

Årsrapport 2015

Investeringsklubben
NHHS AS

Innhold

Investeringsfilosofi	3
Aksjemarkedet 2015	4
Porteføljendring 2015	5
Oppsummering av årets investeringer	6
<i>Årets beste investering</i>	6
<i>Årets dårligste investering</i>	7
<i>Øvrige porteføljeselskaper</i>	7
Avkastning og utvikling	12
Avsluttende ord	14

Investeringsfilosofi

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

Som en langsiktig investor vil vi ikke forsøke å time kortsiktige 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. På den annen side vil vi ikke investere i flere selskaper enn vi klarer å ha en tett oppfølging av og fortløpende være oppdatert på status quo. Foruten å diversifisere på selskapsplan vil vi også etterstrebe og holde en portefølje som representerer mange industrier. Dette tillater oss å fokusere allokeringen mot markedsledere innen sine respektive industrier. Med en langsiktig tidshorisont har vi mulighet til å følge opp de fundamentale driverne av selskapenes lønnsomhet. Dette har historisk gitt en veldig attraktiv markedsjustert avkastning for våre andelseiere.

Aksjemarkedet 2015

Aksjemarkedet i 2015 var i likhet med 2014 preget av et sterkt fokus på oljeprisen. Dette skyldes at selv mindre endringer i oljeprisen kan ha enorme virkninger for oljeselskapenes fremtid, eller til og med overlevelse. I 2015 har likevel oljeprisen falt 35 % mens Oslo børs har steget 5 %. Grunnen til at OSEBX har hatt positiv avkastning til tross for et stort fall i oljepris, skyldes hovedsakelig sterk utvikling i ikke-oljerelaterte sektorer. Blant annet er det verdt å fremheve konsumvarer, som i Norge hovedsakelig består av oppdrettsselskaper. Sektoren har steget med hele 42 % i perioden. Dette bringer oss over til at trenden om «flight to safety» som begynte i slutten av 2014, i aller høyeste grad har fortsatt i 2015. Investorer trekker mot det de anser som mindre risikable aksjer. Vi tror dette kan implisere at «trygge» aksjer for øyeblikket tenderer til å være overpriset relativt til resten av børsen ved utgangen av 2015. Et typisk trekk ved perioder med høy volatilitet og et «flight to safety» -sentiment, er at small caps underpresterer. Small Cap indeksen (OSESX) har i 2015 hatt 7,2% lavere avkastning enn hovedindeksen.

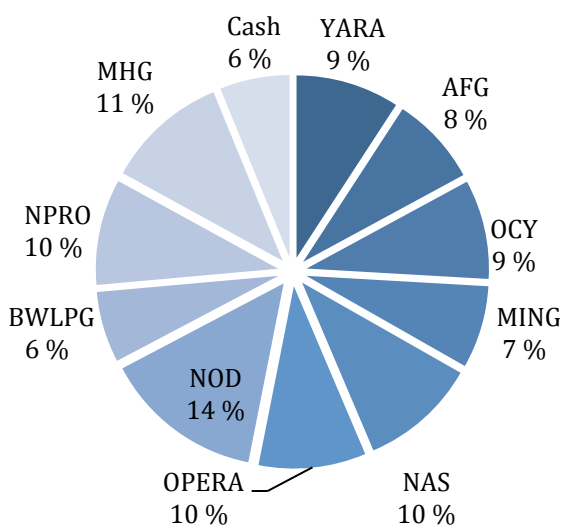
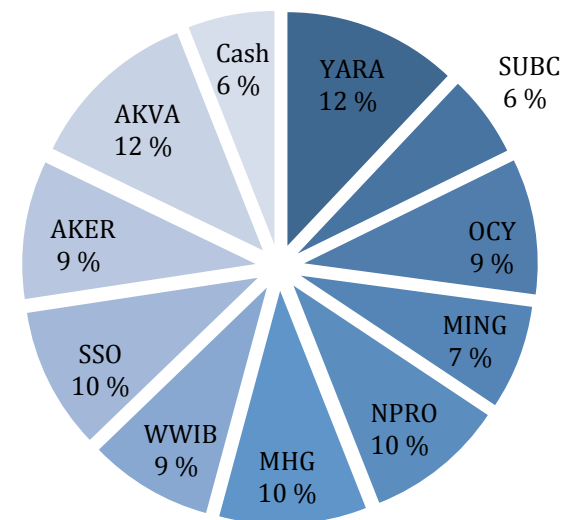
I perioden har pris/bok for OSEBX gått fra 1,55 til 1,43. For OSESX har pris/bok beveget seg fra 1,09 til 0,98. Generelt er det utfordrende å komme med generelle uttalelser om Oslo børs for 2015 da det har vært svært sprikende utvikling mellom ulike sektorer. 2015 var året der man tjente mer på å velge riktig sektor enn å velge riktig aksje.

Avslutningsvis vil vi takke våre aksjonærer og vår hovedsamarbeidspartner, ABG Sundal Collier, for et godt år. Vi ser frem til et innholdsrikt 2016.

