårsperiode igjen. Kanskje er det rett.

Men vi i IKNHHS tenker at når aksjer er på all time high, er risikoen på sitt høyeste, og når aksjer er eksempelvis 30 eller 40 prosent ned fra all time high, er risikoen lav – spesielt dersom man velger gode selskaper med sikker inntjening til en god pris.

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.

Det er delvis grunnen til at vi satt med 20 prosent i kontanter ved utgangen av 2019, i et marked hvor gode selskaper til en billig pris er sjeldent funn. Det førte også til at IKNHHS i 2019 oppnådde en solid risikojustert avkastning. Fondet satt med mye kontanter, men enda klarte porteføljen å slå Hovedindeksen på Oslo Børs. I tillegg gjør denne markante kontantbeholdningen at IKNHHS vil være klare til å svinge når markedet etter hvert kaster én eller flere gyldne muligheter i et billig marked.

Til slutt: Risiko sett gjennom et investeringsøye kan splittes i to underkategorier:

(1) Risiko for tap.

(2) Risiko for tapte muligheter.

Begge er risikomomenter vi vil unngå. Og i begge scenarioer kan kontanter virke som en god og sikker hedge. Det har vi følt oss komfortable med.

Cash is trash. Until it's not.

11. 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 består Akers portefølje hovedsakelig av eierskapet i Aker BP. Blant de resterende eiendelene er Ocean Yield og Aker Solutions størst. Aker BPs enorme utvikling de siste årene har ført til en voldsom økning i Akers eksponering mot E&P. Dette har ført til at aksjen nå korrelerer sterkere med svingninger i oljeprisen.

Da 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.

2019 ble enda et godt år for Aker. I løpet av året steg den verdijusterte egenkapitalen (NAV) med 24%. Likevel blir bildet annerledes dersom en ser hvor stigningen kommer fra. Økningen var drevet av Aker BP alene, mens hele resten av porteføljen bidro negativt eller nøytralt. En må likevel huske på at oljeprisfallet i slutten av 2018 fører til at tallene for 2019 ser ekstra bra ut.

Årsrapport

For Aker BP har 2019 fungert som et springbrett som skal sikre ytterligere vekst. Feltene Valhall og Ula har vært igjennom vedlikeholdsarbeid for å utvide feltenes potensiale. Viktigst av alt er oppstarten av Johan Sverdrup, som vil være den viktigste bidragsyteren til produksjonsvekst i tiden fremover. Vi synes utsiktene til Aker BP er lyse, med videre produksjonsvekst i tillegg til solide utbyttebetalinger.

Som nevnt har de resterende eiendelene hatt en tyngre utvikling i 2019. Snuoperasjonen i oljeservice har latt vente på seg, og konkurransen tetter seg til. Dette har ført til at både Kværner og Aker Solutions guider lavere EBITDA-marginer for 2020, og backlog-ene peker på et utfordrende 2020. Likevel har et utfordrende 2020 blitt priset inn gjennom kursfall i 2019.

Samlet sett er vi positive til Akers utsikter. Aker BP, som står for 70% av eiendelene, har tidligere vist at de er i stand til å skape verdier. Med planene fremover tror vi at den enorme utviklingen vil fortsette. Selv om 2019 var et hardt år for resten av porteføljen, synes vi at de er attraktive selskaper på dagens prising. Det skal understrekes at vi er komfortable med en posisjon i Aker, da ledelsen har bevist aksjonærene at de er i stand til å gjøre de riktige investeringsbeslutningene til riktig tid. Slik har selskapet brukt oljedturen til å gi fantastisk avkastning de siste årene. Med nye prosjekter i Aker Energy og Cognite, har vi tro på god utvikling i tiden som kommer.

NRC Group

NRC Group er et raskt voksende selskap i det nordiske jernbane- og infrastrukturmarkedet. Selskapet ble stiftet for å kapitalisere på et sterkt nordisk infrastrukturmarked. Dette skulle gjøres gjennom organisk- og M&A



Årsrapport

drevet vekst, 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 infrastruktur til tog, trikk og t-bane.

