

Årsrapport 2020

Investeringsklubben NHHS AS

«Fra sort svane til grønn portefølje»

Innholdsfortegnelse

Aksjemarkedet i 2020	3
Veien videre – tilbake til normalen?	6
IKNHHS sin investeringsfilosofi.....	10
Porteføljen i 2020	11
Utvikling mot Oslo børs i 2020	12
Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013.....	12
Avkastning mot sammenlignbare fond	13
Total avkastning for alle investeringer i 2020	13
Beste og dårligste investeringer i 2020	14
Beste investering – Bouvet.....	15
Dårligste investering – Ice Fish Farm	16
Porteføljerisiko	24
Porteføljen ved inngangen til 2021.....	26
AkerBP.....	26
Sparebanken Vest	28
Borregaard.....	29
KID.....	30
SalMar.....	32
Yara.....	34
Jyske Bank.....	35
AqualisBraemar LOC.....	38
Self Storage Group.....	39
AF Gruppen	41
Envipco.....	42
Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2021.....	44
Avsluttende ord.....	45
Kontaktinfo	45

Aksjemarkedet i 2020

Aksjemarkedet i 2020 ble mildt sagt begivenhetsrikt. En global pandemi skylte inn over verden og satte en hel verden i lockdown, i håp om å bremse spredningen av COVID-19. Dette skapte store konsekvenser for verdensøkonomien som videre sendte børsene ned over 30%. Sentralbankene og myndighetene kom raskt på banen med en rekke tiltak for å berge økonomien, som virkelig var med på å dra markedene opp igjen. Dette innebar blant annet rentenedsettelse, kvantitative lettelse og ulike støttepakker. Til tross for den kraftige korreksjonen i vår endte både S&P 500 og Oslo Børs i positivt territorium, oppgangen ble på henholdsvis 16,26 % og 4,56%.

De første COVID-19 tilfellene ble registret i Wuhan i desember 2019. På dette tidspunktet ante en ingen fare og livene gikk som normalt. Freden var derimot kortvarig, og det tok ikke lang tid før viruset var godt etablert i Europa og resten av verden. Frykten for videre spredning og nedstigninger smittet fort over på børsene. Dette skapte store svingninger i markedet og flere investorer solgte i frykt for store børsfall i nærmeste fremtid.

Stemningen på begynnelsen av året var derimot god og S&P 500 klatret opp til rekordnoteringen i februar, men den gode stemningen ble kortvarig. Mellom 4 og 11 mars korrigerte S&P 500 ned hele 12% og korreksjonen var et faktum. Den dårlige stemningen eskalerte i takt med høye smittetall og dystre økonomisk utsikter, som førte til at S&P 500 fikk sin verste børsdag siden «Black Monday» i 1987. Den 16 mars 2020 falt både S&P 500, NASDAQ og Down Jones indeksen i området 11-12 %, noe som er utrolig mye. På dette tidspunktet var indeksene ned over 20% for året og kan dermed defineres som et «bear»-marked. Børsfallet fortsatt frem til 23 mars som markerte bunnen og starten på en kraftig rekyl. Dagen etter endte S&P 500 opp 9,38% som ble begynnelsen på det som skulle være veien ut av det korteste «Bear»-markedet i historien. Det tok bare 33 dager som er det korteste i S&P 500 sin historie.

Selv med en pandemi som fortsatt herjer og mindre økonomisk aktivitet endte altså S&P 500 og Oslo Børs opp for året. Når en skal beskrive en oppgang i aksjemarkedet ser en ofte til det som er grunnlaget for avkastning; inntjeningsvekst, utbytte og multiplereksponering (endring i P/E multiplere). Men med en slik pandemi som vi har vært vitne til er det vanskelig å tro at selskapene i sin helhet har klart å øke verken inntjening eller utbytte i 2020. Det vi heller har fått er en multiplereksponering, dette innebærer at aksjekursen går opp, uten at inntjeningen holder følge. Selskapene blir dermed dyrere, som betyr at vi betaler mer for hver krone av det selskapene genererer av inntjening. Ser vi på Shiller P/E for S&P 500 som ser på prisen nå, målt mot 10 års inflasjonsjustert gjennomsnittlig inntjening, er den så høy som 33,8 (29.jan). Det er godt over det historiske gjennomsnittet.

Det som er viktig å legge merke til er at det meste av oppgangen har vært drevet av de store teknologiselskapene. Selskaper som Amazon, Apple, Google, Facebook og Netflix leverer tjenester som har vært med på å endre hverdagen vår under pandemien. Vi bestiller eksempelvis mer varer og tjenester på nett, kommuniserer sammen digitalt og har gjerne tid til å se en ekstra serie på Netflix. Dette er også noen av de største selskapene i verden og har stadig blitt en større del av indeksen. Når de nevnte selskapene gjør det bra og leverer gode resultater vil også dette være med på å dra opp indeksen i betydelig grad.

Vi må heller ikke glemme at renten er på rekordlave nivåer. COVID-19 pandemien bremset det meste av økonomisk aktivitet, og sentralbankene så seg dermed nødt til å sette ned rentene. Siden finanskrisen i 2008 har renten vært på jevnt lave nivåer så det var i utgangspunktet ikke mye å hente. Den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) opererer nå med en rente på mellom 0% og 0,25% og ønsker å opprettholde dette intervallet frem til 2023. Sentralbankene har i tillegg til rentenedsettelse også bidratt med en rekke stimulansepakker. Rentene fungerer som tyngdekraften i aksjemarkedet. Når rentene er så lave som nå ligger det dermed

grunnlag for stigning i kursene, noe som kan forsvare den høye prisingen på børsene. Dette synspunktet deles av den legendariske investoren Warren Buffett, som har uttalt;

«Interest rates are like gravity in valuation. If interest rates are nothing, values can be almost infinite.» - Warren Buffett

2020 ble også det året hvor stemmingen for børsnoteringer var over gjennomsnittet god. I løpet av 2020 fikk vi hele 58 nye selskaper på Oslo Børs, hvor 49 av disse ble notert på Euronext Growth (tidligere Merkur Market). Denne hyppigheten av børsnoteringer er unormalt høy, og vi må tilbake til rekorden i 2007 for å finne lignende nivåer. I 2007 ble det notert 58 nye selskaper som er hakket foran det vi har sett i 2020. Til sammenligningen, ble det notert 17 selskaper i løpet av hele 2019. Det er i hovedsak selskaper som driver med fornybar energi eller IT som har valgt å gå på børs i år. utfordringer som global oppvarming og en pandemi som har økt behovet for teknologiske løsninger kan ha vært noen av årsakene til de nye noteringene.

Sammen med en rekke nye børsnoteringer har også interessen for de allerede noterte ESG (Environmental, social and corporate governance) aksjene vært stor. Det økende fokuset på bærekraftige investeringer i eksempelvis fornybar energi har ført til en eventyrlig utvikling i mange av disse selskapene. NEL og Scatec som begge utvikler løsninger innenfor fornybare energikilder ble noen av børsvinnerne i 2020 og steg henholdsvis over 235% og 175%.

Veien videre – tilbake til normalen?

Times Magazine oppsummerte året 2020 som «the worst year ever». Sitatet refererer selvfølgelig til coronaviruset sine herjinger og dets påvirkning på folkehelsen. Viruset banet vei for historisk lave renter, en finanspolitikk uten sidestykke og en arbeidsledighet vi ikke har sett siden verdenskrigene. Oslo Børs har på tross av dette gitt en solid avkastning på 4,56 prosent i 2020 mot et historisk gjennomsnitt på 10 prosent årlig siden 1984.

For å predikere videre retning og utvikling for finansmarkedene for 2021 er det naturlig å først se på det generelle rentenivået. I Norge har sentralbanken uttrykt at renten ikke skal settes opp før i 2022, men SSB hevder at denne økningen trolig vil komme tidligere. Øystein Olsen vil da kunne være den første sentralbanksjefen i verden som øker styringsrenten i kjølvannet av pandemien. I USA har FED uttrykt at det sannsynligvis ikke vil komme rentehevinger før i 2023. Vedvarende nullrentenivå og fallende realrenter i overskuelig fremtid vil trolig bidra til fortsatt kapitalflyt inn i aksjemarkedet, samt investeringer i valuta, råvarer og andre aktivaklasser med høyere faktisk og forventet avkastning.

De lange rentene stiger samtidig som dollaren trender nedover mot alle nøkkelvalutaer. Bakteppet for USD svekkelsen er den betydelige pengetrykningen og utsiktene for en stadig økende statsgjeld i USA. De økende budsjettunderskuddene kommer primært av en ekspansiv finanspolitikk med stadig nye innslag av stimuluspakker. Joe Biden er ny president i USA og valgutfallet bidrar til at Biden kan levere på sine løfter, deriblant en sjekk på USD 1,400 til alle amerikanere. Han ønsker om å stimulere forbruk som vil komme amerikanske aksjer, og spesielt konsumselskaper til gode. Et risk-on klima bidrar også til USD svekkelsen som igjen bedrer amerikanske netto-eksportbedrifters konkurransevne mot handelspartnere.

Etter at nyhetene i november om svært lovende og effektive COVID-19 vaksiner har vi sett en gradvis rotasjon inn i sykliske aksjer. I 2021 vil vi trolig se at denne trenden fortsetter med en rotasjon ut av «stay home» aksjer som Zoom, Netflix og Amazon. Inntjeningen til disse selskapene vil trolig vokse mye i fremtiden grunnet deres enorme vekst. De korte, lave rentene

har vært hovedårsaken til multippeleक्सpansjonen vi har sett det siste året, da det tillater høyere nåverdier av fremtidige kontantstrømmer. Vekstselskaper med gjeld har fått dobbel effekt av dette med høyere prising på selskapet og lavere finansieringskostnader.

P/E-indeksen til S&P 500 startet i 2020 på 19,7. Ved utgangen hadde indeksen økt til 27, som tilsier at den er på et høyere nivå enn før dotcom-boblen sprakk på tidlig 2000-tallet. Defensive sektorer har hatt en relativ økning i P/E gjennom 2020, deriblant helse, eiendom, konsum og finans. Selskaper innenfor teknologi, industri og sykliske forbruksvarer har derimot fått en kraftig multippeleक्सpansjon.

