

Årsrapport 2021

Investeringsklubben NHHS AS

«Alle mine duer kom hjem, kom hjem»

«Vi tør ikke, for hauken tar oss»

Årsrapport

Innholdsfortegnelse

Aksjemarkedet i 2021	3
Veien videre	5
IKNHHS sin investeringsfilosofi.....	9
Porteføljen i 2021	11
Beste og dårligste investeringer i 2021	14
Porteføljerisiko	17
Porteføljen ved inngangen til 2022.....	19
AkerBP.....	19
Sparebanken Vest.....	21
BankNordik	22
Nekkar.....	23
B3 Consulting Group	24
SalMar.....	26
Yara.....	27
Jyske Bank.....	29
AqualisBraemar LOC.....	31
Self Storage Group.....	33
AF Gruppen	35
KID.....	36
Avsluttende ord.....	39

Aksjemarkedet i 2021

I motsetning til året før ble ikke aksjemarkedet i 2021 preget av en stor enkelthendelse, men heller et sammensurium av pandemiens direkte og indirekte etterdønninger som kulminerte i at både verden, positive renter og inflasjon er på vei tilbake.

Børsåret 2021 startet slik 2020 endte. Høyt noteringstempo for nye, grønne selskaper, sterk vekst i småspareraksjer og positivt sentiment over hele børsen med start på COVID vaksinasjon og håp om en bedre fremtid, samtidig som renteoppgang var ingen sted å spore i et samfunn preget av smittevernsrestriksjoner. Store oppganger i såkalte “meme stocks” som Gamestop og AMC, samt kryptovalutaene Bitcoin, Ethereum og Dogecoin.

Det er kanskje et paradoks, men de grønne ESG-aksjene som NEL, Scatec, Hexagon med flere nådde sine foreløpige toppnoteringer allerede i januar, i det EU sin nye taksonomi for miljøvennlige investeringer kom i spill.

ESG aksjenes motpol, og taksonomiens stygge andunge oljeprisen, gikk derimot i motsatt retning, og steg med over 50% fra \$51 til 78, og her ligger i store trekk grunnlaget for hvordan hovedindeksen beveget seg, der den med god hjelp fra oljekjemper som Equinor og Aker BP, samt en oljeservicenæring med brukket rygg bevegde seg opp hele 25% noe som må sies å være et knallår.

8. november nådde hovedindeksen sitt foreløpige toppunkt på 1237 punkter som er noen prosent over der den ligger ved utgangen av februar 2022.

Dersom noen av årsrapportens lesere mot formodning ikke følger med på indekser, har det gode børs klimaet og toppen også gjort seg merkbar med å sette en sterk rekord i antall nynoteringer. Hele 68 nye selskaper kjente sin besøkelsestid hos markedsplassene til Oslo Børs. De fleste var små, mange har sin virksomhet i utlandet og et fellestrekk var inntjening langt frem i tid.

Årsrapport

Et hederlig unntak her var Rana Gruber som allerede har utbetalt 18% av verdien den gikk til børs for et år siden på i utbytte. Men fordi den noteringen traff rundt toppen i sin råvaresyklus er aksjen av likevel flat.

Prisen for årets største børsnotering gikk til Autostore, et selskap IK så nøye på og beundrer, men fant for dyrt ved noteringskursen. Den går inn i en stadig bredere teknologisektor på Oslo børs, der utfallsrommene er store, guidingene ambisiøse og prisingen ofte noe lavere enn sammenlignbare selskap i New York og Stockholm. Muligens med god grunn.

Som en ettervirkning av covid fikk vi ikke bare to nye flyselskaper, men verden ble også kjent med begrepet "Supply chain disruptions" der varer ikke alltid var på riktig sted til riktig tid noe som rammet spesielt elektronikkprodusenter som Airthings og Strongpoint kortsiktig. Supply chain disruptions gjorde også at alle ville ha både aksjene og produktene til Nordic Semiconductor som mer enn doblet markedsverdien i det den passerte respektable 50 milliarder kroner.

Videre gjorde supply chain disruptions og uforutsigbare lettelsers og innstramminger i restriksjoner det vanskeligere å ha riktig vare på riktig tid. Hva er da bedre enn å investere i selskapene som sørget for nettopp det? Ingenting ifølge Oslo børs, da de fem beste aksjene var diverse shippingselskaper i LNG, Container og tørrbulk segmentene.

Som nevnt innledningsvis var årets store trend at en fremtid med inflasjon og rentehevinger nærmer seg. Dette har implikasjoner for alt som kan verdsettes, og det er verdt å nevne enda en av sektorene som trives i dette landskapet, nemlig finansaksjer. Det har hjulpet bra at både den norske økonomien og boligprisene tikker oppover, og referanseindeksen for egenkapitalbevis var opp hele 51 prosent.

Tilbake til poenget, i 2021, hvert fall andre halvdel var inflasjon kanskje den viktigste faktoren for børsens prising. På denne siden av tusenårsskiftet har inflasjonen vært lav og fallende. Mange aktive i aksjemarkedet i dag har aldri opplevd stigende inflasjon. Der mange investorer er vant til å stadig prise inntjening lengere og lengere frem i tid i DCF analysene sine snudde

Årsrapport

denne trenden, og med trenden snudde aksjekursene. Inflasjonen, som også har kommet seg snikende på i Norge etter først å ha vært synlig i USA ble i første omgang mitigert av inntjeningsvekst langt over trend, takket være råvareprisene som faktisk er inflasjonsdrivende på kort sikt.

Her hjemme gikk den fra 2,5 i januar til 5.1 i desember, mens inflasjonen i USA slo sterkere inn med stigning fra 1,4 til 7 prosent. Meget signifikant.

Det er bare å erkjenne at Norge, med en veldig internasjonal økonomi der vi selger masse varer og litt tjenester er veldig prisgitt sentimentet på internasjonale børser og hva som skjer i den globale makroøkonomien. Den enkeltpersonen med sterkest innflytelse på Oslo børs er ikke Arne Fredly eller Øystein Stray Spetsten slik Finanspressen synes å tro, men Jerome Powell. Og nå skal han heve renten, slik Øystein Olsen endelig klarte i Desember. Vi takker den avtroppende sentralbanksjefen for tro og god tjeneste i landets navn.

Det er ikke bare oljen, den gode inntjeningen og tilstrømmingen av nye sparere som brakte børsen en hel fjerdedel i verdi. Powell og den Amerikanske sentralbanken skal også ha mye av æren grunnet sine kvantitative lettelsers og støttekjøp av finansielle instrumenter. Om det er noe investorer bør følge ekstra nøye i 2022 er det nettopp reverseringen fra kvantitative lettelsers til innstramming og renteoppgang. For er det én faktor som absolutt alle aksjer og aktiva påvirkes av så er det renten du må neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med.

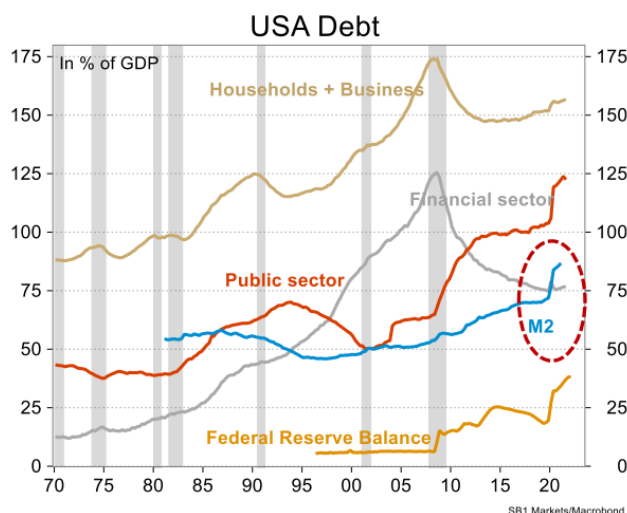
Veien videre

Året 2021 var begivenhetsrikt på flere vis. Pandemien fortsatte å herje, og nye mutasjoner skapte tidvis usikkerhet og nedslag. Til tross for dette satte S&P 500 70 nye all time highs i løpet av 2021, og steg nærmere 27 pst.

Inn i 2022 er det inflasjonen som har stjålet overskriftene. Nye former for stimuli, heriblant helikopterpengene, har bidratt til å øke pengemengden (M2) betydelig under pandemiårene. Sammen med blant annet høye energipriser har inflasjonen derfor akselerert. Norges Bank

Årsrapport

har hevet renten, og planlegger flere hevinger i løpet av året. FED har også åpnet for rentehevinger i løpet av 2022, og markedsrentene har allerede steget betydelig.



For vekstselskaper har dette slått hardt ut. Selskaper med en stor del av sin inntjening frem i tid har høy sensitivitet på rentenivået, med dette høye multipler, og har som følge opplevd en multiplikontraksjon inn i 2022. For å kunne si noe om fremtidig rentenivå, og med dette implisitt prisingen av selskaper, må man blant annet vurdere inflasjonsforventningene. Disse har over lengre tid vært stabile, men har den seneste tid begynt å bevege seg oppover. Dersom dette fører til et høyere enn forventet lønnsoppgjør, vil dette skape en situasjon hvor inflasjonen akselererer ytterligere. Videre skapes en spiral hvor inflasjonsforventningene oppjusteres kontinuerlig. For å bøte på dette har sentralbankene flere muligheter når det kommer til å reversere trenden.