Den største hendelsen i 2019 var ferdigstillingen og implementeringen av oppkjøpet av VR Track OY for 225 mill EUR. VR Track OY er det største finske selskapet i dette segmentet, og var tidligere eid av den finske stat. Oppkjøpet gjør NRC Group til den største leverandøren av bane-infrastruktur i Norden. Oppkjøpet ble gjennomført med 65% kontanter og 35% aksjer, gjør den finske staten til en vesentlig aksjonær i NRC, noe som var etter eget ønske og et premiss for at transaksjonen skulle bli gjennomført. Den største fordel selskapet håper å få ut av oppkjøpet er muligheten til å by på større prosjekter, noe som baner vei for stabil vekst fremover.

Selv om vi anser NRC Group som et solid selskap, har det slitt på børs i 2019. Dette begrunnes med at selskapet ikke har klart å opprettholde veksten og marginene i 2019. Mye av dette skyldes nedskrivninger på prosjekter i Norge og Sverige for 110 millioner, noe som slår hardt ut på marginene. Selskapet uttaler selv at dette er forbigående og at det vil komme tilbake til samme marginer i løpet av 2021. Selskapet må finne litt tilbake til seg selv, for mye tyder på at den sterke veksten gjennom M&A aktiviteten de seneste årene har endt opp med litt manglende kostnadskontroll i noen deler av selskapet.

Selskapet fikk også ny konsernsjef i 2019. Henning Olsen tok over etter Øivind Horpestad i mars 2019. Olsen kommer fra stillingen executive vice president i AF Gruppen, hvor han har hatt ansvar for bygg-delen av selskapet siden 2016. Olsen har tidligere jobbet i Statkraft og konsultentselskapet BCG.

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

Årsrapport

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 miljøfokuset 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.

Gjennom 2019 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 er vi avhengig av å se at ledelsen klarer og bygge opp marginene og bedre den generelle driften i selskapet, samt vinne flere store kontrakter. Klarer de dette vil aksjekursen bedre seg og gi god langsiktig avkastning. Vi vil følge caset fremover for å se at utviklingen går rett vei.

Årsrapport

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 totalavkastning på 73.5 prosent siden den gang, og opp 25 prosent i 2019. Selskapet har vært gjennom en periode med store investeringer og går nå inn i en fase der resultatene av dette begynner 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.

KID

KID har vært en trofast følgesvenn i vårt investeringsfond over lengre tid. Selskapet selger interiør og tekstil-produkter primært i butikk, men også på nett. KID som investering kan tenkes på i form av to deler. Den første delen er den norske virksomheten og merkevaren KID. KID er den mest profesjonaliserte



Årsrapport

aktøren i Norge, og har økt sin markedsandel de siste årene til 35%. Den Norske delen av virksomheten har konsekvent hatt høyere driftsmargin enn sine konkurrenter (med unntak av 2007). Den andre delen er Hemtex som er et svensk kjede som KID kjøpte i starten av 2019. Hemtex har de siste årene hatt svake operasjonelle resultater, men KID håper å kunne snu dette rundt.

I høst valgte vi å ta en ny gjennomgang av caset, og oppdatere vårt syn på aksjen fremover. Konklusjonen fra denne gjennomgangen var at KID som et stand-alone selskap med 8-9% FCF-yield og 2-3 % årlig omsetningsvekst kunne forsvare børsverdien alene. Vi så på KIDs investering i Hemtex som en kicker som kunne materialisere seg på toppen av den relative stabile grunnmuren i den norske virksomheten. På denne måten har man en relativ stabil grunnmur i bunnen gjennom KID, og en opsjon på en operasjonell bedring for den svenske delen.