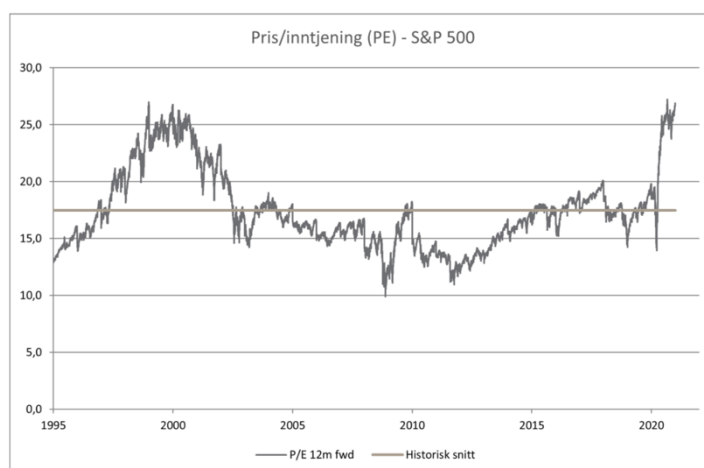


Figure 1 - P/E - ratio for selskaper på S&P500

En trend som trolig vil sette sitt preg på det kommende året er inntoget av nye privatinvestorer i markedet. Oslo Børs fikk hele 70 000 nye aksjonærer i 2020, og vi vil trolig se en ytterligere kapitalinnflyt fra nye aksjonærer dette året. Hovedgrunnen til tilstrømningen av nye og uerfarne tradere på Oslo Børs er den negative realrenten som frister disse ut på risikokurven. Vi har også nettmeglere som eToro og Robin Hood som enkelt fasiliteter for kostnadseffektiv aksjehandel for privatinvestorer. Ser man tilbake i tid kan man argumentere for at trenden vi ser nå ikke er et døgnfluefenomen. Privatinvestorene sitt inntog på slutten av 1990-tallet varte faktisk i hele fire år, noe som taler for at en ikke skal undergrave trenden vi ser nå.

Avslutningsvis kan en spørre seg selv – vil denne «market nirvana» fortsette ut i 2021?

Aksjemarkedet har trendet sterkt opp siden bunnen den 23. mars. Ordtaket «the trend is your friend» har sjelden passet bedre. Investorer som skulle være smarte og finne toppen eller besatt en betydelig cashandel har blitt spilt totalt utover sidelinjen. Derfor er det trolig at aksjemarkedet vil kunne fortsette sin oppgang og at nye rekorder blir slått, både i form av P/E-nivåer og all-time high på indekser. Realøkonomien og de finansielle markedene har gått i hver sin retning, men investorer har sett gjennom fingrene på tilbakeslaget i økonomien. Til tross for at aksjer er svært dyre etter konvensjonelle måltall, er det sentralt å huske på at definisjonen på dyrt endres ved tiden og spesielt i takt med rentenivået. Det er dog paradokser med den «dopede» lavrente-multipelekspansjonen vi nå ser: lave renter er som oftest et tegn på lav vekst. Japan - åttitallets «darling», har hatt vedvarende lave renter siden begynnelsen av 2000-tallet og har hatt en begredelig avkastning på Nikkei-indeksen siden. Etter økonomisk teori er det mye som tyder på at markedet og spesielt noen sektorer befinner seg i en boble, men når vil disse sprekke?

Historisk har alle bobler sprukket senest to år etter den første rentehevingen, men trolig vil noen av boblene sprekke i lang tid før det. Paralleller kan trekkes til internettboblen som sprakk i 2000. Det var liten tvil om at internett var framtiden, men 99% av de internetrelaterte selskapene kollapset og vinnere som Google, Amazon og Ebay vokste til de «corporate monstrene» som vi kjenner de i dag. Vi kan trekke paralleller til ESG og krypto i dagens marked. Sannsynligvis vil dette også ende i fallitt for de selskapene og objektene som er basert på en cocktail av urealistisk prising, samt ingen inntjening og ekstremt uerfarne investorer. Det er dog sannsynlig at vi får noen vinnere i sektorer som disse som vil vokse på lik linje med nevnte internettsaksjer. Det er vanskelig å spå vinnerne. På 90-tallet var det America Online og Yahoo som var i førerretet, men disse ble totalt parkert.

Vi befinner oss nå på en knivsegg der det er særdeles vanskelig å si hva de neste årene vil bringe, men en bør ha et ekstra fokus på disse faktorene framover:

- (1) Risk on/off. Dette vil være en gjennomgangsmelodi de neste årene og man ser ofte store kapitalstrømmer først i likvide cash og futuresmarkeder på valuta og råvarer, i tillegg til aksjeindekser. Risk-on er valutaer som GBP, AUD, NOK og råvarer som kobber og aluminium. Videre finner vi aksjer med høy beta som Tesla og FAANG. Risk off vil være motsatte bevegelser inn i valutaene, USD, CHF, JPY samt tyske og amerikanske lange renter og volatilitet-indeksen, VIX.
- (2) Den kortsiktige trenden. Aksjemarkedets modus nå er at jo mer markedet går, jo større er sannsynligheten for videre kortsiktig oppgang. Dette på grunn av det ukritiske forholdet til prising og økonomiske forhold. Dagens investorer har også et enda løsere forhold til risk når de har casinochips å spille med. Snur derimot den kortsiktige trenden ned, så kan markedet falle videre av sin egen tyngde, i tillegg til at institusjonelle investorer ønsker å dra ned porteføljerisikoen.
- (3) Amerikanske lange renter. Hvis disse fortsetter å stige vil noe av motoren for multipellekspansjonen vi har sett, avta.

Vi er midt inne i en spennende periode for kapitalmarkedet, der det er ekstra viktig å holde seg til sin strategi, og ikke virre fram og tilbake. «It's the changes that kills you» skrev den legendariske makrotraderen Victor Niederhoffer i 1998 i boken, «The education of a speculator». Victor, høyrehånden til George Soros på 80 tallet var så høyt ansett at Soros heller sendte sin sønn i lære der framfor hos andre tidligere partnere som Stanley Druckenmiller og Jim Rogers. Med sitatet mente Victor at hvis man hopper fram og tilbake i volatile objekter med høy gearing basert på psykologi og kortsiktige svingninger så havner man som oftest i trøbbel. Det endte i snørr og tårer for Niederhoffer, og det vil høyst sannsynlig ende slik for mange uerfarne, nye investorer uten en solid strategi de neste årene. Dette vil igjen medføre økt volatilitet og at strikken strekkes lenger i begge retninger.

IKNHHS sin investeringsfilosofi

Å forvalte NHH-studenters egne sparepenger medfører et stort ansvar. Dermed nedlegges det betydelig tid og ressurser i arbeidet med å finne aktuelle investeringer som er i tråd med vår langsiktige strategi. Vårt formål har alltid vært å identifisere selskaper hvor en fundamentalt kan forsvare en høyere aksjekurs enn det man observerer i markedet på det gitte tidspunktet. En rekke faktorer kan være med å underbygge en slik konklusjon, eksempelvis et fremragende ledelsesteam som kjenner industrien mye bedre enn andre aktører; et bærekraftig kompetitivt fortrinn som skaper aksjonærverdier utover det konkurrentene klarer; en businessmodell som er vanskelig å replikere og er robust i diverse tenkelig scenarier. Listen kan forlenges til det kjedsomme.

Som en langsiktig investor vil vi ikke forsøke å time kortsiktige markedsfluktasjoner. 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. Samtidig 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 og holde en portefølje som representerer mange industrier. Dette tillater oss å fokusere allokeringen mot markedsledere innen sine respektive industrier. Med en langsiktig tidshorison 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.

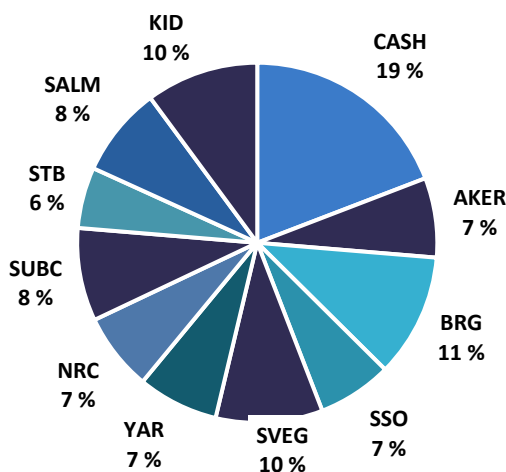
Porteføljen i 2020

IKNHHS leverte hele 24,54% avkastning i 2020. Til sammenligning hadde Oslo Børs en avkastning på 4,56%, og fondet har dermed levert hele 19,98% prosentpoeng over Oslo Børs. Fondet har levert svært gode resultater over lengre tid og 2020 er intet unntak. Den totale avkastningen til IKNHHS siden 2013 er 375,2% - til sammenligning har Oslo Børs steget 219%.

Det har vært et svært godt år for flere av selskapene i fondets portefølje. De som har levert best er Bouvet (120,1 %), KID (96,2 %) og Aker BP (85,6 %).

I den andre enden av skalaen har vi NRC (-66,7 %), Aker (-58,0 %) og Subsea 7 (-50,0 %), som alle ble solgt i løpet av året.

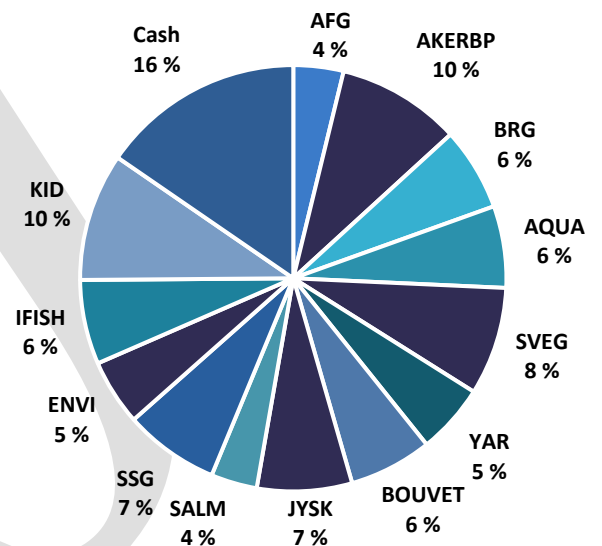
PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JAN 2020



NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2021		
TOTAL AVKASTNING 2020		24,54 %
TOTAL MARKEDSVERDI FOND	KR	2 608 745
ANDELSVERDI	KR	6 425

PORTEFØLJESAMMENSETNING

1. JANUAR 2021



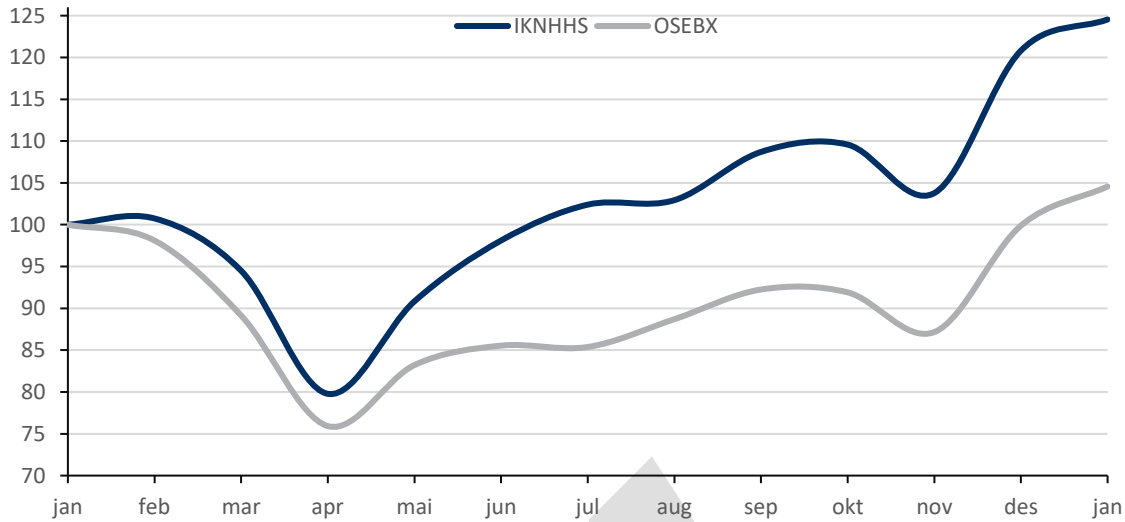
Solgt i 2020:

NRC
STB
SSO
SUBC
AKER

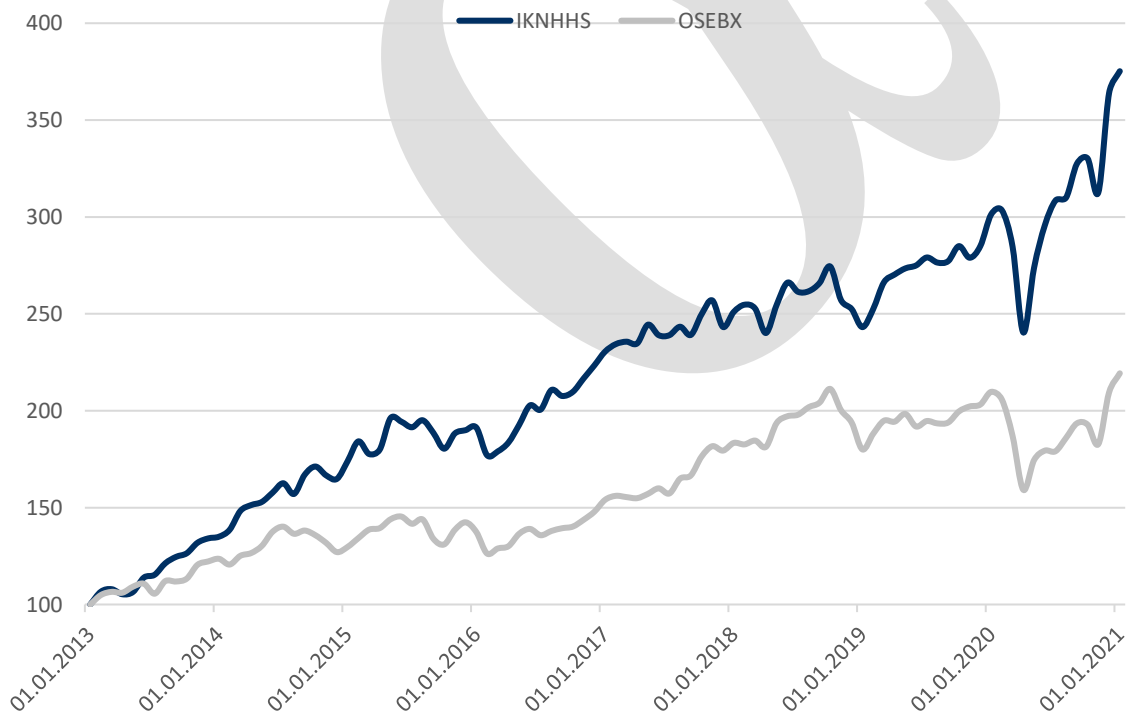
Kjøpt i 2020:

AKRBP
AQUA
BOUVET
JYSK
ENVI
IFISH
AFG

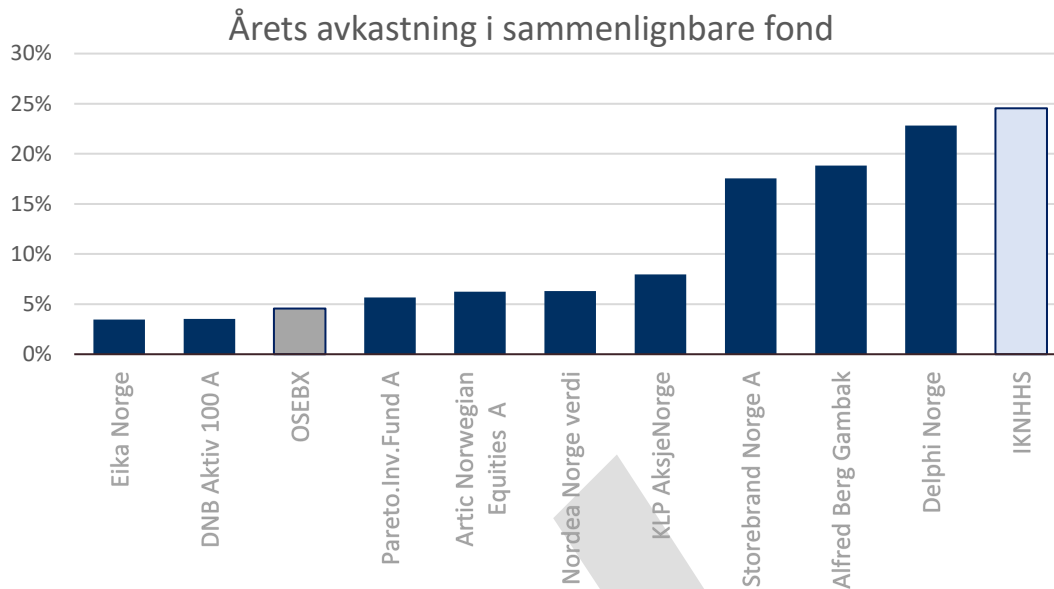
Utvikling mot Oslo børs i 2020



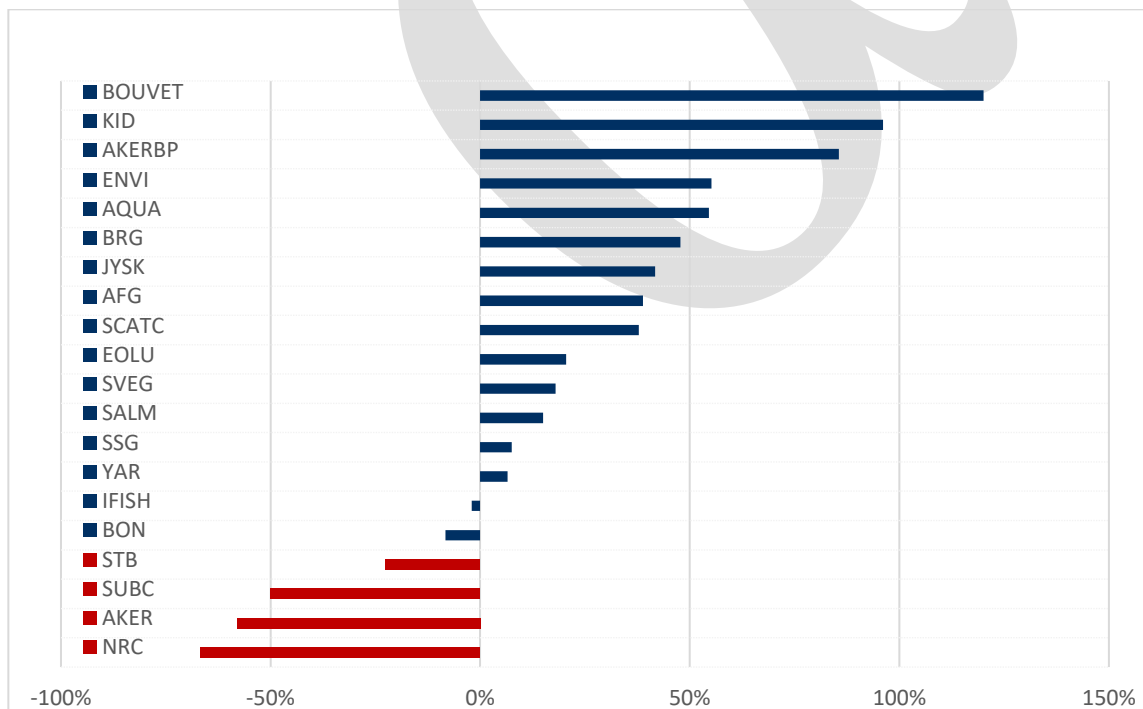
Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013