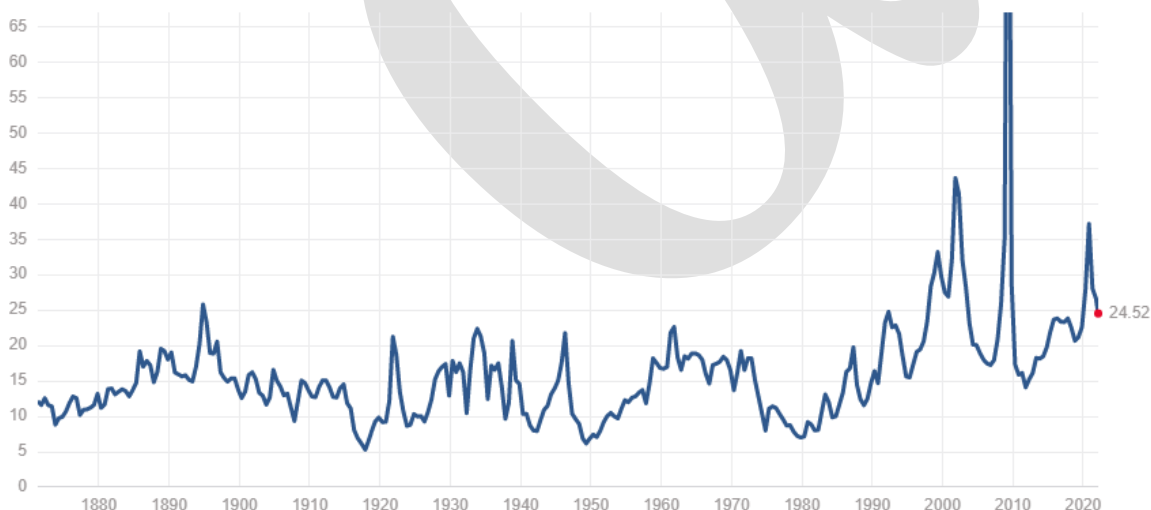
En av disse mulighetene er å føre streng inflasjonsstyring. Dette innebærer å overkompensere med renten, det vil si øke renten mye over kort tid. Ved en slik fremgangsmåte risikerer sentralbankene å føre produksjonsgapet ned i negativt territorium, og som følge øke volatiliteten i konjunktorene. Det mest realistiske alternativet vil dermed være en fleksibel inflasjonsstyring, hvor stabilitet i realøkonomien tillegges større vekt. Under denne fremgangsmåten er man mer forsiktig, og ønsker å unngå å sende økonomien ned i

Årsrapport

lavkonjunktur. Her benyttes tiden til hjelp, hvor inflasjon og produksjonsgap over tid føres tilbake til normalsituasjonen.

Basert på det ovennevnte er det grunn til å tro at sentralbankene ønsker fleksibel inflasjonsstyring, hvor inflasjon og produksjon normaliseres over tid. Det er videre viktig å sette søkelys på lønnsoppgjøret i 2022. Arbeidstakere krever som følge av økt inflasjon kompensasjon for dette i form av høyere lønn. Et bedre enn ventet lønnsoppgjør kan i verste tilfelle føre til en lønns-pris-spiral, hvor akselererende lønns- og dertil prisvekst til stadighet må kompenseres med høyere renter. Dersom et slikt scenario skulle slå inn, vil sentralbanken kunne se seg nødt til å føre streng inflasjonsstyring, noe som i så tilfelle vil slå hardt ut på prisingen av aksjer.

P/E-indeksen på S&P 500 steg i løpet av 2021 helt opp til 37, og har frem til medio februar 2022 korrigert ned til 24.5. Dette skyldes en kombinasjon av bedre enn ventet inntjening, høyere avkastningskrav som følge av høyere renter, og sektorrotasjon fra vekst til verdi. Multippelekspansjonen vi var vitne til blant annet i teknologi, var med andre ord kortlivet.



Ser vi på P/E-multipelen basert på gjennomsnittlig inflasjonsjustert inntjening de seneste ti år, populært kalt syklisk justert P/E eller Shiller P/E, er korreksjonen på multiplernivå langt lavere og ligger rundt 35. Et slikt verktøy vil, naturlig nok, ikke kunne brukes til å fastslå topper

og bunner i markedet grunnet dens langsiktige natur, men heller gi en indikasjon på fremtidig forventet avkastning de kommende 20 år. Idéen er at jo lavere multipl, desto høyere forventet avkastning de kommende to tiår.



Oslo har de seneste to år fått en stor tilførsel av vekstselskaper, men er fremdeles en råvaretung børs. Med underinvesteringer i olje, høye råvarepriser, økte geopolitiske spenninger og kraftmangel i Europa, ligger forholdene til rette for gode prestasjoner på relativen for Oslo Børs største selskaper. Som følge av de høye prisene forventes det at investeringene i olje øker, noe som på sikt er bra aktiviteten i norsk økonomi og selskapene på Oslo Børs. De høye oljeprisene forventes å vedvare en stund til, med mindre det dukker opp hendelser på etterspørselssiden. Dette bringer oss videre til et velkjent sitat, dog med ukjent forfatter.

«Den beste kur for høye priser, er høye priser».

Oljeprisen vil på sikt komme ned, men det tar tid å bygge produksjon. Globale oljelagre nærmer seg rekordlave nivåer samtidig som verdens oljeprodusenter på kort sikt ikke har mye overskuddsproduksjon å koble på. Kapitaltung industri som rigg og offshore er sektorer verdt å følge med på inn i 2022, ettersom oljeinvesteringer nå understøttes av høye priser og kraftmangel i store deler av Europa.

Årsrapport

Verdens finansmarkeder inntreer en spennende periode, hvor spesielt inflasjonen følges med argusøyne. Hvilken strategi sentralbankene velger å føre vil være utslagsgivende for prisingen i kapitalmarkedene. Etter det store inntoget av privatinvestorer på børs, er prisutviklingen på børsene blitt av enda større betydning for realøkonomien. Som følge er vårt markedssyn at sentralbankene vil velge en fleksibel inflasjonsstyring, hvor inflasjon og produksjonsgap over tid normaliseres. Prisingen på børsene skaper rom for korreksjoner, og børsens nye investorer må også lære at indeksene ikke stiger med 20 pst. årlig over tid. Investeringsklubben NHHS er, som en langsiktig investor i høykvalitets selskaper, mest opptatt av de lange trendene, og er av den oppfatning at kvalitetsselskaper vil fortsette å gjøre det bra i tiden som kommer.

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 tenkelige scenarioer. Listen kan forlenges til det kjedsomme.

Som en langsiktig investor vil vi ikke forsøke å time kortsiktige markedsfluktuasjoner. IKNHHS har ingen finansielle forpliktelser i form av utbetalinger til eksterne tredjeparter, noe som rettfærdiggjør en tilnærmet fullinvestert aksjeallokering. Samme aspekt tillater oss også å sitte i lang tid i selskapene vi investerer; flere av våre beste investeringer har vi sittet med i flere år. Vi søker å holde en diversifisert portefølje, hvor vi har mange kort å spille på, noe som vil eliminere store deler av den usystematiske risikoen. 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

Årsrapport

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.

Markedet er inne i en periode der det er høyt priset i et historisk perspektiv. Dette er noe som skaper utfordringer når vi prøver å finne billige kvalitetsselskaper som blant annet vokser, har bærekraftige konkurransefortrinn og gode returns. Vi har derfor de siste årene sett på selskaper som er underanalyserte, upopulære eller undervurderte for å skape meravkastning.



Årsrapport

Porteføljen i 2021

IKNNHS leverte hele 34,2% avkastning i 2021. Til sammenligning hadde Oslo Børs en avkastning på 23,35% i 2021, og fondet oppnådde dermed en meravkastning på 10,85% mot Oslo Børs. Siden oppstarten har fondet levert svært gode resultater, 2021 blir intet unntak. Den totale avkastningen til IKNNHS siden 2013 er 409,4% - til sammenligning har Oslo Børs steget 242,35%.

Av fondets 16 posisjoner i 2021 var 15 av de på den positive siden. Aksjene med høyest prosentvis avkastning var Envipco (162,5%), B3 (68,48%) og Sparebanken Vest (50,11%).

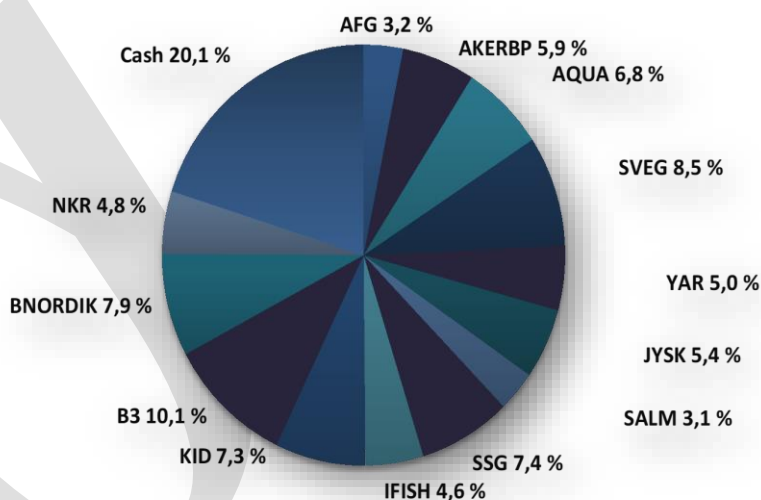
På den andre enden av skalaen har vi Fjordkraft Holding (-21,87%) og Ice Fish Farm (-0,95%).

NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2022

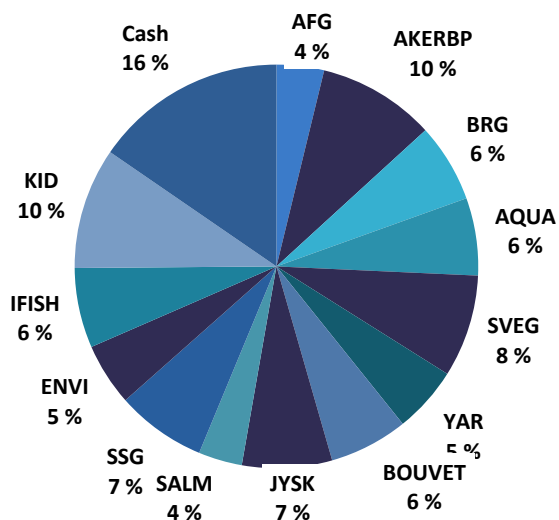
TOTAL AVKASTNING 2021		34,2 %
TOTAL MARKEDSVERDI FOND	KR	3 500 947
ANDELSVERDI	KR	8 623

PORTEFØLJESAMMENSETNING

1. JANUAR 2022



PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JAN 2021



Solgt i 2021:

ENVIP
BOUV
BRG
FKRFT
AKERBP*
KID*

Kjøpt i 2021:

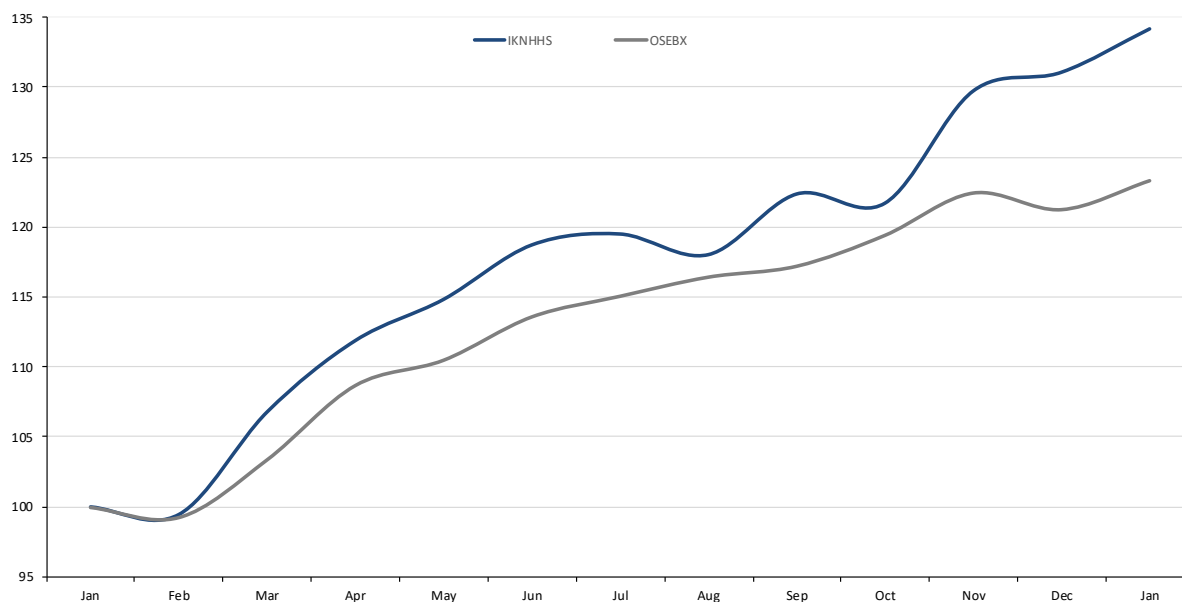
B3
BNORDIK
NKR
FKRFT
AQUA**

* Nedvektning

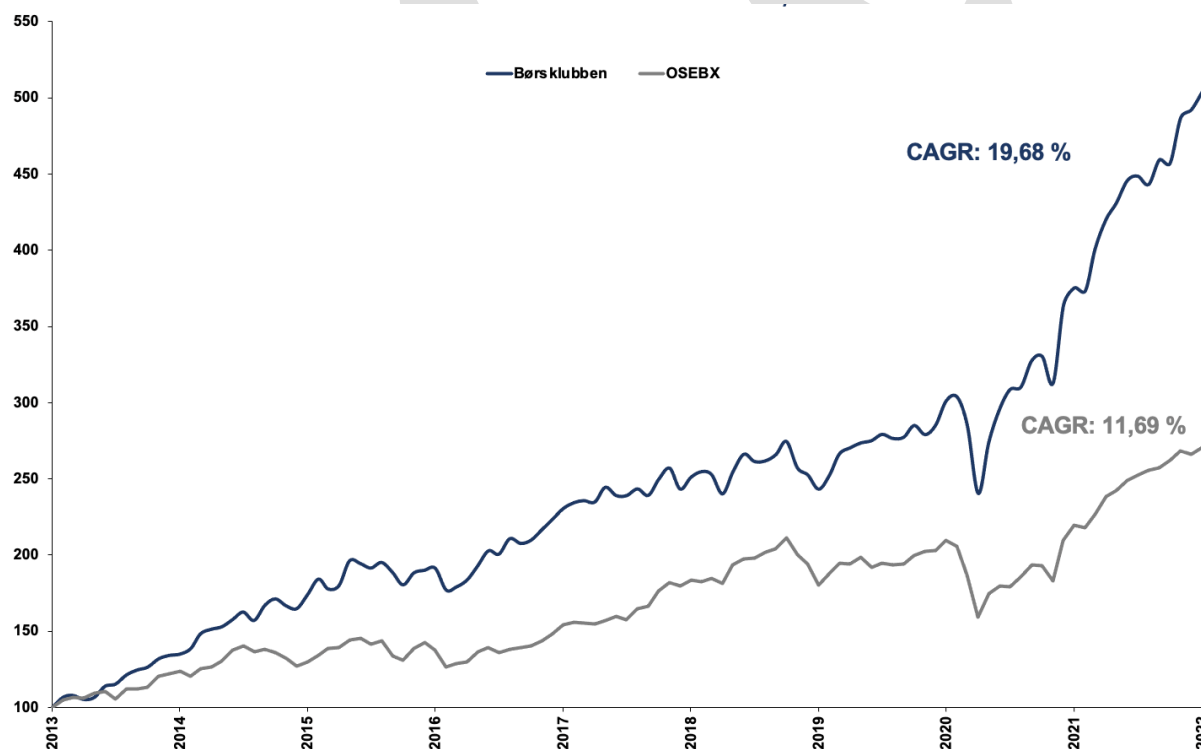
** Tegning i reparasjonsemissjon

Årsrapport

Utvikling mot Oslo Børs i 2021

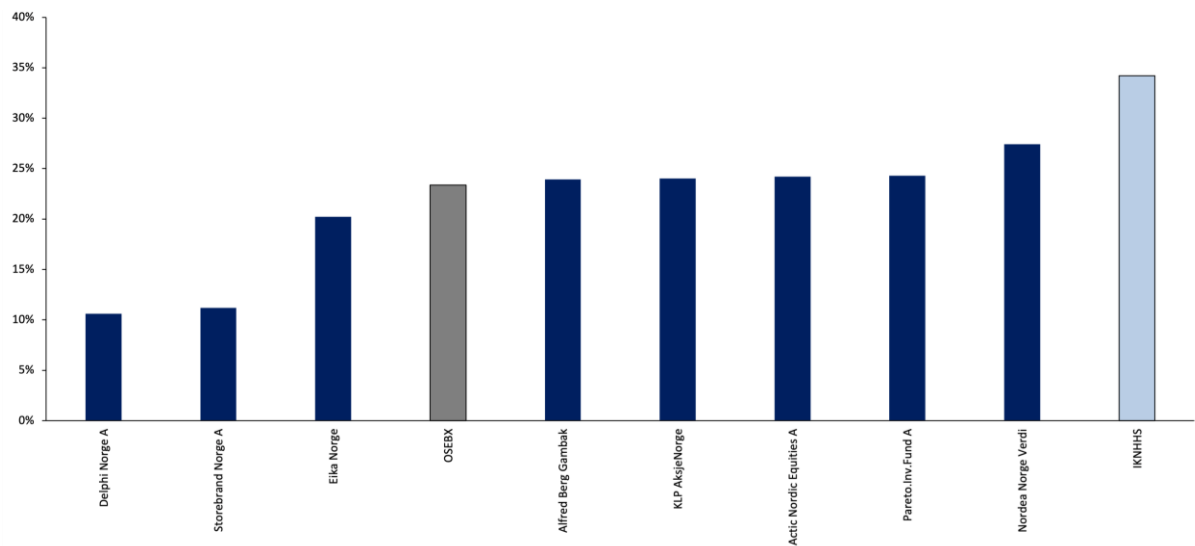


Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013

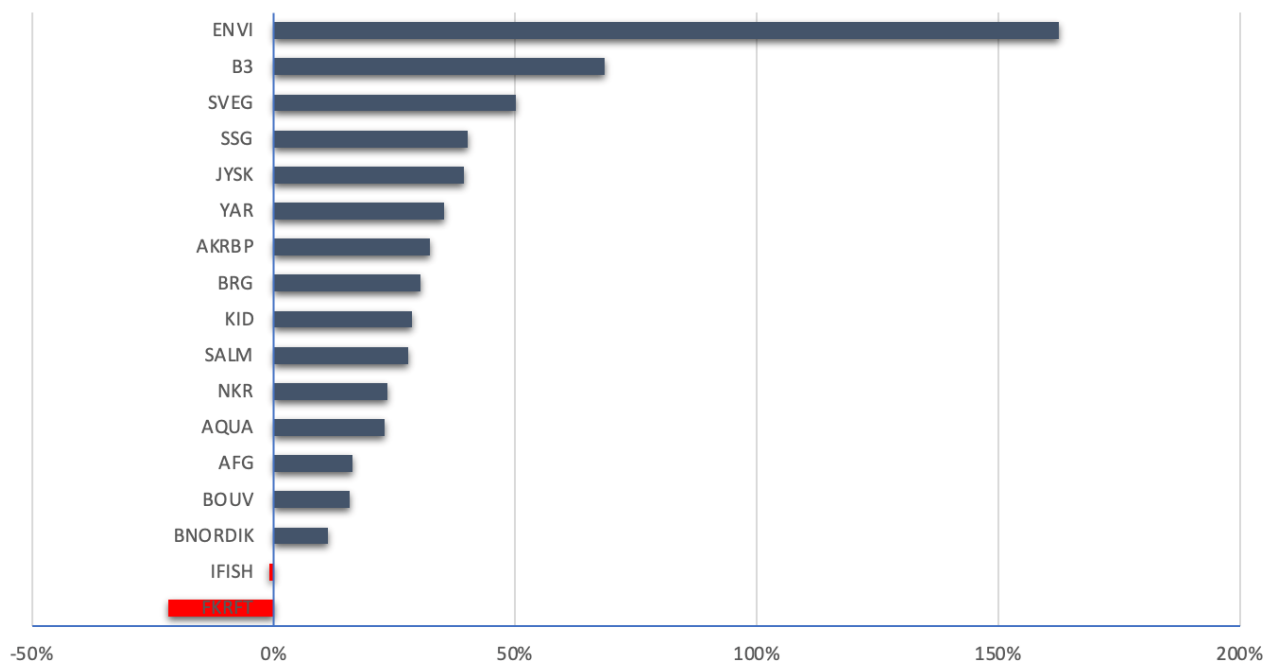


Årsrapport

Avkastning mot sammenlignbare fond

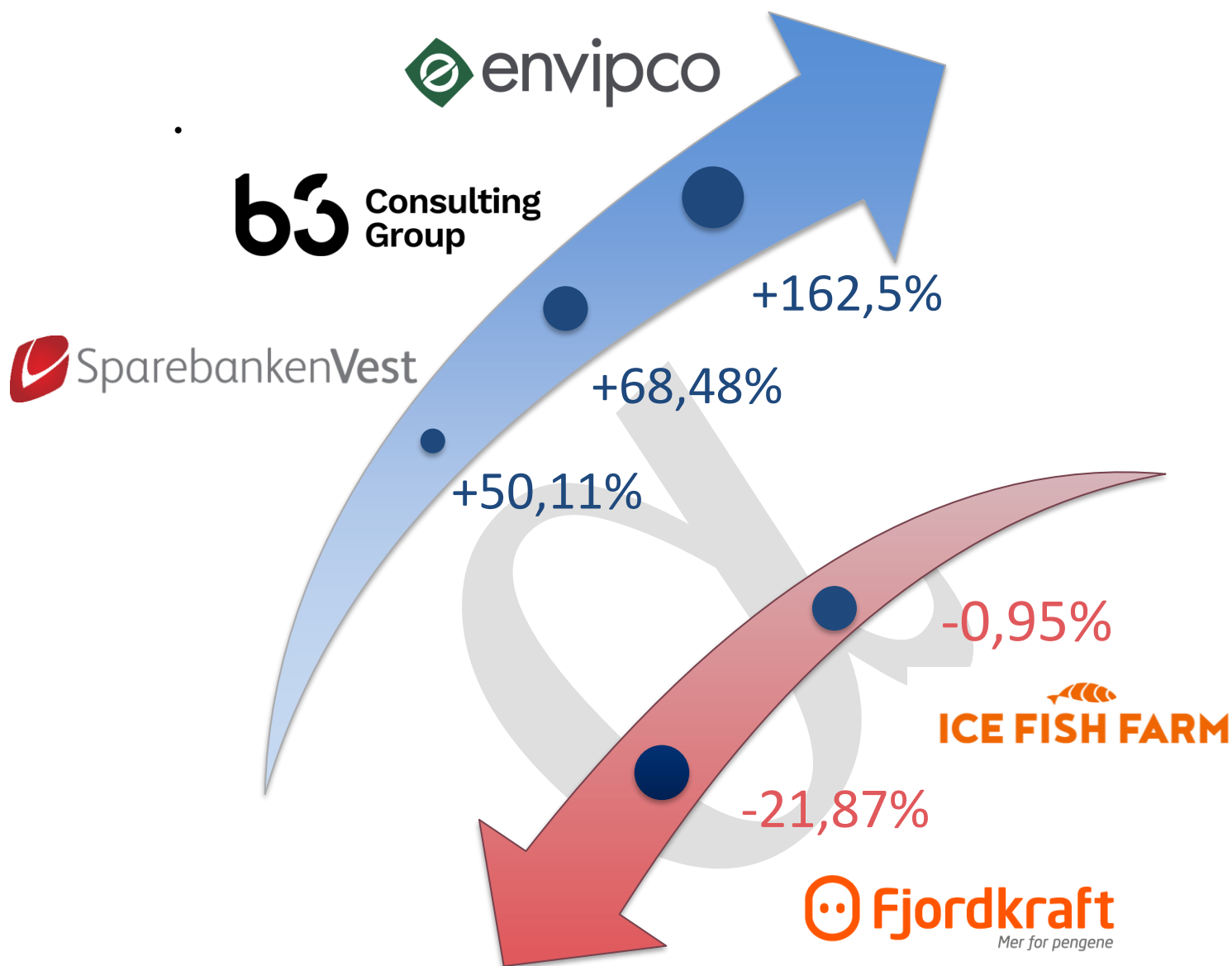


Total avkastning for alle investeringer i 2021



Årsrapport

Beste og dårligste investeringer i 2021



*ENVIPCO og FKRAFT ble solgt i 2021.

Årsrapport

Beste investering – Envipco

Årets aller beste investering leverte en avkastning på godt over 100%. Envipco ble fondets beste posisjon i 2021 med en avkastning på hele 162,5%. Den svært gunstige utviklingen kan antakeligvis forklares med nyheten om notering på Euronext Growth i Oslo (tidligere Merkur Market) og håp om prising tilsvarende konkurrenten Tomra.

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 skalafordele), var vårt verdiestimat allikevel over børsverdien. Vi valgte likevel å selge posisjonen i starten av 2021.

Dårligste investering – Fjordkraft

Fjordkraft ble den absolutt dårligste investeringen i 2021, med god margin. Selskapet ble stemt inn som investering mars 2021 og ble tatt inn i fondet til 64kr per aksje.

Bakgrunnen for investeringen var som følger: 1) selskapet hadde levert gode resultater over tid med god avkastning på kapitalen, 2) forretningsmodellen var kapitallett og 3) selskapet handlet til en attraktiv verdsettelse. Selv om de historiske resultatene på kjøpstidspunktet så tilsynelatende gode ut, med eksempelvis 13% topplinjevekst og 35% avkastning på egenkapitalen siden 2006 ble utfallet av investeringen uheldig.

Årsaken for den dårlige utviklingen kan skyldes anklager fra forbrukerrådet og press på marginen som følge av økt konkurranse i markedet. Forbrukerrådet anklaget Fjordkraft for å «lure» kundene deres og dette har førte til et dårlig rykte og mye negativ omtale i media. Samtidig har vi sett en rekke nye aktører på markedet som tilbyr mye lavere priser enn det

Årsrapport

Fjordkraft gjør. Tibber er et godt eksempel på en slik ny aktør som ikke tar seg betalt for å levere strømmen. I tillegg har vi sett unormalt høye strømpriser over den siste tiden som har økt forbrukerens lyst til å revurdere sin strømvtale. Dette i sum kan være med på å forklare den dårlige utviklingen i Fjordkraft.

Vi solgte oss helt ut av selskapet til 50kr per aksje. Sett i ettertid var dette en svært god beslutning. Fjordkraft har vært et godt eksempel på at verdien til et selskap ligger i fremtid og ikke det de har levert historisk. Det ser ut som Fjordkraft ikke klarer og levere det de har gjort historisk og da skal også verdien være annerledes.



Porteføljerisiko

Investeringer og markeder har av natur en iboende risiko. Målet med investering på sikt er ikke nødvendigvis å fjerne all risiko, men og minimere risiko og oppnå best mulig «risk/reward». Eller sagt på en annen måte oppnå en best mulig risikojustert avkastning. I 2021 ble for eksempel investeringsklubben og dens andelseiere fått godt betalt for risikoen som ble tatt og oppnådde en betydelig meravkastning til markedet til tross for at den generelle markedseksponeringen til porteføljen var lavere enn vår referanse.

For å oppnå god risikojustert avkastning er det greit å ha en grunnleggende forståelse for hva risiko er. For en investor kan risiko grunnleggende deles inn i følgende.

- 1) Risiko for tap
- 2) Risiko for tapte muligheter

Risiko kan man forsøke å kvantifisere, men her er det enkelte utfordringer. For eksempel vil som hovedregel volatiliteten i markedet synke i et stigende marked og motsatt når markedet faller. Dette kan gjøre at kjøp av aksjer korreksjonsperioder kan gi dårligere risikojustert avkastning til tross for at prisingen er mye mer gunstig på lengre sikt.

Det er dermed også viktig å ha et kvalitativt forhold til risiko. Investeringsklubben er i praksis long only som innebærer at porteføljen til enhver tid vil ha en markedsrisiko. Dette har i en lengre periode vært en god tilnærming i og med at verdensøkonomien generelt sett har vokst over tid. Noe som har gjenspeilet seg i de aller fleste globale aksjemarkeder. Som dermed har gitt god avkastning til de som har vært villige til å ta risikoen.