Porteføljendring 2015

I løpet av 2015 solgte IKNHHS postene i BWLPG, NAS, NOD, AFG og OPERA, det forekom også en nedvekting i MHG på 305 aksjer grunnet økt eksponering i laksesektoren gjennom kjøp av aksjer i AKVA. Videre kjøpte IKNHHS aksjer i Aker, SSO, WWIB, SUBC og PGS. Den 01.01.2016 er YARA og AKVA de største postene på henholdsvis NOK 105.000 og NOK 104.000. I den andre enden finner vi SUBC med en verdi på NOK 50.000.

Porteføljesammensetning 01.01.2016



Porteføljesammensetning 01.01.2015

Oppsummering av årets investeringer

Årets beste investeringer

AKVA Group (AKVA)



I 2015 bidro alle segmentene positivt og vi ser at en større andel av inntektene kommer fra landbasert- og software-segmentet. Cage-segmentet hadde et solid år, og solgte en bredere produktmiks enn tidligere år. Software-segmentet fortsetter å vokse med gode marginer, og investeringene i ny teknologi opprettholdes for å sikre videre vekst. Landbasert hadde et svært godt år, og blir stadig en viktigere del av Akva Group. I Q4 2015 bidro landbasert med 25% av de totale inntektene. EBITDA marginen i segmentet økte til 9.8% i Q4 2015 fra 1.1% i Q4 2014. Dette skyldes hovedsakelig gode resultater fra Plastsveis AS samt at Aquatec Solutions AS ble inkludert i gruppen fra Q4 2015.

Akva Group har fortsatt å øke andelen av løpende inntekter (recurring revenues) gjennom videre satsning på software, økt tilbud av tjenester til oppdrettsnæringen, og innføring av utleievirksomhet. Løpende inntekter sto for 26% av totale inntekter i Q4 2015.

Den brede satsningen til Akva Group har bidratt til å jevne ut de kvartalsvise resultatene, og ført til at Akva Group har vært langt mindre sykliske i 2015 enn hva de har vært tidligere. Akva Group går dermed inn i 2016 som et driftsmessig mer robust og diversifisert selskap.

Ocean Yield (OCY)

**OCEAN YIELD**

OCY fortsatte den sterke ekspansjonen i 2015. Det ble investert over USD 500 millioner i 8 kjemikalietankere og 4 produkttankere, noe som økte flåten fra 15 til 27 skip og backlogten til USD 2,7 milliarder. Ved inngangen til 2015 hadde OCY 10 skip på vannet, mens 4 av kjemikalietankerene ble levert fra juni til september, slik at antall skip på vannet ved utgangen av året dermed ble økt til 14. I og med at skipene ble levert sent på året, ble dermed veksten i EBITDA bare på 3,5 %. Den stabile utbytteveksten på 0,50 cent per kvartal fortsatte, og siste utbytte for Q4'15 ble på 16,25 cent per aksje, noe som impliserer en annualisert utbytteavkastning på 10 % med dagens kurs. I løpet av 2015 ble motpartrisikoen større innenfor offshore-segmentet som følge av

fortsatt lav oljepris, der det var særlig frykt rundt Farstad Supply og EMAS.

På den andre siden er det verdt å fremheve at flåten til OCY blir stadig mer diversifisert. Da selskapet ble etablert, var 100 % av backlogen knyttet til offshore. Denne andelen nå har falt til 50 % som et resultat av at OCY har investert i skip til industriell shipping, som nå utgjør den andre halvdel av backlogen. I 2016 har allerede 3 av de 13 nybyggene blitt levert, mens 8 til planlegges levert for resten av året og de to siste forventes levert i første kvartal 2017.

Årets dårligste investeringer

På den negative siden av skalaen finner vi OPERA, PGS og SUBC med henholdsvis -52 %, -24 % og -17 %-avkastning i IKNHHS 2015-portefølje. 2015 var et tøft år for Opera. Den 10. februar 2015 ble Q4-rapporten offentliggjort, grunnet svake tall og en beskjeden



guiding for 2015 stupte aksjen med over 40% på én dag. Resultatene i Q4-rapporten skyldes hovedsakelig lavere vekst innen mobil reklame, en svak rubel og det svake CIS/Russlands makrobilde. PGS og Subsea 7 har som resten av oljeservicebransjen hatt et rødt år. Grunnet en fallende oljepris har det vært svært lite aktivitet i både Seabed to Surface- og Seismikkmarkedet, noe som har påført de to selskapene betydelige resultatfall.