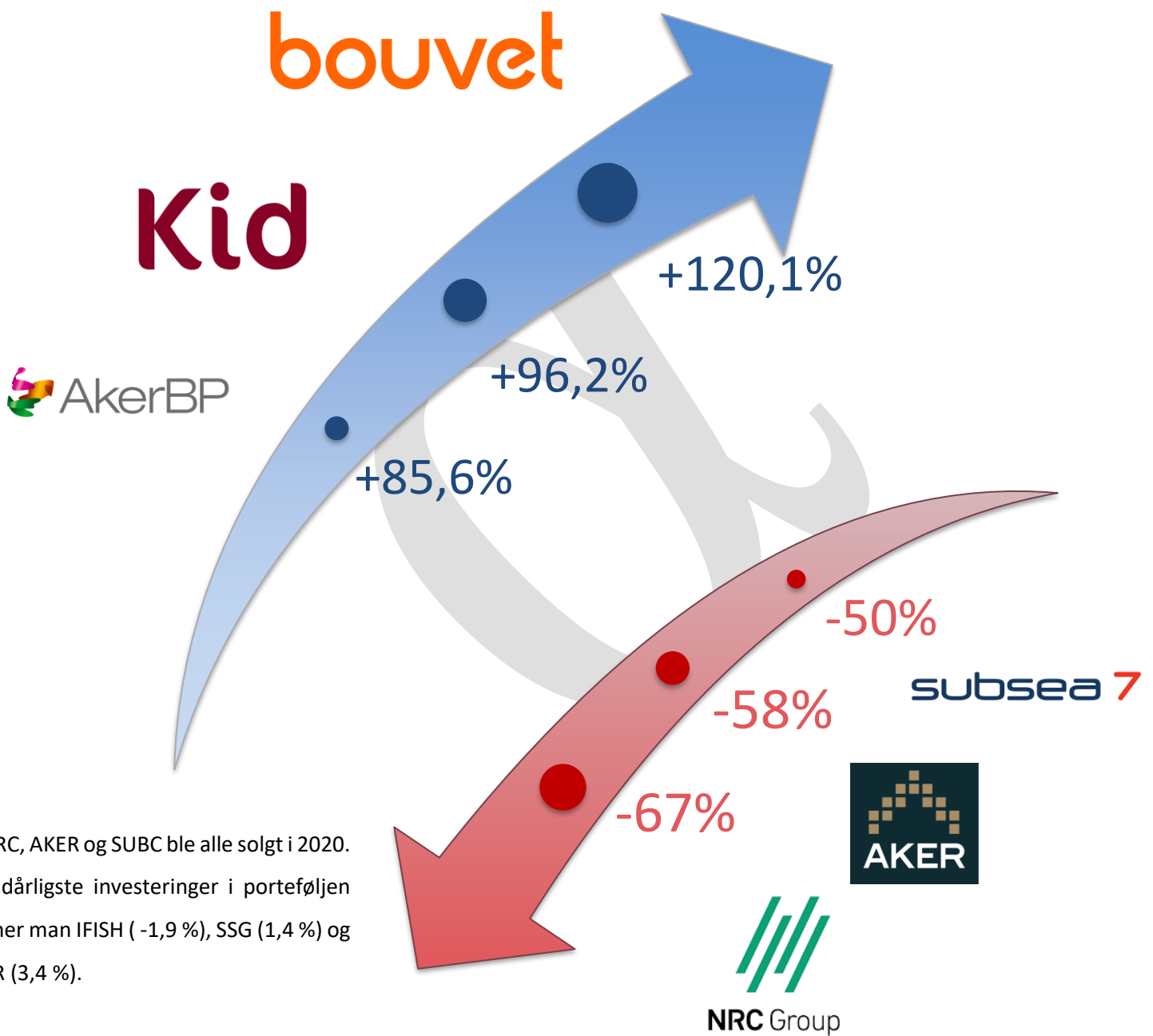
Avkastning mot sammenlignbare fond



Total avkastning for alle investeringer i 2020



Beste og dårligste investeringer i 2020



Beste investering – Bouvet

Bouvet er et IT-konsulentselskap grunnlagt på starten av 2000-tallet. Siden børsnoteringen i 2007 har selskapet levert en topplinje CAGR på ~14% og aldri hatt negativ vekst y/y. Justert for arbeidsdager, har y/y veksten på kvartalsbasis kun vært negativ i tre kvartal, under finanskrisen og oljenedturen i 2014. Den imponerende veksten kommer på bakgrunn av en organisk rekruteringshistorikk som ingen av de listede konkurrentene kan matche (opp >300% siden 2007). Samtidig er businessmodellen svært kapitallett, minimalt med kapitalbehov (PC'er og software til de ansatte) og lite kapitalbinding i arbeidskapitalen (ingen varlager, bare fordringer). Dette, kombinert med en god utvikling i timesprisene for IT-tjenester og høy utnyttelsesgrad har gitt grunnlaget for fantastisk lønnsomhet og en utbyttebetaling lik ~90% av resultatet, hvert eneste år.

Vi hadde lenge hatt Bouvet i pipelinen som et selskap vi ønsket å eie da det tikker av mange av kriteriene vi ser etter i IK. Da vi forsøkte å kjøpe Bouvet første gang i 2019, gikk aksjen fra oss grunnet lav likviditet og vi ble stående igjen. Da børsuroen stormet som verst i midten av mars fikk vi endelig mulighet til å kjøpe oss inn i et kvalitetsselskap til en veldig fornuftig pris.

2020 ble et svært spesielt år for Bouvet. Som følge av koronarestriksjonene og all usikkerhet, stoppet rekrutering opp (99 for FY'20 vs 188 FY'19), nye kontrakter ble inngått på langt lavere priser (mye større konkurranse på pris fra konkurrenter) og en økning i lønn langt over tidligere år. Likevel leverte Bouvet margineksponasjon grunnet fullstendig stopp i alle andre kostnader som reiser og kurs. Fasiten for året ble dermed en y/y vekst på nærmere 13% og en EBIT-margin på 13%, opp fra rundt 11% i 2019. Bråstoppen i andre kostnader ga også utslag i den operasjonelle kontantstrømmen, som økte med over 60% fra



bouvet

fjoråret og ga grunnlaget for et utbytte på 22 kroner aksjen. Selv om aksjen nå handler på 20x 2021 EBIT-estimer, utbytte-yielden er 3% på dagens aksjekurs, det er noe risiko for marginfall om ikke prisutviklingen i 2020 reverserer seg, er vi komfortable med å eie Bouvet da vi mener dette er et kvalitetsselskap vi tror vil fortsette å levere aksjonærverdier i fremtiden også.

Dårligste investering – Ice Fish Farm

Vi har investert i et vekstcase som driver med tradisjonell oppdrett på Island. Vi vil nå ta for oss selskapet ekstremt kort. Videre fortelle litt om islands oppdrettshistorie, konsesjonsutlysninger, laksetyper, risikomomenter, (latterlig billig?) prising, sammenligning mot nærmeste peer og en triggerliste. Av porteføljeselskapene var IFISH det som leverte dårligst avkastning på den marginalt negative siden.



Ice Fish Farm produserer høykvalitetslaks med grønne sertifikater

Ice Fish Farm (IFISH) er et selskap notert på Merkur Market. Selskapet har en markedsverdi på 1,8mrd NOK. De har p.d.d konsesjon for produksjon av 20,8 kilo-tonn (KT) laks per år, og har søkt om ytterligere 20 KT. IFISH holder til på øst-kysten av Island hvor det er gunstige forhold for produksjon, samt er stort potensiale for vekst. Selskapet har ulike «grønne» sertifikater på produksjonen som har gitt de mulighet å entre high-end verdikjeder, som b.l.a «Whole Foods» i USA (Meny på steroider). Dette gjør at prisoppnåelsen på laksen er 10-20% høyere enn for norske produsenter, og gir et godt grunnlag for bærekraftig og lønnsom produksjon av laks. Dette verdsettes av både investorer og kunder.

Politisk medvind og sterke investorer

Island har som lakseoppdretts-nasjon har tidligere vært preget av to boom-and-bust sykler. Den ene var drevet av kostnadsinflasjon på 1980-1990-tallet, med påfølgende store prisfall på laks (fra 100kr og et stykke ned). Det store prisfallet, sammen med en banknæring som slet kraftig umuliggjorde finansiering av lakseprodusentene og den beskjedne næringen gikk konkurs.

Runde to var noe lik. Forskjellen var at denne gangen var det hele Island som gikk konkurs. Den islandske kronen gikk ad'undras. Det var i 2008, og nok en gang satte finansieringen en stopper for det røde, levende gullet.

Runde tre har nå blitt påbegynt, men produksjonen er p.t på beskjedne 20 KT totalt. Denne gangen er det med støtte fra både norsk kompetanse (NTS og Salmar) og norske investorer. Island, som mange andre land,

har blitt sterkt preget av Corona. Den praktfulle naturen har gjort Island til et attraktivt turistmål. Det har derfor på nytt blitt belyst at det er greit å ha flere ben å stå på. Dette er et av poengene for at vi tror man ikke skal undervurdere den mulige veksten denne oppkommende næringen kan få i de kommende årene.

Økte konsesjoner kombinert med mulig lovendring kan øke produksjonen

Konsesjoner utlyses med bevilgning fra det islandske havforskningsinstituttet. Den siste rapporten fra det holdet ble utgitt i sommer og gav klarsignal for 42 KT produksjon på østkysten, og 64,5 KT på vestkysten (se børsmelding datert 07.06.2020). Rapporten har som formål å vurdere den biologiske risikoen. Her både på kapasitet, men også risiko ved rømning. Laksen som er i merdene bør ikke slippe ut, slik at den kan befruktes med villaksen.

Årsrapport

Vi har maillet mye frem og tilbake med CEO Gudmundur og et av poengene han gjorde oss oppmerksom på er at Island for tiden jobber med en lovendring på hvordan de beregner konsesjonsvolumene. Islandske praksis tilsier at en konsesjon på 1 KT, gir deg tillatelse til å slakte 1KT per år. I Norge går konsesjonene på at du har lov til å ha 1 KT biomasse i sjøen til enhver tid. Om denne lovendringen passerer vil IFISH sine konsesjoner øke tillatt biomasse med noe fra 20-80%!

En konsesjon varer i 10 år (dvs ut 2029 for IFISH første 20,8 KT), men kan fornyes. IFISH kan bare miste konsesjoner «if we do something illegal» - Gudmundur.

Gode produksjonsforhold for tier-1 laks

IFISH sine konsesjoner omfatter produksjon av 18,5 KT fertile (diploid) laks og 2,3 KT sterile (triploid).

I Norge er så å si all laks diploid laks. Dette er vanlig laks som har gode stamfisker i smoltproduksjonen. Konsesjonene på øst-kysten fordrer noe bruk av såkalt Triploid laks. Dette er genmodifisert laks (om du ønsker den biologiske forståelsen i dybden bør du google selv) som er sterilisert. Dette gjør at om den skulle rømme vil den ikke kunne ødelegge villaksbestanden. Dette er en av grunnene til at IFISH har fått innpass i de attraktive verdikjedene. Triploid laksen har den egenskap (slik vi har forstått det) at de er noe skjørere enn diploid, spesielt i varme temperaturer (ikke noe problem), samt at den vokser raskere gitt at den får riktig for. Dette vil kompenseres ved at laksen har mindre matlyst når det er kaldt, slik at nettoen ikke bør være langt unna 0. Foret er noe

dyrere enn vanlig for, men likevel guider IFISH 37kr kostnad/KG (Mai 2020), som er langt lavere enn norske produsenter.

	January	February	March	April	May	June	July	August	September	October	November	December
Min. Water Temperature (°C)	4.1	3.3	3.6	3.9	4.3	5.2	6.4	7.9	7	6	5	4.5
Avg. Water Temperature (°C)	4.4	4	3.9	4.2	4.7	5.9	7.1	8.1	7.4	6.4	5.5	4.8
Max. Water temperature (°C)	4.6	4.3	4	4.4	5	6.5	7.9	8.4	8.1	6.9	6	5

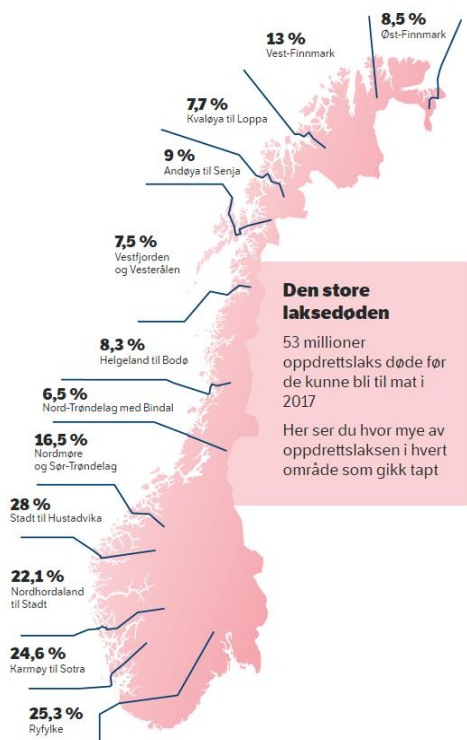
Key risks

Det er nok av risiko her, og noen vil kanskje avfeie caset fordi det blir for vanskelig å ha en formening om. Vi har snakket om caset med flere bekjente og første spørsmål fra min side har vært «hva er største risiko». Vi har ikke fått ekstremt mange gode svar, men de to mest kritiske punktene er triploid-laksen, og temperatur. Dette er begge to risikomomenter som fint kan vise seg å være bagateller, eller store utfordringer. Time will tell!