Børsklubben vil til enhver tid forsøke å ha en høy andel aksjer. Siden vi er closed end og har en unik mulighet til å ha en langsiktig tilnærming uavhengig av hva vi mener på kort sikt. Samtidig som at conviction på timing i markedet generelt sett er risikabelt. Dette skjer fordi du har en høy opportunity cost med en for konservativ risikoprofil. Samtidig som at risiko for store tap øker dersom man tar en overdreven risiko. Børsklubben har imidlertid en hedge.

Årsrapport

Gitt at vi ikke finner case som passer inn i vår strenge investeringsfilosofi vil kontantandelen øke selv om dette selvsagt aldri er en målsetning i seg selv.

Som et resultat gikk vi ut av 2021 med en noe høy kontantandel. Det legges ned et stort arbeid fra samtlige deltakere for at dette skal allokteres. Men vi liker også opsjonsverdien av kontanter, og mulighetene disse gir, og vi ønsker heller å sitte på mer kontanter enn å måtte investere i noe vi ikke har conviction på for enhver pris.

Tiden etter finanskrisen i 2008 har vært en helt spesiell periode for globale markeder. Det har oppstått et noe asymmetrisk forhold mellom aksjer og andre assets hvor renter gjennom store stimulpakker har blitt presset ned og aksjer har vært det eneste alternativet for investorer som ønsker yield.

Året 2021 har imidlertid vært transformativt og ett ord som beskriver markedet og risikobildet svært godt er «transitory». Inflasjonen når nivåer som ikke har vært målt i mange av våre medlemmer levetid samtidig som det føres en historisk ekspansiv penge- og finanspolitikk som trolig ikke vil hjelpe. Perioder med vedvarende høy inflasjon har historisk vært dårlig for investorer. Men i disse periodene er det også et skille mellom vekst og verdi hvor verdi gjerne presterer bedre. Og i perioder med høyere volatilitet er det også større muligheter.

Med dette utgangspunktet ser vi i børsklubben frem mot en mulig periode med høyere volatilitet. Med en solid portefølje i grunn, en prøvd filosofi og en stor kontantandel har vi gode forutsetninger for å nok en gang levere god risikojustert avkastning til våre andelseiere i 2022.

Porteføljen ved inngangen til 2022

AkerBP

Aker BP er et lete- og produksjonsselskap (E&P) hvor all aktivitet er på den norske kontinentalsokkelen. Med høy produksjonsvekst, lave kostnader og gode M&A-transaksjoner har Aker BP vært en av de fremste suksesshistoriene på Oslo Børs de siste årene. En suksesshistorie har det også vært for Investeringsklubben NHHS, der vi kan sikte til 140% avkastning på investeringen etter noen godt timede kjøp og salg i 2020 og 2021.



Året som gikk så en sterk oppgang i både olje- og gasspriser. Oljeprisen er opp 53% for året og er selvfølgelig den viktigste driveren for kursoppgang i perioden. Etterspørselen etter olje har kommet kraftig tilbake igjen etter gjenåpnede samfunn. Samtidig har tilbudssiden vært treg på å komme tilbake, da OPEC gjennom 2021 var forsiktige med å bringe tilbake volum til markedet. I tillegg har OPEC-landene slitt med å holde følge på sin egen produksjonsøkingsplan. Dermed har vi sett et strammere oljemarked, og lagertallene er stadig på vei mot lavere nivåer.

Gassprisen så også et hopp i slutten av 2021, hvor en energikrise og mangel på gass trumfet overskriftene i Europa. Kald vinter, treg overgang til fornybare energikilder, nedleggelse av atomkraftverk og lite vind skulle ble til en kraftig cocktail som sendte energiprisene i taket. Gassproduksjon har vært en mindre andel av miksen i Aker BP, men selskapet har økt denne andelen gjennom året for å utnytte prissituasjonen bedre. Sammen med prisøkningen har dette ført til at gass sto for 34% av inntektene i fjerde kvartal. Videre sier selskapet venter økende del av gassproduksjon både på grunn av dens posisjon i en grønnere energimiks, men også på grunn av høyere gassandel fra Skarv, NOAKA og King Lear.

Årsrapport

M&A kom også tilbake på menyen i 2021, hvor Aker BP og Lundins olje- og gassvirksomhet skal sammenslås i slutten juni 2022 dersom dette blir godkjent av konkurransemyndigheter. Lundin har nesten blitt omtalt som «det svensknoterte Aker BP» med sine mange lignende karakteristikk. Også her er fokuset på norsk kontinentalsokkel, lav opex og dermed lav break-even pris. Sammen blir det nye selskapet den nest største produsenten på norsk kontinentalsokkel, kan vise til produksjonsvekst på lengre sikt, solid balanse og en akselerert kontantstrømprofil. Der capex fra NOAKA-feltet tidligere ville sette et lokk på fri kontantstrøm og utbyttmuligheter i Aker BP fra 2023, vil kontantstrøm fra Lundin sørge for høye utbytter også i årene som kommer. Likevel har prisen for dette vært høy, mye forklart av Lundins historiske premium til Aker BP. Dette har ført til en reduksjon av AkerBPs NAV etter sammenslåingen. Derfor er vi spent på å få ytterligere detaljer rundt planene til det nye selskapet.

Aker BP fortsetter å være vårt valg i oljemarkedet, og gir akkurat den eksponeringen vi ønsker. Som en pure-play olje- og gass produsent vil Aker BP holde seg til det de kan aller best, og holde seg unna andre investeringer i fornybar-segmentet. Innenfor energisektoren er selskapet blitt et prakteksemplar på en kvalitetsinvestering, med sin lave break-even kostnad, utelukkende eksponering mot den norske kontinentalsokkelen og en ledelse som har gjort verdidrivende transaksjoner over mange år. I tillegg vil selskapet være en cash-maskin i årene som kommer, spesielt med dagens oljeprisscenario. Et stadig strammere oljemarked som følge av lave lagre, treg tilbudsvekst og høy etterspørselsvekst gjør investeringer i oljesektoren attraktivt. Her mener vi at Aker BP er et riktig valg for eksponering i sektoren.

Sparebanken Vest

Sparebanken Vest er en av landets største sparebanker med hovedkontor i Bergen og over 750 ansatte. Banken ble etablert i 1823 og børsnotert på Oslo Børs i 1995. I tillegg til å være en av bankene i Norge med høyest kundetilfredshet, er Sparebanken Vest 1 av 9 banker i verden med AAA rating på ESG fra MSCI.



Vi liker Sparebanken Vest på bakgrunn av det faktum at de har i) en svært konservativ utlånsbok, ii) kontinuerlig evne til å levere solid avkastning på egenkapitalen, iii) digital utvikling, iv) god ledelse og v) solid utlånsvekst i et marked preget av hard konkurranse. Selskapet har hatt god kostnadsutvikling gjennom året og klarte i begynnelsen av februar å vise til god lønnsomhet i 2021 som helhet. For året totalt sett oppnådde SVEG en egenkapitalavkastning på 14% mot 12,3% i 2020. Dette gjør at SVEG er helt i toppen blant norske sparebanker når det gjelder avkastning på egenkapitalen.

Banksektoren hadde et ekstremt bra år i 2021. Sparebanken Vest var intet unntak der aksjen leverte en avkastning på 50,11%. Forventningene om økte renter, og forventninger til vekst i Bulder Bank bidro positivt for kursen. 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.

I et marked med høy inflasjon og stigende renter er Sparebanken Vest attraktiv. Den gode historikken med lave tap i utlånsboken, solid ledelse og høy ROE underbygger dette. Til tross for en svært god kursutvikling den siste tiden mener vi at SVEG er hensiktsmessig å eie. Dette baseres på Warren Buffett strategien "It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price". Vi gleder oss til å se hvordan selskapet leverer i sin tradisjonelle bankvirksomhet og de digitale satsningene fremover.

BankNordik

BankNordik som ble etablert i 1906 er den største banken på Færøyene med fem filialer, i tillegg til en i Nuuk på Grønland. Banken betjener både privat- og bedriftskunder, driver eiendomsvirksomhet under navnet Skyn og forsikringsvirksomhet under navnet Trygd. 1990-årene var en vanskelig tid for Færøyene. En alvorlig bankkrise ble etterfulgt av mange konkurser, nedgang i fiskevirksomheten og stor arbeidsledighet. I kjølvannet av den økonomiske krisen på Færøyene og den påfølgende redningen av banken ble antallet filialer redusert, og banken fokuserte på å redusere kostnadene og dette førte til en vellykket konsolidering. Det har også bidratt til den banken vi kjenner i dag.

I senere tid har selskapet blitt påvirket av sin divestment i den danske delen av virksomheten. Dette har ført til DKK 700m i ekstraordinære utbytter. 450m i 2021 og 250m ventet i 2022.

BankNordik leverte en avkastning på 11,15% og er dermed en av de tre selskapene med svakest utvikling i løpet av 2021. BankNordik er den største banken på Færøyene og er notert i København. Bokført verdi i dag er på 2019mDKK. Banken er overkapitalisert pga. tidligere salg og ventes å betale ekstraordinære utbytter i 2022 som gir en YE22 bokført verdi på 1969mDKK. Markedsverdien er på 1400mDKK som gir en P/B for 2021 og 2022 på henholdsvis 0,69x og 0,71x.

Over de seneste årene har banken hatt ROE på mellom 8% og 10%, som tilsvarer en 2022 P/E på henholdsvis 8,9x og 7,1x. BankNordik leverte svakere sammenlignet med porteføljen ellers, men har ikke skapt noen som helst bekymringer. Tvert imot så mener vi at banken er posisjonert for den høye veksten på Færøyene. Stabile marginer, kostnadskutt og høy utbetaingsyield gjør BankNordik attraktiv. Det som kan ha trekt verdsettelsen av caset noe ned



Årsrapport

i 2021 er en volatil utlånsbok som kan være veldig syklisk grunnet geografisk konsentrasjon. Banken leverer en rekke bankprodukter og finansielle tjenester til privat- og bedriftskunder. Segmentet inkluderer bank og skadeforsikring.