Siden vår oppdatering i høst har KID aksjen har aksjen gått nærmere 40%. Den store nyheten som har dratt Kid opp er omsetningstallene for Q4. Resultatet var 11% vekst i Kid (8% LFL) og Hemtex på 20% (22% LFL). Vi tror det er urealistisk å tenke på dette som en run-rate i kvartalene fremover. Du skal likevel ikke være særlig optimistisk for å tro at KID slår de forventningene vi hadde lagt til grunn i 2020, gitt den farten de har inn i det nye året. De sterke tallene gir også investorene økt tro på at KID har mulighet til å nå de operasjonelle målsetningene de har satt for Hemtex (100M EBITDA i 2021, 150M EBITDA i 2023). Gjennom denne forbedringen er det ikke vanskelig å se for seg en EPS på rundt 6 kroner et par år frem i tid opp fra rundt 4,5 kroner i 2019. Med andre kan den siste tids oppgang forsvares av forventningen om økt inntjening frem i tid.

Årsrapport

En annen grunn til at KID kan ha fått en økning i verdi er at flere begynner å regne KID basert på den stabile historikken, fremfor å prise inn en rabatt for å være i retail-industrien. Vi mener denne frykten i utgangspunktet kan være noe overdrevet for KID, basert på sterk operasjonell historikk og relativt kapitallett modell. Vi deler noe av investorers generelle bekymringer relatert til den operasjonelle giringen i forretningsmodellen for retail-spillere, og vil følge tett med på LFL-vekst i butikkene fremover.

Det finnes ikke mange selskaper på Oslo Børs med kombinasjon av stabile marginer, sterk balanse, fornuftig avkastning på EK, god vekst og høy yield. Vi må likevel passe på at prisingen ikke blir for høy. Selv sett i lys av siste tids multipel-ekspansjon av Kid er ikke prisingen avskrekkende og et evt nedslag bør trigges av at vi har bedre alternative investeringer ikke for å prøve å time en potensiell topp.

SalMar

SalMar er verdens nest største og kostnadsledende oppdretter av atlantisk laks. Konsernet slaktet 153 100 tonn (gw) i 2019 sammenlignet med 142 500 tonn (gw) i 2018, som resulterte i en volumvekst på 7,4%. For 2020 guider konsernet et slaktevolum på 164 000 tonn (gw) hvilket innebærer en volumvekst på 7.1%. Majoriteten av volumveksten for 2020 kommer i region Midt og på Island (Arnarlax). EBIT/kg for 2019 som helhet ble 20,04 NOK sammenlignet med 24,29 i 2018. Marginmessig var det størst nedgang i region Nord og Norscott (tilknyttet selskap).



I 2019 bidro SalMar med en avkastning på 18.3% til porteføljen. Selskapet ble tatt inn i porteføljen både på grunn av attraktive karakteristikker, men også for

Årsrapport

å gi porteføljen en eksponering mot en sektor som utgjør en stadig større andel av verdiene på Oslo Børs. Gjennom 2019 tiltok debatten rundt grunnrenteskatt på 40% for havbruksbransjen. Selv om det er umulig for oss å vite sannsynligheten for at en slik skatt blir innført ved neste regjeringsskifte ser det ut som om debatten har avtatt noe. Vi vil følge denne utviklingen tett i tiden som kommer ettersom dette er en av de største risikofaktorene for caset.

Markedet for atlantisk laks innehar attraktive karakteristika både på kort og lang sikt. Imidlertid er bransjens største utfordring biologiske prestasjoner og økende kostnader. Vi anser SalMar som et av selskapene som er best posisjonert i forhold til den underliggende bransjeutviklingen. Fremover vil vekstinitiativ som f.eks. Smart Fish Farm, en gunstig valutautvikling og sterkt prisbilde gi gode forutsetninger for fremdeles sterk drift og gode resultater.