Temperatur har vinteren 2020 ikke vært et problem for IFISH, men Arnarlax (ALAX) derimot hadde høy dødelighet i Q2 grunnet en ekstrem kald vinter (ikke sett så kald vinter siden 1996!), og kan kanskje ansees som engangshendelse? ALAX holder til på vestkysten. Denne kysten har mer syklisk temperatur, i motsetning til øst. I vest blir det helt ned mot 2 grader i vannet på vinteren. Dette kan gi fisken vintersår og gjør den mer eksponert mot sykdom, og som nevnt øker dødelighet. Det trenger ikke være et problem da fiskeoppdrett i Nord-Norge går fint med riktig kompetanse! Måten de håndterer dette på er gjennom bruk av større smolt, planlegge settingen riktig og noe mer tilpasset for. Etter korrespondanse med CEO virker dette til å være en håndterbar risiko. Det er ikke fare for is-dannelser som ødelegger merder, og heller ikke sel-angrep.

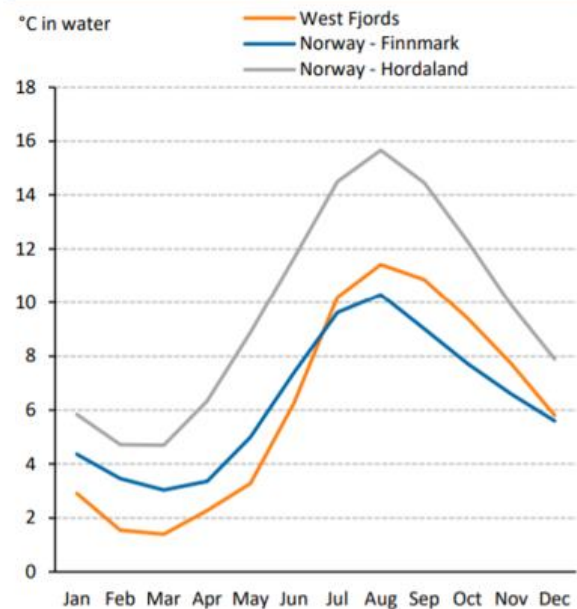
Årsrapport

Triploidelaksen drøftet vi litt lenger oppe, men også her mener CEO at de vil få det til. Både NRS og Wilsgård bruker dette for å få grønne konsesjoner i Nord-Norge. Triploid har vært i bruk siden 1980-tallet og innovasjonstakten har vært høy.



hentet fra alax pres nov. 2019

Seawater temperatures¹



Guider >3x volum i 2022 og 10-20% prispremie

IFISH har guidet at de vil produsere 4 KT i år, 8 KT 2021 og 15,8 KT i 2022. De er fully-funded etter en emisjon på 300 mNOK i juni, 225 mNOK i ubrukt trekkfasilitet og 273 mNOK kontanter. De vil investere cirka 500 mNOK i alt fra smoltproduksjon anlegg til merder, foringsrør og kameraer. De vil da ende med cirka 500 mNOK i netto rentebærende gjeld (NIBD).

CEO uttalte tidligere i år at de tror de vil opprettholde prispremien på 10-20% (20% realisert i 2019 og H1 2020).

Naturligvis er det andre risikoer som fall i laksepriser, nye biologiske black-swans, vulkanutbrudd (?), generell børsuro etc.

5x EV/EBIT 2022e

Når man regner på lakseselskaper, er det ulike metoder man kan bruke. Man kan lage DCF'er, man kan bruke multipler som EV/KG og EV/EBIT, eller PE. Det det koker ned til er egentlig

Hva tror du om langsiktig laksepris? Her har vi brukt 60kr

Hva tror du om prispremien? Er det sustainable med 10-20% premie på en commodity? Vi tror den vil falle over tid, men når vi regner på 2022 tall, som er da vi ser for oss en exit fra selskapet, tror vi premien vil være rundt 10-20%.

Hvilken kostnad per kilo vil de ha? 37kr tror vi er alt for optimistisk, så vi velger å bruke 43kr (man kan sikkert være enda mer konservativ enn vi er her).

Hva ser man for seg av vekst fremover både på konsesjonsutlysning og endring i MTB beregning? Vi tror de vil få konsesjonene gitt at planlagt produksjon går fint. Her kan man lage ulike scenarier og sette ulike kursmål (evnt vekte de).

Årsrapport

Så da med 60kr som langsiktig laksepris, med en 15% premie på det og kost på 43kr gir det et driftsresultat, EBIT, per KG på 29,45 kr (sinnsykt mye ift peers, og sikkert ikke sustainable. 20kr er kanskje mer sannsynlig på lang sikt, men who knows).

Da finner vi at i 2022 vil de produsere 15,8 KT som gir en samlet EBIT på 465 mNOK.

EV/EBIT blir derfor på 2022 estimerer cirka 5x. Bransjesnittet ligger på rundt 10-12x EV/EBIT. Det impliserer en kurs rundt 70kr (altså cirka 100% opp herfra).

Her kan man leke med tallene

Laksepris	60
Premie	15 %
Kost	43

	Produksjon (KT)	EBIT (kNOK)	Multipel Kurs		Oppside
2022e	15,8	410 800	10	66,8	97 %
2023?	20,8	540 800	10	90,9	167 %
2025?	40	1 040 000	10	183,3	439 %

Nærmeste peer er ALAX. ALAX har drevet oppdrett i flere år, dog i liten skala. De har både godkjent konsesjon, og søkt om nye konsesjoner, med omtrent like stort volum som IFISH. Likevel handler ALAX 50% høyere enn IFISH med en EV på 3,3mrd.

Årsrapport

Upcoming triggers

- Det er forventet lovendring i MTB beregningen ila neste år. Kan øke produksjon med 20-80%.
- Analyser fra meglerhus og mer dekning i media.
- Nye konsesjoner. CEO nevnte at det virker som de får 6,5 KT snarlig.
- Fornyelse av salgssavtale sommer 2021.
- Leverer på vekst.



Porteføljerisiko

Det å investere i aksjer innebærer risiko. Den avkastningen som oppnås gitt risikoen som tas er ekstremt viktig i forvaltningsverden. For å kunne si noe fornuftig om fjorårets resultat må porteføljens risikoprofil vurderes. I tråd med vår langsiktige investeringsfilosofi prøver IKNHHS å holde en portefølje med attraktiv risk/reward til enhver tid.

Risiko kan være vanskelig å definere, for hva inngår egentlig i risiko? En presis definisjon kan tilskrives Elroy Dimson:

Risk means more things can happen than will happen.

Standardiserte risikomål som Sharpe-ratio og Beta baserer seg på historisk volatilitet, hvilket gjør de stort sett ubrukelige i måling av risiko. En viktig erkjennelse for alle investorer er at risiko ikke kan kvantifiseres. Det kan tenkes at risiko henger sammen med volatilitet, men faktum er at mange av de beste investerings mulighetene oppstår i nedgangsmarkeder, hvor volatiliteten ofte er svært høy. Den britiske økonomen Andrew Crockett har uttrykt dette på en elegant måte:

The received wisdom is that risk increases in recessions and falls in booms. In contrast, it may be more helpful to think of risk as increasing during upswings, as financial imbalances build up, and materializing in recessions.

En portefølje kan altså ha høy risiko og lav volatilitet på samme tid. Dette underbygger det vi hevdet tidligere, nemlig at risikomålene som baserer seg på volatilitet nærmest er ubrukelige. En kan da undre seg hvordan det er mulig å måle risiko. Svaret er enkelt og greit, det finnes ingen universal måte å måle risiko på. Risiko kan kun bedømmes av sofistisert andre ordens tenking, hvilket læres gjennom erfaring og sunn fornuft.

En åpenbar svakhet med en rent kvalitativ tilnærming til risiko er muligheten for å bli bedratt. Forvaltere kan argumentere for at resultater har blitt oppnådd med god

risikojustertavkastning, 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. Ønsker man å undersøke risikoen til et fond må det legges ned betydelig arbeid for å kunne komme med en kvalifisert mening. Det 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.

For å ta et eksempel er denne kvalitative tilnærmingen prinsipielt ikke forskjellig fra det å sende bilen på service. Hos verkstedet kan man få beskjed om at deler må byttes. Med mindre man er bilmekaniker eller har interesse innen feltet, ender man stort sett opp å ta mekanikerens diagnose med god fisk. Hvem kan argumentere mot at delene ikke trenger å byttes? Løsningen er naturligvis tillit mellom partene, og den må bygges over tid.

Det kan være fort gjort å glemme at aksjer ikke er risikofritt når markedet stiger over en lenger periode. Koronapandemien ble en liten vekker for mange da virusfrykten førte til stor usikkerhet og kraftig børsfall rundt om i verden. I slike situasjoner der mange får panikk holder vi i IKNHHS hodet kaldt og benytter nedgangen til å finne gode selskaper til en god pris. Vi i IKNHHS tenker at når aksjer er på all time high, er risikoen på sitt høyeste, og når aksjer eksempelvis er 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.

Vi mener IKNHHS i 2020 oppnådde en god risikojustert avkastning, hvilket gjør oss meget fornøyd. Fondet satt med mye kontanter, men klarte likevel å slå Hovedindeksen på Oslo Børs. Vi går ut av 2020 med kontantbeholdning på 15%, hvilket gjør at IKNHHS vil være klare til å handle når det dukker opp gylne muligheter.

Sett gjennom et investeringsøye kan risiko splittes i to underkategorier:

(1) Risiko for tap.

(2) Risiko for tapte muligheter.

Begge er risikomomenter vi prøver å unngå, og i begge scenarioer kan kontanter virke som en god og sikker hedge.

Cash is trash. Until it's not.

Porteføljen ved inngangen til 2021

AkerBP

Aker BP er et lete- og produksjonsselskap (E&P) hvor all aktivitet er på den norske kontinentalsokkelen. Målt etter produksjonsvolum er selskapet et av de ledende uavhengige oljeselskapene i Europa. Med høy produksjonsvekst, lave kostnader og gode M&A-transaksjoner har Aker BP blitt en av de fremste suksesshistoriene på Oslo Børs de siste årene. I 2020 ble aksjen tatt inn i porteføljen med kjøp på 100 kr i mars, og posisjonen ble ytterligere oppjustert med kjøp på 154 kr i november.



Investeringsklubben NHHS har over lengre tid hatt en indirekte posisjon i Aker BP gjennom eierskapet i Aker. På grunn av pandemi og oljepriskrig så vi et vesentlig endret oljemarked i vår, og vi valgte dermed å fokusere eksponeringen mot Aker BP. Under oljeprisnedturen ønsket vi et selskap med solid balanse og lav cash break-even. Dette er Aker BP ledende på i sin sektor. Under kjøpstidspunktet i mars kunne selskapet også friste med den laveste prisingen mot NAV siden BP-sammenslåingen.