Konsensus i børsklubben mener at *BNORDIK* er en god investering på grunn av i) god trackrecord over 10% ROE i snitt, ii) kostnadsdisiplin, iii) lånetap stabilt lave de siste årene, og iv) CET1 optimalisering som har ført til store ekstraordinære utbytter som kommer i 2022. Om BankNordik priser seg nærmere peers i årene som kommer kan vi se en solid avkastning i selskapet.

Nekkar

Nekkar kan deles inn i fire deler: Shipyard Solutions, Digital Solutions, Aquaculture og Renewables. Shipyard Solutions består av Syncrolift som er cashcowen i selskapet. Syncrolift leverer skipsheiser til å løfte skip, ubåter, fregatter (maksvekt 30.000+ tonn) til et verft eller en havn, hvor fartøyet kan vedlikeholdes. Syncrolift-skipsheiser kan sammenlignes med tørrdokker, men skipsheiser er bedre fordi 1) Det har mindre begrensing på størrelse, 2) Syncrolift løfter fartøyene opp på land, hvor det kan flyttes fritt på havnområde, 3) Høyere effektivitet og dermed økt skips-turnover, og 4) Syncrolifter kan bli skreddersydd basert på kunde-preferanser på for eksempel størrelse, type skip, osv. Videre har ledelsen ambisjoner om å øke graden av aftersales (reparasjon, spare-parts som i dag selges av tredjeparter, kundeservice, etc.) fra 10% til 50% av omsetningen. Aftersales har ofte høye marginer så her snakker vi en potensiell dobling i bunnlinjen for selskapet. Per nå har Syncrolift en ordrebok på ~1 milliard NOK.



Selskapet handles til rundt 6x 2021 EBIT. Resten får man med på kjøpet som «gratis opsjoner». Disse inkluderer Intellilift, som leverer software-tjenester for kontrolltjenester og autonom styring av maskiner både internt og til offshore

Årsrapport

wind-næringen. Høye marginer og sterk vekst. De har bunnlinje på rundt 7m, så det er rimelig å anta nullverdi. De to neste produktene er pre-revenue R&D-ventures kalt Starfish og Skywalker. Førstnevnte skal levere lukkede fiskemerder til oppdrettsbransjen, som ved suksess kan minske OpEx, fjerne lakselus og minske miljøutslipp. Starfish blir utviklet i samarbeid med Lerøy, og de driver å markedsfører/selger prosjektet nå. Skywalker er lengst frem i tid, og er en innovativ teknologi som kan disrupte måten man installerer vindturbiner på i dag.

Nekkar har en filosofi om å soft-funde mesteparten av nye virksomheter. Med soft-funding er det liten risiko for at ledelsen brenner Syncrolift-cash på ambisiøse prosjekter. Kort oppsumert, så er Nekkar et markedsledende selskap til 6x EBIT med gode vekstutsikter og ingen krav for reinvestert kapital/capex, samtidig som man får med seg soft-funded opsjoner med lovende produkter som har potensielt stor value-add til sine respektable bransjer ved suksess.

B3 Consulting Group

Siden fondet gikk inn i B3 Consulting i mars 2021 har kursen doblet seg (og litt til). B3 er et svensk kvalitets IT-konsulentselskap, som senest i 2020 ble kåret til Sveriges nest beste arbeidsplass. Selskapet ble startet i 2003 og satset på senior konsulenter innenfor IT og ledelse. De har vært gjennom en periode med sterk omsetningsvekst og fallende lønnsomhet, som igjen førte til at selskapet ble priset på «evig lave marginer». Dette ble reflektert gjennom en prising ved fondets inngang som tilsa en price-to-sales ratio lik 0,4. Samtidig ga ledelsen klart uttrykk for at de ønsket å forbedre marginene (target-EBIT margin på 8-12%). Gitt at selskapet innfrir disse ambisjonene bør P/S > 1,0.

b3

Årsrapport

Lignende scenarioer har utspilt seg tidligere i Prevas, Multiconsult, Zalaris og Elander, som på toppen av det også har fått en multiplikseksjon. Samlet gjorde dette at vi anså utsiktene for TSR som attraktive, hovedsakelig drevet frem av omsetningsvekst, margin-eksjon og en mulig multiplikseksjon.

Foreløpig ser det ut som hypotesen spiller seg ut. Selskapet har hatt en marginforbedring og prisen nå ved utgangen av mars i år på en P/S multiplikseksjon nær 1. Aksjekursen gjorde et særlig byks etter at tallene for Q4'21 kom ut. B3 viste da til en økning i omsetning på 22% mot samme periode foregående år, samtidig som antall ansatte kun har økt med 2%. Det kan tyde på en markant endring i miksen mellom fakturerbare og ikke-fakturerbare ansatte. Etter en lengre periode med utflating av inntekt per ansatte – øker denne ratioen igjen. Ut fra det ledelsen har kommunisert virker det å skyldes en forbedring i kapasitetsutnyttelse og at B3 har klart å øke prisene ut mot kundene. Videre virker det som annonsert kostnadsprogram går etter planen. Med andre ord leverer B3 så langt på det de har sagt at de skal gjøre.

Selskapet tror på 10% EBIT i 2022 og ligger an til å få rundt 1mrd SEK i omsetning. Det gjør igjen at det virker sannsynlig at B3 kan sitte igjen med 70-75m på bunnlinjen i 2022, opp fra 50m i 2021. B3 Consulting leverte en avkastning på 68,48% i 2021. I løpet av 2021 har vi sett en sterk organisk vekst og et kraftig forbedret resultat. B3 får drahjelp av at markedet generelt er veldig sterkt nå, hvor en ser solide tall hos sammenlignbare selskaper. Dette kan imidlertid endre seg. Av andre risikomomenter kan hard konkurranse om talenter og lønnsinflasjon nevnes. Selv om aksjekursen har gått mye mener vi at B3 fortsatt gir en god risk/reward. Hvis en legger til grunn en P/E-multiplikseksjon lik 18 (midt på treet i forhold til peers), 1mrd i omsetning og en EBIT-margin på 10 %, kan man med en «back-of-the-envelope calculation» regne seg frem til

Årsrapport

en fair aksjekurs på i underkant av 160 kroner. Til sammenligning er kursen i underkant av 100 kroner nå ved utgangen av mars.

SalMar

SalMar er en av verdens største, og en kostnadsledende produsent av laks. Selskapet har sitt hovedvirksomhetsområde i Midt-Norge og Nord-Norge, men har også produksjon på Island og Skottland. Det konsoliderte slaktevolumet (Norge + Island) for 2021 endte på 182 000 tonn mot 162 000 i 2020, dette resulterte i en volumvekst på 12%. Over tid har SalMar pekt seg ut som den beste operasjonelle oppdretteren i Norge. Dette har de vist med å levere de beste marginene over lang tid. I tiden fremover ønsker SalMar å vokse gjennom havbasert oppdrett og har et mål om å slakte 150,000 tonn i 2030. Siden børsintroduksjonen våren 2007 har SalMar gitt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 21%.



2021 ble nok et godt år for SalMar. Selskapet leverte en operasjonell EBIT på NOK 2 927m med en margin på NOK 16.08 per kilo. Resultatet er noe svakere enn fjoråret hvor den operasjonelle EBIT'en og marginen var på henholdsvis NOK 3 008 og NOK 18.62 per kilo. Ser vi på de ulike regionene var det spesielt Region Nord og Island som presterte bra i 2021. Region Nord kunne vises til år over år vekst på 20% i slaktvolum og en marginforbedring på NOK 3.77 per kilo. SalMar eier 51% av Icelandic Salmon (tidligere Arnalax) og den islandske oppdretteren kunne vise til en fin margin i 2021. Etter et dårlig år i 2020 med en EBIT/kg på -4.49 kunne Icelandic Salmon rapportere en positiv margin på NOK 6.41 for 2021. Selskapet innehar lisenser for 25,200 tonn MTB og guider et slaktevolum på 16,000 tonn for 2022.

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

Årsrapport

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 makrotrendene, 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 7 500 rwt.

Nå styrker SalMar satsingen på havbasert oppdrett ved å gå sammen med Aker om denne satsingen. Den havbaserte oppdrettsvirksomheten som har inngått i SalMar Ocean, som SalMar etablerte i 2019, vil nå inngå i det ny-etablerte selskapet, SalMar Aker Ocean. I dette nye selskapet vil SalMar eier 2/3 og Aker 1/3. Målet bak dette samarbeidet er å kombinere Aker og SalMars bransjekunnskap og ledene kompetanse innen laks og lakseoppdrett, industriell software og miljøteknologi. Målet er å slakte 150 000 tonn i 2030.

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

Årsrapport

ved å være lengst fremme på innovasjon innen de-karbonisering av bransjen og deres rolle som lavest kostnads-produsent. Yara har også et samarbeid med Statkraft og Aker Horizon for å skape grønn ammoniakk i selskapets anlegg i Porsgrunn.