Yara

Høstens investering i Yara er på bakgrunn av selskapets sterke posisjon i en story om en sterk underliggende trend for kunstgjødning drevet av en stadig voksende og rikere verdensbefolkning med en økende preferanse for kunstgjødning-intensiv næring, samt en strammere markedsbalanse enn tidligere år. Yara er unikt posisjonert for denne trenden ved å være lengst fremme på innovasjon innen de-karbonisering av bransjen og deres rolle som lavest kostnads-produsent.



Yara har kommunisert en mer aksjonærvennlig utbyttepolitikk og et sterkere fokus på cash flow fra driften. Dette underbygges av deres beslutning om å øke utbytte fra kr 6,50 til kr 19 for driftsåret 2019. Selskapet leverte i Q4 et overskudd på 199 millioner dollar, mot et ventet overskudd på 147 millioner dollar av analytikerkorpsset. Dette til tross for et lavere produksjonsvolum enn samme periode året før. En stor bidragsyter til den bedrede utviklingen er den

Årsrapport

svake trenden for Yaras største innsatsfaktor - europeiske gasspriser. Dette vil ifølge selskapet bedre resultatet videre for Q1 med 110 millioner dollar.

Selskapet nyter godt av et mer fordelaktig fundamentalt bilde av markedet for kunstgjødsel ved at Iran til dels er spilt ut som følge av sanksjoner, Kinas utilization er på historiske topp-nivåer samt en lavere netto produksjonskapasitet i årene fremover. Det gjenstår å se hvilke effekter coronaviruset vil ha på denne dynamikken, dog er det lite som tilsier at Kinas produksjon vil være av nevneverdig hinder i tiden frem til en løsning kommer.

Det verdensledende kunstgjødselselskapet var ved fondets kjøp også gunstig priset mot *peers*. Selv med deres daværende utbytte som tilsa en yield på 4,2% (høyest av *peers*) var de likevel priset med rabatt mot henholdsvis nordamerikanske CF Industries og finske Kemira. Yara var priset til en P/E på 12 og EV/EBITDA på 7 mot nevnte *peers'* sin verdsettelse med henholdsvis P/E 25 og 15, og EV/EBITDA 10 og 7,2.

Videre er selskapet langt fremme hva gjelder det politiske presset om å gjøre bransjen mer miljøvennlig. Med en mulig spin-off av deres industrielle nitrogen portefølje i den nærmeste fremtid, tilbyr denne investeringen følgelig attraktive opsjonaliteter utover selskapets kjerneoperasjon.

Yara har gjennomført en tung investeringsperiode, og er således godt posisjonert for tiden som kommer. Følgelig er denne investeringen gjort med lang horisont for fondet, selv om man må være oppmerksom på eventuelle sprekker i fundamentet dersom den seneste utviklingen i verdensøkonomien skulle fortsette.

Årsrapport

Scatec Solar

2019 ble nok et fantastisk år for Scatec Solar. Selskapet leverte både operasjonelt og på børsen. Aksjen steg rundt 55 prosent i løpet av året. Av årsakene til oppgangen mener vi økte vekstutsikter og ESG-fokus er blant de viktigste. I tillegg har selskapet fått sterk kredibilitet av et management som leverer på guidingen, og som selv sitter lastet med store aksjeposisjoner. Ved utgangen av 2019 hadde selskapet 1,2 GW i drift, mens backlogen og pipelinen var på til sammen 5,8 GW. Fremover er det sannsynligvis vekst i pipelinen som vil være den viktigste driveren for aksjekursen.



Vi valgte i februar 2019 å selge en betydelig del av posisjonen i Scatec Solar. Dette skyldtes delvis at posisjonen i fondet var blitt veldig stor ut ifra et diversifiseringsperspektiv, og at vi da mente aksjen begynte å se dyr ut. Da vi reduserte posisjonen handlet selskapet på nesten 12x den frie kontantstrømmen de ville generere med det daværende vekstmålet. I etterpåklokskapens navn viste dette seg å bli et uheldig salg ettersom aksjen fortsatte å stige etter dette.