Blant regjeringens mange tiltakspakker fikk oljenæringen en skattepakke som skulle fremme investeringer på norsk sokkel. Aker BP responderte med å levere plan for utvikling og drift (PUD) for Hod-feltet og annonserte at PUD for NOAKA-feltet skal være klart innen skattepakkens tidsfrist i utgangen av 2022. Det er

Årsrapport

gladelig å få en enighet på NOAKA-feltet etter flere år med diskusjoner, spesielt siden NOAKA-kommer til å stå for en betydelig andel av Aker BPs produksjon etter forventet oppstart i 2027.

Videre har selskapet selv tatt store grep for å bevare lønnsomheten gjennom krisen. Prosjekter og utbytte ble kuttet, og i tillegg har effektivitetstiltak fått produksjonskostnaden ned fra 12 til 8 dollar per fat. Som følge av tiltakene leverer Aker BP en enorm lønnsomhet, og det er ventet en FCF-yield på 17% fra dagens kurs. Da oljeprisen økte utover høsten, men den lavere prisingen besto, synes vi at timingen var rett for å øke posisjonen ytterligere. Dette har vist seg å være riktig, da investeringen har gitt en avkastning på 86% inkludert utbytte for fondet i 2020.

Selv om aksjen har gått mye det siste halvåret, mener vi fortsatt at den er en god investering for fondet. Aker BP vil generere en solid fri kontantstrøm de neste årene. Utbytteprofilen er noe mer beskjeden sammenlignet med tidligere år, men vi vil likevel motta 5% i direkteavkastning fra investeringen. Her er det også mulig oppside i scenarier med høy oljepris fremover. I tillegg sitter selskapet på en stor og kvalitetsrik ressursbase, slik at vi vil se lønnsomme investeringer som drar produksjonsveksten opp ytterligere. Dagens nåværende portefølje er også av ypperste kvalitet. Selskapet sitter i en attraktiv posisjon på norsk sokkel, med operatør-status på flere store felt og eiendel i Johan Sverdrup-feltet. I sistnevnte har kapasitets- og lønnsomhetsoppjusteringer har blitt et gjentakende syn i nyhetsfeeden.

2021 skal være året da verden endelig kommer seg igjennom koronapandemien. Fra gjenåpning av samfunnet følger sterk etterspørselsvekst etter olje. Dersom OPEC er forsiktige med å føre volum tilbake i markedet og

Årsrapport

den skadeskutte shale-industrien er trege med å få investeringer i gang, kan vi få perioder med stramt oljemarked i året som kommer.

Gjennom en tøff krise har Aker BP igjen vist hvorfor de er å regne som en kvalitetsinvestering innenfor oljesektoren. Harde tiltak under oljeprisnedgangen har ført til robusthet mot lave oljepriser og lønnsomme utsikter på dagens oljepris. Med gjenåpning av samfunnet skal fjorårets etterspørselssjokk gradvis reverseres. Om trøbbel på produksjonssiden skaper tilbudsunderskudd gjenstår å se, men vi vil i hvert fall følge utviklingen tett.

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, og er landets tredje største sparebank med over 600 ansatte.



Vi liker Sparebanken Vest på bakgrunn av i) en svært konservativ utlånsbok, ii) kontinuerlig evne til å levere solid avkastning på egenkapitalen, iii) moderat prising og iv) god ledelse. Selskapet har hatt god kostnadsutvikling gjennom året og kunne i begynnelsen av februar vise til god lønnsomhet i 2020 som helhet. Salget av Jonsvollkvartalet, som er bankens hovedkvarter, ga godt resultatbidrag og resulterte i en egenkapitalavkastning på 18,2% mot 12,1% fra 4Q19. For året totalt sett oppnådde SVEG en egenkapitalavkastning på 12,3% mot 13,5% i 2019.

Banken har svært god kjernekapitaldekning (CET1) på 18%. Nedskrivninger i 2020 endte på 448 millioner mot 52 millioner i 2019, hvorav 58% er

Årsrapport

modellbaserte avsetninger. Utlånstapene er primært knyttet til engasjement innenfor offshore hvor banken har en eksponering på 0,6% av brutto utlån.

Banken har en målsatt vekst på 5% for 2021 på utlåns- og innskuddsvekst i 2021 for både person- og bedriftsmarkedet. Vi er positive til vekstambisjonene, i tillegg til at vi venter bank fra den heldigitale satsningen Bulder Bank, med mål om å ta markedsandeler utover Vestlandet.

I et marked som minner veldig om tidlig 2000-tallet mener vi at trygge havner som sparebanker med god avkastning på egenkapitalen vil være attraktive. Styret har foreslått et utbytte på 2,20 kroner per egenkapitalbevis i april, men fullmakt om å betale ut ytterligere 1,80 kroner per egenkapitalbevis hensyntatt den økonomiske utviklingen og utsiktene fremover. Med direkteavkastning på rundt 6% og gode muligheter for videre vekst i inntjening synes vi fortsatt Sparebanken Vest er attraktiv. Den gode historikken på lave tap i utlånsboken, solid ledelse og høy ROE underbygger denne synet. Vi gleder oss til å se hvordan selskapet leverer fremover.

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.



Årsrapport

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 aktøren i Norge, og har økt sin markedsandel de siste årene til 35-40%. 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 2020 har Kid hatt en god utvikling, både operasjonelt og i form av aksjekursutvikling. Da det sto på som verst i mars var det høy usikkerhet knyttet til Kid i likhet til andre selskaper. Senere ble det kjent at Kid heller ble en av selskapene som gjorde det relativt godt, da vareforbruket klarte seg godt gjennom året. Antakeligvis ble tilgjengelig inntekt fra mange enkeltpersoner brukt til å få det litt finere i hjemmet, når reiser til utlandet og andre aktiviteter ikke lenge var en mulighet. Kid endte med å vokse omsetningen 28% for året,



Kid

Årsrapport

og EBITDA (ex IFRS 16) vokste med 51%. Selskapet har videre guidet for 80-100% distribusjon av årsresultatet fremover. Til tross for flere medieoppslag om dette, mener vi dette er en bærekraftig strategi da Kid tross alt er en butikkkjede med solid balanse og svært lavt investeringsbehov for nye butikker.

I høst valgte vi å ta en ny gjennomgang av caset, for å oppdatere vårt syn på selskapet samtidig som vi vurderte eksponering ut fra porteføljemessige hensyn. Konklusjonen var at aksjekursutvikling var berettiget gjennom sterk operasjonell utvikling, og at selskapet fortsatt ikke var spesielt dyrt priset. I tillegg har mye usikkerhet knyttet til oppkjøpet av Hemtex blitt fjernet gjennom sterk utvikling av denne entiteten. Det gir også en signaleffekt om at selskapet fortsatt kan vokse i nye regioner. Det gir nemlig økt tiltro til at Kids operasjonelle kompetanse og produkter kan lykkes andre steder enn i kjernemarkedet. Vi valgte likevel å selge en tredjedel av posisjonen vår til 87 NOK. Bakgrunnen for nedsalget var knyttet til at selskapet på daværende tidspunkt utgjorde litt mer enn 15% av fondet. I tillegg hadde største eier (Gjelsten) solgt en tredjedel av egen eksponering, og vi fulgte dermed samme taktikk.

Vi mener fortsatt at KID i større grad bør prises 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 prisingen fortsatt ikke avskrekkende.

SalMar

SalMar er en av verdens største og en kostnadsledende produsent av oppdrettslaks. Konsernet slaktet 161 600 tonn i 2020 sammenlignet med 152 200 tonn i 2019, som resulterte i en volumvekst på 6,2 %. For 2021 forventer SalMar et slaktevolum på 163 000 tonn i Norge og 14 000 tonn på Island (Icelandic Salmon). Selskapet har sitt hovedvirksomhetsområde i Midt-Norge hvor de slakter mest laks og har de beste marginene. Sett under ett ble 2020 et godt år for laksekjempen. SalMar leverte sitt beste kvartal noen gang, viste motstandsdyktighet i et utfordrerne markedet og leverte gode resultater fra sin satsing på havbasert oppdrett.



Til tross for et utfordrerne år for laksenæringen viste SalMar operasjonell styrke og bidro med en avkastning på rundt 11% til porteføljen. Fundamentet i SalMar handler om å være best på oppdrett og drive oppdrett på laksenes betingelser, som videre vil legge grunnlag for gode økonomisk prestasjoner. SalMar startet året godt med å levere en rekordhøy operasjonell EBIT på NOK 1 065 millioner, med EBIT per kilo på NOK 26,61 for Q1. Det gode resultatet var i hovedsak drevet av høye spotpriser og god underliggende drift. SalMar leverte også godt utover året og kunne vise til gode resultater både i Q2 og Q3, hvor konsernet leverte en EBIT/kg på henholdsvis NOK 21,56 og NOK 17,46. Til sammenligning leverte verdens størst produsent av atlantisk laks Mowi, en EBIT/kg på EUR 0.95 og EUR 0.64 i de to kvartalene.

Årsrapport

I 2019 ble selskapet tatt inn i porteføljen både på grunn av attraktive karakteristikk, men også for å gi porteføljen en eksponering mot en sektor som utgjør en stadig større andel av verdiene på Oslo Børs. De langsiktige driverne for laks ser fortsatt gode ut og passer godt inn i de globale macro trendene, siden laks er et sunt, ressurs-effektivt og klimavennlig produkt som er produsert i havet.

Fremover er vi spente på SalMar sin satsting på havbasert fiskeoppdrett som er en viktig del av vekststrategien, og har et stort potensial til å bli en vekstkatalysator. Etablering av lakseoppdrett i åpent hav gir svært gode muligheter til å drive oppdrett på både naturens og fiskens betingelser. Dette er i tråd med SalMars strategi og visjon; «Passion for Salmon». Første og andre produksjonssyklus på SalMars første havmerd, Ocean Farm 1 (OF1), ga gode biologiske resultater og styrket selskapets tro på havbasert oppdrett. OF1 er verdens første havmerd av sitt slag og har en kapasitet 1,5 millioner laks. Selskapet har også startet prosjekteringen av dypvannsmerden Smart Fish Farm som har en kapasitet på 3 millioner laks og kan plasseres i det åpne hav, 20-30 nautiske mil utenfor kystlinjen. Noen lignende har aldri blitt prøv, og samspillet mellom biologi og teknologi blir et avgjørende aspekt for suksess. SalMar er i førersete når det kommer til havbasert oppdrett og har kunnskapen som skal til for å lykkes.

Selv om vi vurderer SalMar som et enestående selskap innenfor oppdrett av laks valgte vi å redusere posisjonen vår med 50% i høst. Vi valgte dog å opprettholde eksponeringen mot laks ved å ta inn den islandske oppdretteren, Ice Fish Farm. Prisingen i SalMar ble noe høy og konkluderte med at Ice Fish Farm hadde gode vekstutsikter i årene fremover.

Yara

– “The crop nutrition company of the future.”