2021 har vært et meget innholdsrikt år for Yara da store svingninger i gassprisen har påvirket gjødselmarkedet i aller høyeste grad. Det som begynte med lave gasslagre, begrenset gass eksport fra Russland og lite vind i Europa, utviklet seg til å bli en energikrise som sendte gassprisene til himmels. Vedvarende høye gasspriser gjorde at Yara måtte trappe ned ammonia produksjonen i land som Tyskland, Nederland og Frankrike. Gass er en viktig innsatsfaktor i ammonia, mens ammonia videre er en viktig innsatsfaktor i urea (gjødsel). Gassprisen førte dermed til økte marginalkostnader for gjødselprodusentene, som igjen førte til høyere gjødselpriser i markedet. Mot slutten av året gjorde de høye gjødselprisene mer enn opp for gassprisene, og Yara kunne rapportere en EBITDA vekst på 27% for 2021.

Aksjen handles i skrivende stund fortsatt til en discount til nærmeste peers med en EV/EBIT på 12.1x og P/E på 13.1x for 2022e. Vi estimerer en DPS yield på 9% for 2022 og mener følgelig selskapet fortsatt er attraktivt priset med en sterk 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 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 gassprisene og korrelasjonen mellom gjødselprisen og gassprisen. Kinas eksportnivå samt tenders fra India vil også være viktige faktorer fremover. Det blir også spennende å se hvordan de høye gjødselprisene vil påvirke soft commodities prisene ut i 2022. Videre vil lange

Årsrapport

stigende globale renter kunne føre til en vridning mot verdi-aksjer og bort fra «hopes and dreams» aksjer – som vil være fordelaktig for Yara og fondets portefølje som sådan.

Jyske Bank

Jyske bank er Danmarks 3. største bank med en relativt konservativ lånebok. Det er hovedsakelig boliglån, og gjennomsnittlig LTV er 46% (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 banker. I våre øyne er den underliggende verdien per aksje det samme som de bokførte verdiene per aksje (BVPS). Den står i øyeblikket på 515 DKK, mens aksjekursen i utgangen av 2021 var 241 DKK. Her er de viktigste punktene for vår investering:



1) En giftig cocktail har skylt over dansk banksektor: Det danske bankmarkedet har blitt truffet av to farlige krefter; a) flat utlånsvekst og b) 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.

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

Årsrapport

reprising. Jyske Bank har siden akkumulert siden 2016 kjøpt tilbake rundt 35% av egne aksjer foreløpig.

3) Du betaler 70 øre for noe som er verdt 1 krone: De aller fleste bankene har ROE-målsetninger på 9-10% og da bør banken prises til de bokførte verdiene. 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 utlånbooken krympes ved å øke marginen. 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 tilsvarende 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 0.7x, vil BVPS vokse 10% i året. En norsk bank med 10% ROE, P/B 1x og betaling av alt overskudd i utbytte vil tilsvarende levere 10% avkastning (norske banker får ikke lov til å betale ut alt overskudd i utbytte av tilsynsmyndighetene). 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: Tiden det tar før danske banker reprises til P/B x1 blir dermed irrelevant så lenge det genereres

Årsrapport

aksjonærverdier på veien. Desto lengre Jyske Bank er lavt priset, desto flere aksjer vil selskapet kunne kjøpe tilbake og slette aksjene.

Av oppdatering for 2022 kan det nevnes at CET1 ratio ligger på 18.2%, som ligger rundt selskapets målsetning. Jyske satte av DKK 1.1 milliarder i avsetninger knyttet til COVID, men hadde nesten ikke utlånstap i 2020. Det er dermed naturlig at avsetningen kan reverseres i løpet av 2022. I 2021 kjøpte selskapet tilbake aksjer for 1.5 milliarder DKK og vi venter at dette kommer til å fortsette i 2022 i et høyt tempo. Selskapet har annonsert tilbakekjøp på 1 milliard DKK til juli og det kommer etter all sannsynlighet til å fortsette i andre halvår, vi tipper et sted mellom 1 og 1.5 milliarder DKK. Det viktigste for caset er at Jyske Bank opprettholder nåværende kapital-allokeringsstrategi og at utlånsboken forblir trygg. Avslutningsvis kan positive renter være en trigger for å bedre lønnsomheten i det danske bankmarkedet på et bærekraftig nivå på rundt 10% ROE.

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.



Aqualis har en plass i fondet på bakgrunn av en rekke faktorer. Selskapet fremstår rimelig priset på en rekke multipler; $\sim 7x/6x$ EV/EBIT for 21/22 og 4,7% 2020 utbytte blant annet, imens sammenlignbare aktører prises betydelig høyere. Selskapet fremsto også underanalysert og utenfor radaren til institusjonelle aktører, på grunn av liten størrelse og lav likviditet. En støttende faktor er at styret og ledelsen har en solid historikk i bransjen gjennom tidligere

Årsrapport

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 2021 endte på 18%, mot 18% i 2020. 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. Vi ser ytterligere oppside ved frigjøring av arbeidskapital etter ferdig integrering av ERP-system.

I løpet av 2021 aksjen gått fra rundt 9kr til 10,3kr ved årsslutt, noe som har bidratt med avkastning for fondet. Selskapet levert gode kvartalsrapporter i perioden og har oppjustert forventede kostnadssynergier fra LOC-transaksjonen, noe som har vært typisk historisk. Aqualis viser en stabilitet som til dels kan forklares ved Aqualis sin eksponering mot oljeselskapenes løpende drift heller en nye investeringer. Ved aktiv bruk av underleverandører kan selskapet fortløpende tilpasse kapasiteten til etterspørselen. Veksten i ESG-relatert inntekt kan rettferdiggjøre en høyere prising på sikt.

Aqualis har i tillegg en god og verdiskapende historikk innen M&A. I desember 2020 gjennomførte Aqualis oppkjøpet av LOC Group. LOC var den nærmeste konkurrenten innen de fleste virksomhetsområdene, og dobler størrelsen på det sammenslåtte selskapet. Det er ventet betydelige synergieffekter på kostnadssiden, og oppkjøpet var innvannende på relativ multippelprising. Aqualis bekrefter gjennom transaksjonen sin rolle som en konsoliderende aktør i et fragmentert marked. Transaksjonen bygger under vår tro på ledelsen i

Årsrapport

selskapet og fremtidig M&A-aktivitet. 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 ytterlige oppkjøp fremstår som attraktiv. Den økte størrelsen vil også kunne gi en gradvis multiplereprising nærmere sammenlignbare aktører i tiden fremover.

Self Storage Group

Self Storage Group (SSG) er et selskap som passer svært godt inn i IK sin langsiktige investeringsfilosofi, som er årsaken til at selskapet har vært en del av vår portefølje siden våren 2020. Selskapet, som driver utleie av minilagerenheter i Norge, Sverige og Danmark, kan vise til historisk sterk vekst i inntjening, god lønnsomhet og sterk avkastning på investert kapital.



Forretningsmodellen til selskapet er å leie ut minilager under to merkevarer: OK Minilager og City-Self Storage. De to konseptene fokuserer på forskjellige markedssegmenter. OK Minilager sikter på å ha en regional tilstedeværelse i det norske markedet, mens City-Self Storage i all hovedsak er siktet inn på storbymarkedet. SSGs eiendomsportefølje kan deles inn i “freehold” og “leasehold”, der det førstnevnte segmentet betegner den delen av eiendomsporteføljen som selskapet selv eier, mens “leasehold” er eiendommer som selskapet leier. Self Storage Group har en eksplisitt strategi om å vokse innenfor freehold-segmentet, og de har vært svært aktive innenfor M&A gjennom 2021 for å øke freehold-andelen av eiendomsporteføljen. Ved utgangen av 2021 har SSG en eiendomsportefølje på totalt 171.800 kvadratmeter (CLA), hvorav 53% av dette er freehold-andelen, som er verdsettes til rett i overkant av 2,4 milliarder kroner.

Årsrapport

Også 2021 ble et finansielt sett sterkt år for SSG. Sterk vekst i eiendomsporteføljen, høy utnyttelsesgrad på minilagerenhetene og attraktive utleiepriser førte til at selskapets inntekter økte fra 293 millioner kroner i 2020, til 346 millioner kroner i 2021. Selskapets forretningsmodell er svært skalerbar som følge av høy andel faste kostnader, som gjør at SSG kan nyte svært attraktive marginer. Justert EBITDA for 2021 endte på 206 millioner kroner, tilsvarende en margin på 60%.

Gjennom 2021 fulgte aksjekursen for det meste selskapets utvikling. Ved utgangen av 2021 sto aksjekursen i 23,6 kroner per aksje, og et år senere var fasiten en kurs på 34 kroner per aksje, tilsvarende en økning på 44%. Den seneste tiden har dog aksjekursen falt ganske betraktelig og kursen står per dags dato i rundt 30 kroner, som for øvrig impliserer en markedsverdi på 2,8 milliarder kroner.

Vi i IK tror det hovedsakelig er tre faktorer som har vært med på å svekke kursen. For det første har frykten for inflasjon og påfølgende økende renter satt en støkk i aksjemarkedet som helhet, og dette er en effekt som også SSG blir utsatt for - høyere renter gjør at yielden som SSGs eiendomsportefølje verdsettes til øker, noe som er med på å redusere verdien av freeholdporteføljen. En annen faktor som vi tror har hatt en negativ påvirkning på sentimentet rundt aksjen er at man har sett økt konkurranse i Sverige, der SSGs konkurrent, 24 Storage, ble kjøpt av en stor amerikansk aktør. Selv om det er positivt å se mer institusjonell kapital som er oppmerksom på det skandinaviske minilagermarkedet, ser vi på det som negativt at en slik storaktør entrer Sverige, som for Self Storage Group fortsatt er å anse som et vekstmarked. Til slutt kan det også nevnes at prisingen av aksjen ved utgangen av 2021 var betraktelig høyere enn det historiske snittet, da selskapet ved utgangen av året handlet til NTM P/E ~30X, mot et historisk snitt på ~21X.