I september 2019 holdt selskapet en kapitalmarkedsdag hvor det løftet vekstmålet fra 3,5 til 4,5 GW installert kapasitet ved utgangen av 2021, med en årlig vekst på minst 1,5 GW etter det. Samtidig nedjusterte selskapet målet for internrenten på egenkapitalinvesteringene fra 15 til 12-14 prosent. I tillegg lanserte de containerbaserte solanlegg gjennom leasingløsningen Release. De containerbaserte solparkene skal blant annet installeres hos industri- og gruveaktører som kan bytte ut deler av dieselforbruket på steder uten strømnnett med fornybar energi.

Kort tid etter kapitalmarkedsdagen hentet selskapet rundt 1,32 milliarder kroner gjennom en rettet emisjon, for å finansiere den videre veksten. Equinor

Årsrapport

forhåndstegnet seg for 15 prosent av denne emisjonen. Ved slutten av 2019 satte aksjen igjen fart etter at Equinor kjøpte seg videre opp i selskapet ved å ta størsteparten av beholdningen til Ferd.

Oppsummert synes vi Scatec Solar er et veldrevet og fremtidsrettet selskap med en god forretningsmodell i en energisektor som ser mer og mer lovende ut. Kostnadene i solkraft fortsetter å falle, og blir dermed mer konkurransedyktig. I tillegg er selskapets track-record veldig god, og det ser heller ikke ut som om markedets ESG-appetitt vil avta med det første. Vi mener allikevel at aksjen begynner å bli dyr, og det virker som at vekstbanen de neste to til tre årene er priset inn. Samtidig må det sies at selskapet har en veldig god track-record som gjør at en premium-prising er velfortjent.

Sparebanken Vest

Sparebanken Vest er en av landets mange sparebanker og har hovedkontor i Bergen. Banken ble stiftet i 1982 som et resultat av flere fusjoner av lokale sparebanker på Vestlandet. De er en av bankene i Norge med høyest kundetilfredshet.



I begynnelsen av oktober besluttet vi å bytte ut Sparebanken 1 SMN med Sparebanken Vest. Det var en rekke viktige elementer med i denne beslutningen. Sparebanken Vest var på kjøpstidspunktet meget attraktivt priset. En P/E på 7,3, P/B på under 1 og ROE på over 12% vekket interesse. Med en konservativ utlånsbok og en godt kvalifisert ledelse synes det å være en god investeringsmulighet. Slik vi så det, var likviditeten i egenkapitalbevisene eneste årsak til den lave prisingen.

Årsrapport

I slutten av november konverterte banken ytterligere 17,5% av bankens eierløse kapital til egenkapitalbevis. Dermed økte likviditeten betydelig. Det ble stor interesse for egenkapitalbevisene både nasjonalt og internasjonalt. Transaksjonen ble kraftig overtegnet, og kursen steg følgelig.

Regulatoriske endringer er den største trusselen for videre vekst i banksektoren. Sparebanken Vest er godt rustet for strengere kapitalkrav med en CET1-ratio på 17% ved utgangen av 2019.

Vi mener det foreligger gode muligheter for videre vekst i inntjeningen i Sparebanken Vest. I høst lanserte de Bulder Bank, som er en ren mobil-bank. Dette medfører muligheter for å ta markedsandeler utover Vestlandet. Banken ligger langt fremme på IT og digitalisering, som kommer til uttrykk gjennom den høye kundetilfredsheten. Banken har bygget et eget IT-miljø med over 150 ansatte, hvorav 90 er rene utviklere. Videre har Sparebanken Vest en ambisjon om å nå 20 milliarder i utlån og 12% ROE i Bulder Bank i løpet av 2021. I og med at mulighetene for kannibalisering på Vestlandet er stor, vil markedsføring av Bulder skje primært på Østlandet.