Siden høsten 2019 har fondet vært investert i Yara på bakgrunn av selskapets sentrale rolle i en story om en sterk underliggende trend for kunstgjødsel drevet av en stadig voksende og rikere verdensbefolkning med en økende preferanse for kunstgjødsel-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. Nylig annonserte Yara et samarbeid med Statkraft og Aker Horizon for å skape grønn ammoniakk i selskapets anlegg i Porsgrunn.

Yara har kommunisert en mer aksjonærvennlig utbyttepolitikk og et sterkere fokus på cash flow fra driften. I løpet av året som gikk har Yara solgt seg ut av Qatar Fertiliser Company (QAFCO) etter 51 års eierskap og initiert tilbakekjøpsprogram for 5% av utestående aksjer samt et ekstraordinært utbytte på 18kr per aksje for salgssummen på om lag USD 1bln.

Prisen på CAN (calcium ammonium nitrate) var synkende gjennom hele 2019 og ut i midten 2020 og bidro dernest til utfordrende forhold for Yara. Siden den gang har Yara økt prisene gjentatte ganger og var i uke 6 i 2021 på sitt høyeste siden 2018 på ~235 EUR per tonn. Denne utviklingen er dog ikke å forvente og fortsette ut i 2021 da sesongvariasjoner historisk tilsier høye priser på høsten/vinteren. Likevel er dette gode forhold for Yara som i Q4 la frem et resultat per aksje 41% over konsensus samt et utbytte på 20kr per aksje (5kr over konsensus).



Årsrapport

Aksjen nærmer seg historiske toppnivåer og handles fortsatt på en discount til nærmeste peer Kemira i Finland med en P/E for 2021e på 13,8. Etter et godt år handles selskapet til en yield på i overkant av 8% med en free cash flow yield på over 18% for 2020. Følgelig er selskapet fortsatt attraktivt priset med en sterkere cash flow og kvalitets-profil i kombinasjon med å være ledende innen innovasjon og grønn satsing i industrien.

For fremtiden vil det være interessant og følge med på selskapets aktivitet innen nevnte grønn ammoniakk satsing og dets industrielle nitrogen portefølje som har vært en kandidat for spin-off som en interessant opsjonalitet. Like viktig vil det være og følge med på markedsforholdene og Kinas produksjon som en joker. Dersom lange globale renter fortsetter å stige vil vi kunne se en lenge ventet vridning mot verdi-aksjer bort fra «hopes and dreams» aksjer – som vil være fordelaktig for Yara og fondets portefølje som sådan. Avslutningsvis er det verdt å ta med seg at Yara har opplevd økende marginer med 10% EBIT margin forventet for 2020 mot 3% i 2018 samt en dobling av kapitalavkastningen over samme periode til ~10% forventet i 2020.

Jyske Bank

Jyske Bank er Danmarks 3. største bank med en relativt konservativ lånebok. Det meste av lån er boliglån, og gjennomsnittlig LTV er 52% (lån i forhold til den sikrede verdien). Bakgrunnen for at vi liker denne trauste banken er en særdeles god risk/reward i forhold til andre alternativer i universet. I våre øyne er den underliggende verdien per aksje det samme som de bokførte verdiene per aksje (BVPS). Den står i øyeblikket på 460 DKK, mens aksjekursen i utgangen av 2020 var 233 DKK. Her er de viktigste punktene for vår investering:



Årsrapport

1) En giftig cocktail har skylt over dansk banksektor: Det danske bankmarkedet har blitt truffet av to farlige krefter; 1) flat utlånsvekst og 2) negative renter. Den førstnevnte faktoren har ført til økt konkurranse i det danske markedet, da flere banker vil sysselsette kapitalen hos de samme kundene. Dette har isolert sett presset lønnsomheten på utlån. Den andre faktoren har svekket innskuddsmarginen til banken. Resultatet har blitt en midlertidig svak lønnsomhet, og aksjekurser som tilsier tilsvarende lønnsomhet ut i evigheten.

2) Jyske Bank er den mest attraktive hesten å spille på: Vi liker Jyske Bank best på bakgrunn av kapitalallokeringsstrategien om å bruke overskuddet til å kjøpe tilbake egne billige aksjer. For å trekke en parallell til vår tankegang om Jyske Bank kan man se på en av de beste nordiske investeringene siden 2000-tallet; TopDanmark. Selskapet leverte 30x mellom 1999-2019 (18.9% årlig), mens resultatet omtrent var flat i perioden. Bakgrunnen var at TopDanmark hadde en buyback-yield på 9.5% i perioden på billige aksjer, før selskapet til slutt fikk en reprising. Jyske Bank har siden akkumulert siden 2016 kjøpt tilbake 24% av egne aksjer foreløpig.

3) Du betaler 50 øre for noe som er verdt 1 krone: De aller fleste bankene har ROE-målsetninger på 9-10%. Bankene bør dermed over tid stabilisere tilbudssiden gjennom prisingsdisiplin, fremfor å jage utlånsvekst med lavere lønnsomhet. Videre har man sett at de danske bankene har innført negative innskuddsrenter, som igjen har ført til at man igjen har en positiv margin og tjener penger på folks innskudd. Det er viktig å huske at banken sin balanse hovedsakelig består av kontanter, og når man er priset langt under denne er man dermed incentiver til å krympe låneboken. Hvis lønnsomheten ligger under egenkapitalkravet så bør utlån-boken krympes gjennom å øke pris. Hvis banken overpriser seg i forhold til konkurrenter vil hele låneboken forsvinne, men aksjonærene vil tjene penger på verdiøkning. Dette er fordi du får utbetalt

de bokførte verdiene som kontanter (gitt at låneboken er trygg). For øvrig handler selv japanske banker, med null utlånsvekst og lav utbetaling, på P/B x1 over en 5-års periode.

4)...og får antakeligvis bedre avkastning enn norske banker og markedet for øvrig mens du venter på reprising: Hvis banken har ROE på 7% og kjøper tilbake aksjer for overskuddet til P/B 0.5x, vil BVPS vokse 14% i året. En norsk bank med 10% ROE, P/B 1x og betaling av alt overskudd i utbytte vil tilsvarende levere 10% avkastning. Så lenge strategien opprettholdes med høy utbetaling, mener vi det er overværende sannsynlig at vekst i BVPS vil være høyere enn alternativkostnad

5) Og jo lenger du venter, desto bedre blir investeringen din: Tiden det tar før danske banker reprices til P/B x1 blir dermed irrelevant så lenge det genereres aksjonærverdier på veien. Desto lengre Jyske Bank er lavt priset, desto flere aksjer vil selskapet kunne kjøpe tilbake til en billig pris.

Av oppdatering for 2020 kan det nevnes at CET1 raio ligger på 17.9%, mot en målsetning på 15%-17%. Jyske satte av DKK 1.1 milliard i avsetninger knyttet til COVID, men hadde nesten ikke utlånstap i 2020. Det er dermed naturlig at avsetningen kan reverseres over de neste årene. Selskapet annonserte i starten av 2021 et tilbakekjøpsprogram på DKK 750m, som varer frem mot September. Vi tipper de kjøper tilbake DKK 1250-1500m, før de trykker litt mer på gassen i 2022. Det viktigste for caset er at Jyske Bank opprettholder nåværende kapitalallokeringsstrategi og at utlånsboken forblir trygg.

AqualisBraemar LOC

AqualisBraemar LOC ASA er et norsklistet konsulentselskap med eksponering mot den maritime sektoren, som historisk har bestått av olje & gass og shipping. Selskapet er i gang med et skifte mot offshore fornybart, herunder spesielt havvind, som er et marked i voldsom vekst.

I oktober tok fondet en posisjon i Aqualis, på bakgrunn av en rekke faktorer. Selskapet fremsto rimelig priset på en rekke multipler; ~8.5x 20e EV/EBIT og 6,5% 2020 utbytte blant annet, imens sammenlignbare aktører var priset betydelig høyere. Selskapet fremsto også underanalysert og utenfor radaren til institusjonelle aktører, på grunn av liten størrelse og likviditet. En støttende faktor er at styret og ledelsen har en solid historikk i bransjen gjennom tidligere drift og salg av Noble Denton i 2009, og innehar et betydelig aksjeeierskap i Aqualis.

I tillegg har selskapet startet en omstilling mot fornybar sektor, noe som gir ytterligere oppside for prisingen på sikt. Andelen av inntektene fra fornybar sektor for 2020 endte på 18%, mot 13% i 2019. Innen 2025 guider selskapet at 50% av inntektene skal komme fra fornybar sektor. Forretningsmodellen til Aqualis er lite kapitalintensiv og kostnadsstrukturen fleksibel. I offshore oljeservice har kapitallette modeller vist seg å gi overlegen avkastning over tid, og vi tror det samme vil gjenta seg i serviceindustrien for havvind. Det kapitallette ESG-aspektet i kombinasjon med den attraktive prisingen gjorde at selskapet fikk plass i porteføljen.

Siden vi tok selskapet inn i porteføljen har aksjen gått fra rundt 5,5kr til 9kr ved årsslutt, noe som har gitt god avkastning for fondet. Reprisingen kan enkelt



Årsrapport

rasjonaliseres ved å se på den fortsatt attraktive relative prisingen til sammenlignbare aktører. I tillegg har selskapet levert gode kvartalsrapporter i perioden hensynstatt den sykliske nedturen i olje & gass. Denne robustheten kan til dels forklares ved Aqualis sin eksponering mot oljeselskapenes løpende drift heller enn nye investeringer. I tillegg har selskapet tilpasset forretningsmodellen gjennom nedturen ved økt bruk av underkontraktører. På denne måten kan selskapet fortløpende tilpasse kapasiteten til etterspørselen. Veksten i ESG-relatert inntekt kan også rettferdiggjøre en høyere prising.

Aqualis har i tillegg en god og verdiskapende historikk innen M&A. Senest i desember gjennomførte Aqualis oppkjøpet av LOC Group. LOC var den nærmeste konkurrenten innen de fleste virksomhetsområdene, og doubler størrelsen på det sammenslåtte selskapet. Det er ventet betydelige synergieffekter på kostnadssiden, og oppkjøpet var innvannende på relativ multiplering. Aqualis bekrefter gjennom transaksjonen sin rolle som en konsoliderende aktør i et fragmentert marked. Vi noterer også at økt størrelse kan gi selskapet mer oppmerksomhet blant institusjonelle investorer.

Vi er i sum optimistiske til Aqualis sin fremtid. Kombinasjonen av en syklisk opptur i olje & gass, videre vekst i fornybart og potensielt ytterligere oppkjøp fremstår som attraktiv. Den økte størrelsen vil også kunne gi en gradvis multiplering nærmere sammenlignbare aktører i tiden fremover.

Self Storage Group

Self Storage Group er et av de selskapene vi valgte å ta inn i porteføljen i løpet av 2020. SSG er en nordisk aktør innenfor selvlagringsindustrien, hvor forretningsmodellen er utleie av lagerenheter til husholdninger og bedrifter.