Årsrapport

Vi i IK er fortsatt positive til SSG-caset og ser frem til 2022, der selskapet har som mål å fortsette å vokse innenfor freehold, med sterkt fokus på kostnadskontroll og økt automatisering. Dette vil føre til ytterligere skalerbarhet i forretningsmodellen, og legger grunnlaget for fortsatt sterk verdiskapning for oss som aksjonærer i året som kommer.

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 24% 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 selskapet 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 2022 hadde vi oppnådd en avkastning på 65,6%.

Årsrapport

Fremover tror vi på mer av det samme for AF Gruppen. Selskapet har i sin konsernstrategi satt et mål om å vokse til 40mrd i omsetning innen 2024. Sammenlignet med omsetningen for 2021 tilsvarer dette en vekst på 43,5% eller 12-13% i snitt per år. De stresser samtidig behovet for å fortsatt levere solid lønnsomhet samtidig som de vokser. Dette er en hårete målsetning som kommer til å kreve at AF-gruppen vokser raskere enn markedet og dermed tar markedsandeler selv med betydelig høyere marginer enn konkurrentene. Kombinasjonen av historiske resultater og solid ordreinngang gjennom 2022 fører til at vi likevel har tillit til at dette kan være mulig.

Samtidig erkjenner vi at selskapet ikke er direkte billig priset på dagens nivåer. Selskapet prises til en p/e på 19,11 for 2021s inntjening, og 17,55 på estimert inntjening for 2022. Dette er ikke avskrekkende dersom selskapet fortsetter å levere solid vekst, men dersom ting ikke skulle gå etter planen vil det definitivt være noe nedside fra dagens priser. Vi mener dog fortsatt at selskapet fremstår som en attraktiv investering sammenlignet med andre selskaper i vårt investeringsunivers.

KID

KID har vært en trofast følgesvenn i vårt investeringsfond over lengre tid. Selskapet selger interiør og tekstilprodukter primært i butikk, men også over nett. Man kan betrakte KID som en todelt investering, der 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 seneste årene hatt svake operasjonelle resultater, men KID er godt i gang med en turn-around der.

 Kid
INTERIØR

Årsrapport

Selskapet hadde en god operasjonell utvikling gjennom 2021, der det leverte en bruttomargin på 63% i 2021. Vi mener dette understreker selskapets unike pricing power, samt kontroll over kostnader gjennom dets vertikalt integrerte verdikjede. KID økte omsetningen med 3,4% for året, mot 28% for foregående år. Det er verdt å merke seg at man kan argumentere for at selskapet har vært en coronavinner, og at omsetning har vært noe «dopede» nivåer.

I november 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 det kortsiktige fokus er endringen i earnings-moment (som vil falle), men dette er i stor grad priset inn - alle venter det. Markedet har stabile base-rates over tid og på lang sikt er det endringer i konkurransesituasjonen som er det betydelige, eksempelvis Princess. Vi valgte derfor å redusere posisjonen til 7,5% av fondet, noe som representerer en normalvekt.

KID handles på en 25% discount til peers gitt en P/E på 11,1x i 2022E. Vi mener at det i større grad bør prises basert på den stabile historikken, fremfor å prise inn en rabatt for tilstedeværelse i retail-industrien. Vi mener denne frykten i utgangspunktet har vært 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. Vi mener at Kid per nå fortsatt ikke er dyr og mener at det ser ut til å kunne ha oppsidepotensiale og er bedre enn andre alternativer som samlet sett gir en fin risk/reward.

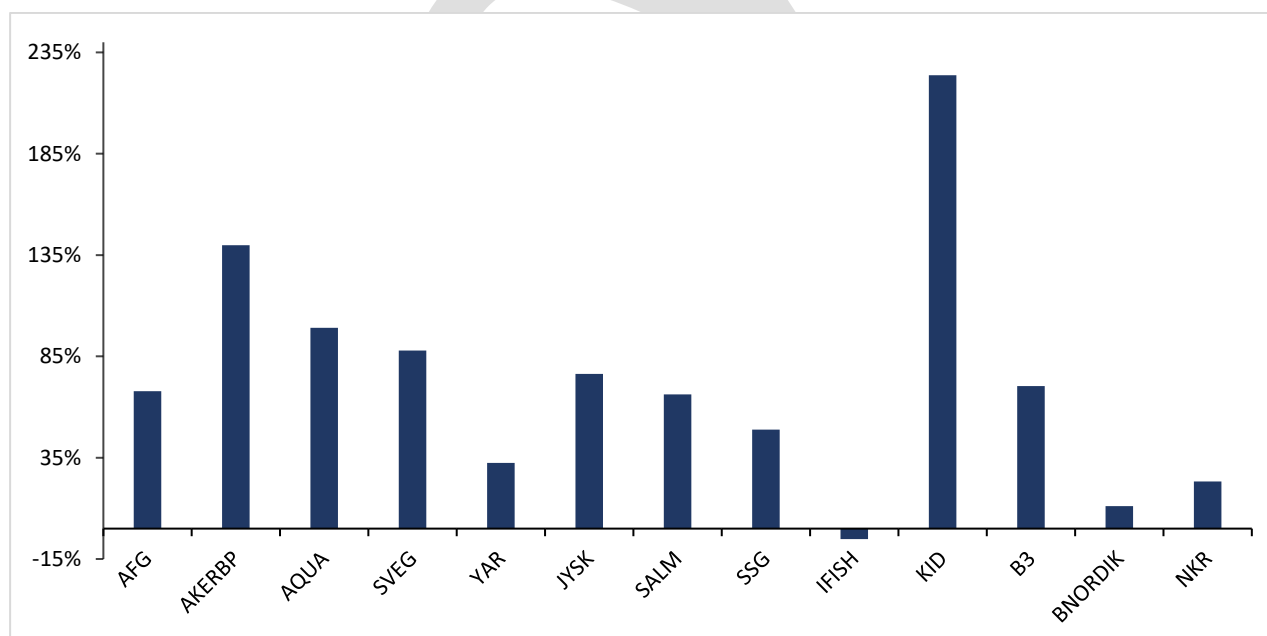
Årsrapport

Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2022

Børsticker	Antall	GA-Kurs	01-Dec	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %	PE
AFG	570	127,3	189,8	193,6	67,8 %	4,1 %	110 352	3,2 %	21,2x
AKERBP	755	118,5	286,4	271,6	139,9 %	-3,9 %	205 058	5,9 %	22,9x
AQUA	22 766	5,6	10,1	10,4	99,1 %	6,0 %	236 766	6,8 %	13,5x
SVEG	2 970	55,8	96,2	100,2	87,8 %	4,2 %	297 594	8,5 %	13,2x
YAR	390	376,2	445,6	445,0	32,4 %	-0,1 %	173 550	5,0 %	10,6x
JYSK	420	256,1	452,8	451,9	76,4 %	-0,2 %	189 792	5,4 %	8,6x
SALM	180	399,4	573,8	608,0	66,2 %	6,0 %	109 440	3,1 %	25,2x
SSG	7 230	24,2	34,4	36,0	48,8 %	4,7 %	260 280	7,4 %	37,1x
IFISH	3 900	43,8	37,0	41,6	-5,1 %	12,4 %	162 240	4,6 %	34,7x
KID	2 259	40,5	111,4	112,6	223,7 %	5,2 %	254 363	7,3 %	13,3x
B3	4 374	47,9	75,0	80,7	70,3 %	7,7 %	352 936	10,1 %	22,2x
BNORDIK	1 470	169,5	190,8	188,4	11,1 %	-1,2 %	276 945	7,9 %	4,5x
NKR	16 865	8,1	9,3	10,0	23,3 %	6,9 %	168 144	4,8 %	15,4x
Cash							703 487	20,1 %	
Total						2,37%	kr 3 500 948	100,0 %	

*Kurser i JYSK, BNORDIK og B3 er omgjort fra DKK og SEK til NOK, henholdsvis

Total avkastning siden kjøp



Avsluttende ord

Vi er fornøyde med å levere meravkastning i forhold til Oslo Børs til våre aksjonærer gjennom 2021. Fondet oppnådde en avkastning på 34,2% mot hovedindeksen 23,35%. Børsåret 2021 var preget av stor makroussikkerhet med gjentatte forsøk på gjenåpning, flaskehalser i verdikjeder og stadig oppdagelse av nye virusvarianter. Resultatet har vært høy inflasjon og forventninger om økning i renten som har drevet vridningen fra vekst til verdiaksjer. Fondet vårt møtte året med en betydelig cash-andel som muliggjorde nye investeringer uten å måtte foreta salg. 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. Et slikt børs klima med vridning fra vekst til verdi har bidratt til å skape sterk medvind for vår portefølje.

Å levere meravkastning med en god margin som i 2021 motiverer og viser nok en gang at aktiv forvaltning kan gi meravkastning med vår langsiktige investeringsfilosofi. Vi takker alle aksjonærer for tilliten gjennom 2021 og tar med oss en stor motivasjon for å fortsette å oppdrive gode investeringsmuligheter også i 2022. Samtidig anerkjenner vi det store ansvaret vi har påtatt oss med å forvalte medstudenter sine sparepenger. Risikoen i fondet til enhver tid gjenspeile dette og følge vår investeringsfilosofi.

Avslutningsvis ønsker vi å takke Arctic Securities og Pareto Securities for samarbeidet vi har hatt i år. Støtten har vært helt avgjørende for å kunne drifte et kostnadsfritt fond for studenter ved NHH. Vi ønsker velkommen ABG Sundal Collier som sponsor i 2022 og ser frem til et innholdsrikt samarbeid i tiden fremover.

Kontaktinfo

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