I en mer og mer usikker verden vil trygge havner som sparebanker være attraktive. Med direkteavkastning på rundt 6% og gode muligheter for videre vekst i inntjening synes vi fortsatt Sparebanken Vest er attraktivt priset. Den gode historikken på lave tap i utlånsboken, solid ledelse og høy ROE underbygger denne synet. Det blir spennende å følge dette selskapet videre.

Storebrand

Storebrand er et finanskonsern bestående av en bank, et forsikringsselskap, asset management og pensjonsforvaltning. Transformasjonen bort fra gamle



Årsrapport

produkter med garantert avkastning til vekst innen kapitallette produkter fortsatte også gjennom 2019. Vi skrev i 2018 at det var forventet at Solvens II graden kom til å bikke den uttalte magiske grensen på 180% og dermed også utløse de ekstraordinære utbyttene i løpet av 2019. Fasiten fra Q4 viste at solvensgraden endte rett under på 179% før det ordinære utbytte. Negative bidragsyttere var nye reguleringer og et fall i rentenivået. Likevel bidro den pågående overgangen fra de gamle pensjonsproduktene og inntjeningen fra den øvrige driften positivt på solvensmarginen med en 10% økning hver.

På den makroøkonomiske fronten fikk aksjen motvind. Til tross for at den norske sentralbanken hevet renten hele tre ganger gikk renten over dammen stikk motsatt vei og ble satt ned tre ganger. Årsakene var frykt for en oppbremsing i den globale økonomien. Dette ga utslag også her hjemme da rentebanen fremover har blitt nedjustert. Til tross for at kjøpsbeslutningen i stor grad ble bygget på en antakelse om at økte renter ville være svært utslagsgivende for hvorvidt selskapet kom til å betale ut ekstraordinære utbytter, har dette vært mindre utslagsgivende de siste årene. Den interne transformasjonen av produktmiksen har vært overraskende god og har dermed også blitt den største bidragsyteren på hvorvidt Storebrand når en solvensgrad over 180%.

Vi har ingen sterk formening om hvilken vei renten kommer til å bevege seg det neste året, men vi føler oss svært sikre på at selskapet kommer til å levere i 2020 også. Uavhengig av den makroøkonomiske utviklingen har vi fortsatt tro på selskapet og mener management leverer godt på sine mål. Dermed håper vi og tror at 2020 endelig kan være året vi virkelig får godt betalt for å være aksjonær i Storebrand. I mellomtiden er vi godt fornøyd med det ordinære utbytte vi får som nå tilsvarer en direkteavkastning på 8%.

Subsea 7

Inkludert utbytte og tilbakekjøp leverte Subsea 7 en avkastning omkring 26% i 2019. Da vi kjøpte aksjer i februar 2015 ble det argumentert for at Subsea 7 var et verdicase for IK og at bunnen av sykkelen var nådd til tross for at offshore E&P spending den gang var forventet å falle videre. Nedturen i oljeservice har derimot vist seg å ta lengre tid enn forventet og aksjekursen har svingt mye de siste årene blant annet som følge av en volatil oljepris og de mange og blandede signalene rundt offshore E&P spending.