Årsrapport

Med current lettable area (CLA) på 148 200 kvadratmeter, fordelt på 116 fasiliteter i Norge, Sverige og Danmark, er SSG en av markedslederne i Norden innenfor deres segment. Selskapet operer under to merkekonsepter, OK Minilager, og City Self Storage.

Der var flere aspekter ved selskapet som førte til at vi tok aksjen inn i porteføljen. Selskapet har stor grad av operasjonell gearing, da det er svært få variable kostnader relatert til driften av lagerenhetene. Dette åpner opp for muligheten for betydelige stordriftsfordeler for en stor aktør slik som SSG. Selvlagringsindustrien er også det mest lønnsomme eiendomssegmentet, samtidig som det er relativt lite risikabelt. Denne kombinasjonen av høy avkastning på investert kapital, og lav kapitalkostnad, mener vi i IK at er oppskriften på generering av bedriftsverdi over tid. Det kan også noteres at selvlagring er det eneste eiendomssegmentet som profiterer som følge av covid-19. Behovet for hjemmekontor og til dels treningsrom, fører til økt etterspørsel etter lagerenheter og økningen i netthandel som følge av pandemien medfører også behov for ekstra lagerplass.

Self Storage Group er også et selskap som er i betydelig vekst, hvilket er en av årsakene til at vi anser selskapet som en god investering. Fokuset deres er å vokse innenfor eide tomter, det selskapet selv kaller for freehold. Verdien av freehold-porteføljen til selskapet var ved utgangen av 2020 på 1,5 milliarder kroner, en økning på 36% fra desember 2019.

Vi kjøpt aksjen i April til en kurs på 25,7kr per aksje. Siden den gang har kursen beveget seg relativt flatt, slik av avkastningen har latt vente på seg. Det underliggende caset har dog bare blitt sterkere siden den gang. 2020 var et svært godt år for selskapet, da de oppnådde rekordhøye inntekter på 293 millioner kroner, med en justert EBITDA på 177 millioner, hvilket impliserer en

Årsrapport

rekordsterk margin på 60%. Vårt syn på selskapet har bare blitt sterkere gjennom året, og vi har tro på at SSG er godt posisjonert for videre lønnsom vekst.

AF Gruppen

AF Gruppen er et norsk entreprenørselskap med virksomhet innen fem segmenter: 1) Bygg, 2) Anlegg, 3) Eiendom, 4) Energi og miljø og 5) Offshore. Av disse er bygg- og anleggssegmentene størst, og sammen står disse for over 70% av selskapets inntekter. Selskapet ble etablert i 1985, og har siden børsnoteringen i 1997 vært en av de beste aksjene på Oslo børs. De siste 10 årene har selskapet levert en totalavkastning til aksjonærene på 27% per år.

Medvirkende årsaker til den fantastiske langsiktige avkastningen er en kapitallett businessmodell, og lønnsom vekst over tid. Kundene til AF Gruppen betaler for oppdrag før AF Gruppen må betale sine kostnader for prosjektet. Dette fører til at kundene i praksis finansierer selskapets vekst. Dette har vært sentralt for AF Gruppen, da de har hatt en omsetningsvekst på 16% i snitt de siste 20 årene. Også lønnsomheten har historisk vært god. De siste 10 årene har AF Gruppen levert en gjennomsnittlig driftsmargin på 6%. Sammen med den kapitallette businessmodellen, har dette ført til at selskapet har kunnet levere gode utbytter til aksjonærene parallelt med veksten.

Basert på faktorene vi har nevnt ovenfor, mener vi at AF Gruppen er et kvalitetsselskap som passer godt inn i vår investeringsstrategi. Det passet derfor meget bra da børsfallet i mars 2020 ga oss mulighet til å kjøpe dette selskapet til en rabattert pris. Siden da har aksjekursen utviklet seg positivt, og per 31. Januar 2021 hadde vi oppnådd en avkastning på 31,7%.



Fremover mener vi AF Gruppen er godt posisjonert for å fortsette å levere god avkastning til aksjonærene. Det usikre makrobildet på kort sikt gjør det vanskelig å spå utviklingen innen byggsegmentet. Samtidig vet vi at anleggssegmentet tenderer til å være kontrasyklisk, og ferske prognoser fra prognosesenteret taler for solid vekst innen dette segmentet fremover. Heller ikke prisingen er avskrekkende, med en pe-multippel på 18-19 basert på 2021e inntjening (ABG Sundal Collier). Totalt sett mener vi at AF Gruppen er et kvalitetselskap til en fair pris.

Envipco

Investeringen i Envipco ga fondet eksponering mot pantemarkedet, som er i en sterkt positiv sekulær trend drevet av økt reguleringstakt i tråd med vedtatte klima- og miljømål. Envipco, med tidligere Tomra-profiler i ledelsen, har et svært godt produkt og ønsker å ta markedsandeler i sine kjernemarkeder og samtidig ekspandere inn i nye markeder.



Verdsettelsen av selskapet på kjøpstidspunktet var på ingen måte utfordrerne. Med vekst-antakelse i tråd med markedsvekst (konstant markedsandel) og historisk justert EBIT-margin (ingen operasjonelle forbedringer eller skalafordeler), var vårt verdiestimat allikevel over børsverdien.

I 2021 valgte selskapet å gjøre en sekundærlisting på Oslo Børs etter at markedsverdien hadde doblet seg. En verdsettelse på om lag 190 kroner per aksje impliserer at Envipco skal lykkes med å erverve markedsandeler fra konkurrentene og samtidig doble EBIT-marginen. Vi erkjenner at Envipco har gode muligheter for å lykkes, men med svært god avkastning på kort tid, og med markedets forventninger om en helt annen operasjonell leveranse fra

Årsrapport

selskapet fremover enn historisk, valgte vi å selge vår posisjon i Envipco. Vi mener det finnes andre investeringsalternativ som tilbyr bedre risikojustert avkastning for andelseierne.

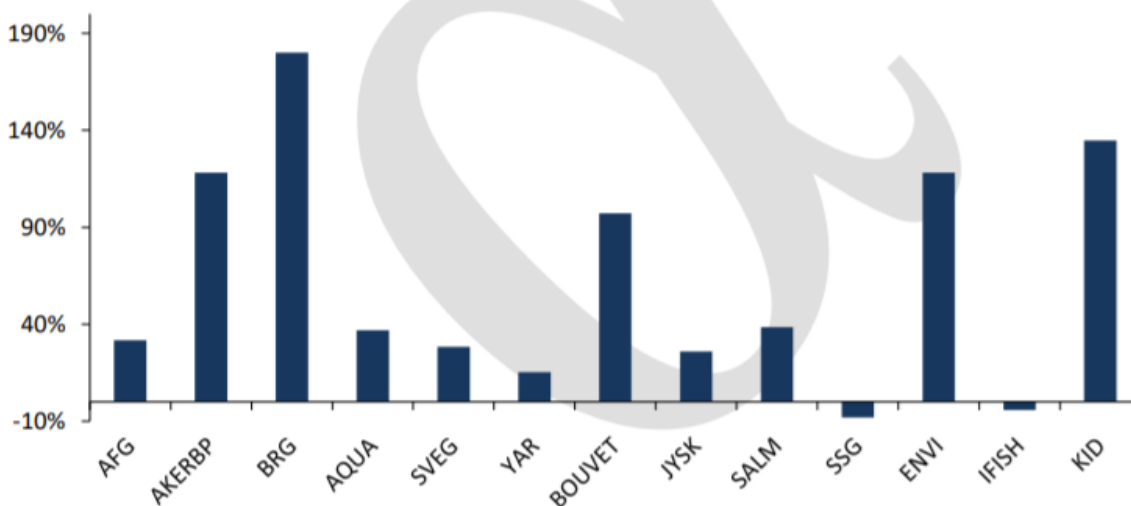


Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2021

Børsticker	Antall	GA-Kurs	01.jan	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %
AFG	570	133,3	175,6	166,0	31,7 %	-5,5 %	94 620	3,6 %
AKERBP	1 140	100,0	216,2	214,3	118,2 %	-0,9 %	244 302	9,4 %
BRG	1 150	60,5	141,8	157,2	180,1 %	10,9 %	180 780	7,0 %
AQUA	18 000	6,0	9,0	8,0	37,0 %	-11,7 %	143 100	5,5 %
SVEG	2 970	55,8	72,4	69,2	28,4 %	-4,4 %	205 524	7,9 %
YAR	390	376,2	356,0	400,5	15,2 %	12,5 %	156 195	6,0 %
BOUVET	230	330,0	710,0	634,0	97,1 %	-10,7 %	145 820	5,6 %
JYSK	570	256,1	327,8	322,5	25,9 %	-1,6 %	183 846	7,1 %
SALM	180	399,4	503,6	517,0	38,5 %	2,7 %	93 060	3,6 %
SSG	7 230	25,7	26,0	23,6	-8,0 %	-9,2 %	170 628	6,6 %
ENVI	1 050	80,0	124,6	174,4	118,2 %	40,0 %	183 169	7,1 %
IFISH	3 900	43,8	43,0	42,0	-4,2 %	-2,3 %	163 781	6,3 %
KID	2 660	40,5	95,4	85,6	134,8 %	-10,3 %	227 696	8,8 %
Cash							402 142	15,5 %
Total						-0,54 %	kr 2 594 663	100,0 %

*Kursen i JYSK og ENVI er omgjort fra sine respektive valuta til NOK

Avkastning siden kjøp



Avsluttende ord

Vi er fornøyde med å gi våre aksjonærer meravkastning i forhold til Oslo Børs gjennom 2020 og har oppnådd en avkastning på 24,54% mot børsens 4,56% i 2020. Børsåret har vært preget av store og raske endringer, og pandemien har på flere måter satt sitt preg på markedet. Til tross for et marked utenom det vanlige har vi levert solid avkastning, samtidig som vi har fokusert på å hele tiden ha en langsiktig og diversifisert portefølje. Fondet gikk pandemien i møte med mye cash og har videre hatt en betydelig cash-andel gjennom året. Dette har muliggjort nye investeringer uten å måtte foreta store salg, samtidig som det har vært en viktig bidragsyter til en risikjustert og diversifisert portefølje. Resultatet for 2020 er motiverende og viser nok en gang at aktiv forvaltning kan skape merverdi under de riktige forutsetningene. Vi ønsker å takke alle aksjonærer for tilliten gjennom 2020 og vi går inn i 2021 med stor motivasjon for å skape merverdi. Vi anerkjenner det store ansvaret vi har påtatt oss med å forvalte medstudenters sine sparepenger og risikoen i fondet vil til enhver tid gjenspeile dette og følge vår investeringsfilosofi.

Avslutningsvis ønsker vi å takke 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. Vi ønsker videre velkommen Pareto Securities som sponsor for 2021 i tillegg til Arctic Securities. Vi ser frem til et produktivt og godt gjensidig samarbeid i tiden som kommer.

Kontaktinfo

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