 subsea 7

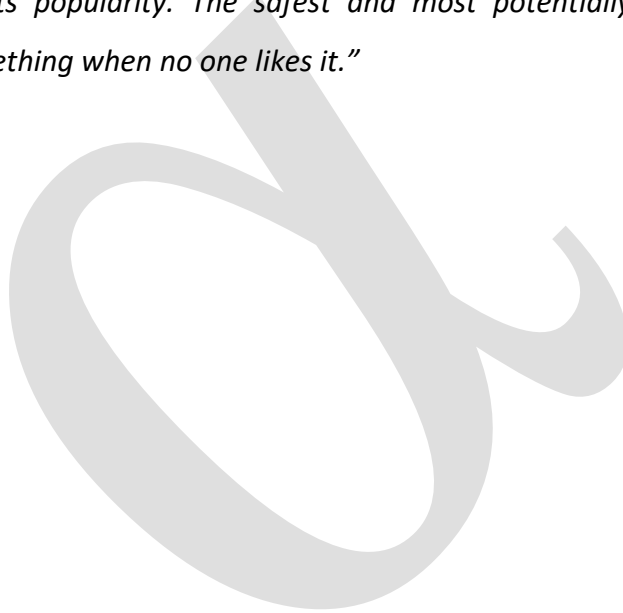
Som følge av den lange nedsykkelen mener vi mange av de samme argumentene gjelder i dag og at caset fortsatt ikke har spilt seg ut. Først og fremst forventer analytikerne økt offshore E&P spending i årene fremover, underbygget av økt guiding fra oljeselskapene selv. Som følge av kostnadskutt og gradvis høyere oljepris har oljeselskapene har nærmest doblet operasjonell cash flow siden 2014, men overskuddet har, på bekostning av oljeserviceselskapene, tilfalt aksjonærene og gått til nedbetaling av gjeld. Nå tror vi derimot at oljeselskapene er bedre posisjonert for å investere i nye felt, noe som vil komme oljeserviceselskapene til gode, men det er fortsatt stor risiko tilknyttet både oljepris og det store fokuset på grønn energiomstilling. Likevel estimerer Rystad Energy god vekst i subseaspending fremover, og forventer at markedet når 2014-nivået i 2025. Kombinert med Subsea 7s solide kapitalstruktur, og at selskapet generer positiv free cash flow i bunn av sykkelen, mener vi selskapet er posisjonert godt for en oppsykel, samtidig som nedsiden er betydelig mindre i forhold til andre gjeldstyngede oljeserviceselskaper.

I lys av det ovennevnte mener vi Subsea 7 verdsettes for lavt. Legger man konsensusestimatene, som har kommet mye ned, til grunn og bruker

Årsrapport

gjennomsnittlig historisk EV/EBITDA på 5.1x i terminalverdien, ser vi at dagens EV impliserer en «evig» EBITDA ~40% under historisk snitt. En årsak til dette kan være det økende fokuset på ESG (Environmental, social and corporate governance), med stor vekt på E-en, i dagens marked. Prinsipalen etterspør grønne fond, og følgelig er grønne selskaper i vinden, noe Subsea 7 ikke screener altfor godt på. I det lange løp tror IK at hva selskapet kan generere i fri kontantstrøm til slutt er avgjørende for hva selskapet er verdt. Og, for å sitere en av IKs forbilder Howard Marks;

«Investing is a popularity contest, and the most dangerous thing is to buy something at the peak of its popularity. The safest and most potentially profitable thing is to buy something when no one likes it.»

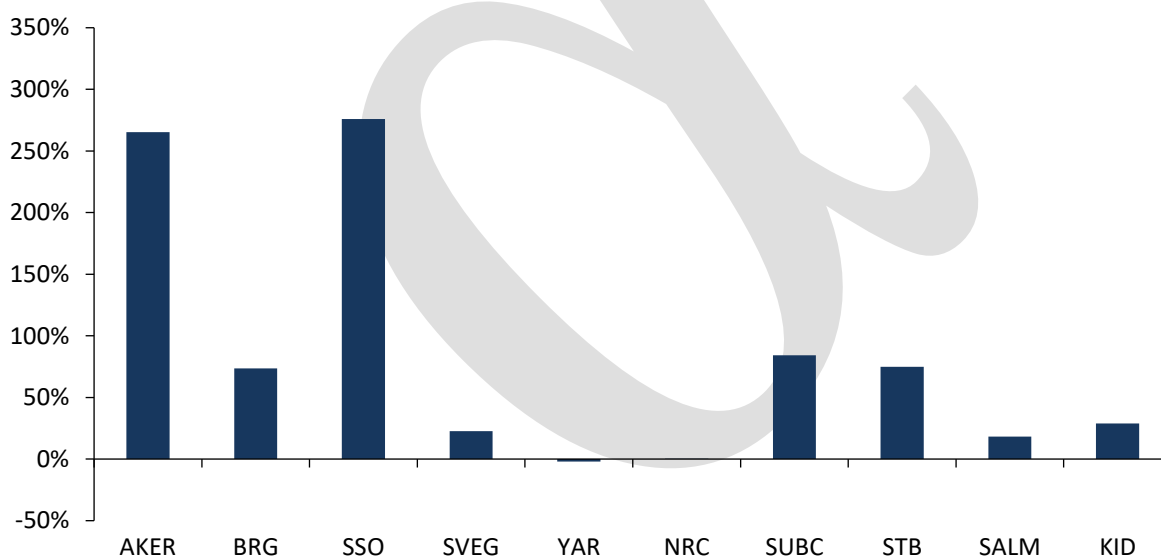


Årsrapport

12. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2020

Børsticker	Antall	GA-Kurs	01.des	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %
AKER	258	167	500,0	543,5	265,3 %	8,7 %	140 223	7,2 %
BRG	2292	60,5	93,5	95,0	73,5 %	1,6 %	217 740	11,1 %
SSO	1 057	33,7	109,7	124,1	276,0 %	13,1 %	131 174	6,7 %
SVEG	2 970	55,8	60,6	63,4	22,8 %	4,6 %	188 298	9,6 %
YAR	390	376,2	347,5	365,2	-2,0 %	5,1 %	142 428	7,3 %
NRC	2 395	58,7	48,9	57,1	0,3 %	16,8 %	136 755	7,0 %
SUBC	1 562	63,2	96,5	105,0	84,3 %	8,8 %	163 932	8,4 %
STB	1 555	43,5	66,0	69,0	74,9 %	4,6 %	107 326	5,5 %
SALM	353	399,4	439,0	449,3	18,3 %	2,3 %	158 603	8,1 %
KID	3 990	40,5	44,8	49,7	28,9 %	10,9 %	198 303	10,1 %
Cash							375 783	19,2 %
Total						5,71 %	kr 1 960 564	100,0 %

13. Avkastning siden kjøp



14. Avsluttende ord

Vi er fornøyde med å gi våre aksjonærer meravkastning i forhold til Oslo Børs gjennom 2019. Børsåret har generelt vært meget godt etter oljeprisen bunnet ut i starten av året og volatiliteten forble lav. Samtidig har vi levert god risikojustert avkastning for våre aksjonærer ettersom vi gjennom store deler av året satt på en betydelig cash-posisjon. Dette har ikke blitt gjort i et forsøk på å time en eventuell korreksjon, men heller et resultat av manglende aksjer på børsen vi mener utgjør god nok risk-reward. Cash-posisjonen vår vil derimot gjøre oss godt rustet for å håndtere en nedtur og kjøpe aksjer i en situasjon der majoriteten av markedsaktørene er selgere. Resultatet for 2019 gjør oss enda mer motiverte for å fortsette utviklingen i fondet da aktiv forvaltning kan under de riktige forutsetningene skape merverdi. Vårt fokus på langsiktighet, ingen forpliktelser til eksterne tredjeparter og et forvaltningsmiljø langt unna markedsstøy skaper slike forutsetninger. Samtidig er fondets relativt lave likviditet en fordel for både oss og våre aksjonærer da de på sett og vis blir tvunget til å dele et langsiktig syn med oss. Vi ønsker å takke alle aksjonærer for tillitten gjennom 2019 og vi kommer til å fortsette å jobbe hardt med å skape merverdi også i 2020. Vi anerkjenner det store ansvaret vi har påtatt oss med å forvalte medstudenter sine sparepenger og risikoen i fondet vil til enhver tid være en refleksjon av dette.

Avslutningsvis ønsker vi å takke Pareto Securities og Arctic Securities for et godt samarbeid over flere år. Støtten vi har mottatt har vært uvurderlig da sponsoratet har tillatt oss å ha et helt kostnadsfritt fond for studenter ved NHH.

Kontaktinfo

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