Øvrige porteføljeselskaper

Yara (YAR)

Yara har i 2015 steget med 14%. Etter en knallsterk start på året falt Yara etter hvert litt tilbake. Yara har vært betydelig mer volatil i 2015 enn hva den var i 2013 og 2014. Ledelsen selv uttaler seg om 2015 som «an eventfull year». Yara opplevde i 2015 både organisk vekst og vekst gjennom oppkjøp, og de hadde medvind i en rekke eksogene faktorer. Blant annet har Yara i 2015 tjent på en styrket dollar, lavere energikostnader og lavere gasskostnader. På den andre siden har ureaprisene i perioden falt med ca. 12%. Yara har hatt både organisk vekst og vekst gjennom oppkjøp i løpet av 2015. Sammenliknet med i 2014 har



topplinjen vokst med 17%, mens det ble levert 2,2 % færre tonn gjødsel. Vårt opprinnelige investeringsrationale er fortsatt tilstede, og vi har fortsatt stor tro på at dette kan være en god aksje på lang sikt.

Marine Harvest Group (MHG)

Marine Harvest endte 2015 med en vekst på 16,2%. Samtidig betalte selskapet utbytte hvert kvartal gjennom året, og har totalt utbetalt 5,20 kr i 2015. Fokuset var på vekst fremfor marginer og effektivisering. Marine Harvest sin virksomhet i Chile fusjonerte med Aquachile, og eier 42% av selskapet etter fusjoneringen. Lakseprisen gjorde et hopp i 2015 – fra 5,35USD i januar til 6,45USD i desember. Resultatmessig ble det et år på det jevne pga. selskapsspesifikke årsaker.



Norwegian Property (NPRO)

Norwegian Property (NPRO) er et eiendomsselskap med en portefølje ved årsslutt på 38 næringseiendommer i Oslo og Stavanger. Selskapet satser på prima beliggenhet, og juvelene i porteføljen er derfor 11 eiendommer på Aker Brygge. I 2015 har NPRO ferdigstilt flere store oppgraderingsprosjekter, noe som har gitt en solid økning i leieinntektene. Yield kompresjon bidrar også til økte eiendomsverdier.



I 2015 falt aksjekursen med ca. 10%. Årsaken til dette er i stor grad forventninger om lavere økonomisk vekst, noe som medfører at etterspørselen etter kontorlokaler er noe avventende. Leienivåene er stabile til svakt synkende i enkelte områder i Oslo. I Stavanger er etterspørselen svak grunnet oljepris og fokus på reduserte kostnader i olje- og offshoresektoren.

Til tross for at det er en del skyer på himmelen, mener vi NPRO er et selskap som p.t. passer bra inn i porteføljen. De har en solid eiendomsportefølje, og en lav ledighet hvis man ser bort fra Stavanger (verdien av disse eiendommene er ca. 6% av totale verdier i selskapet). Selskapet har også gått inn for en mer aktiv forvaltning av porteføljen, og det har blitt foreslått å starte med utbytteutbetalinger fra inneværende år.

Subsea 7 (SUBC)

Oljeserviceselskapet Subsea 7 er én av tre top tier-aktører innen segmentene Engineering, Procurement, Installation and Commissioning (EPIC). I tillegg leverer de en rekke andre tjenester som muliggjør offshore oljeutvinning. Etter oljeprisfallet var selskapet tidlig ute med å implementere kostnadsbesparende programmer, og har gjennomført disse betydelig raskere enn forventet. Selskapet har en særdeles sterk balanse, og vil kunne tåle en langvarig nedtur bedre enn sine konkurrenter. En posisjonering i slutten av verdikjeden kan vise seg svært gunstig hvis oljeselskapene igjen øker sine investeringsbudsjetter. Grunnen til det er at disse ikke ønsker å bruke unødvendige ressurser på og lete opp nye felt når det allerede finnes mange å velge mellom.



Siden 2014 har aksjen falt betydelig og IKNHHS mener det befinner seg mer verdi i selskapet enn hva kjøpskursen reflekterer: det er først under kriser muligheten til å kjøpe bransjelederne til attraktive priser oppstår. Som styreformann og største eier sitter oljeveteranen Kristian Siem. Hans rutine og bransjekunnskap gir forsikringer om at kapitalen blir tatt godt vare på.

Scatec Solar (SSO)

Scatec Solar (SSO) hadde kursmessig et turbulent 2015. Den åpnet på 31kr i januar og stengte på 39kr i desember, men var imidlertid oppe i 50kr i juli. I samme periode gikk brent oljen fra 57 dollar til 37 dollar fatet.

**Scatec Solar**
Improving our future™

Investeringsklubben tok posisjon tidlig i april, og opplevde derfor den sterke oppgangen som fulgte inn mot sommeren. Vi tror årsakene til oppgangen blant annet var økende forståelse og oppmerksomhet rundt caset. SSO annonserte også i perioden flere kontrakter som har resultert i hevede konsensus-estimer.

Nedturen etter sommeren tror vi kom som følge av en blanding av makrorelaterte og selskapsspesifikke forhold. Oljeprisen falt ~35% i perioden fra "all time high" (ATH) i SSO til årsslutt. Når oljeprisen faller er teorien at solkraft blir et mindre attraktivt alternativ i energimixen, og dermed at investeringstakten i solenergi vil falle. Samtidig reviderte også SSO guidingen mot årsslutt og rapporterte om noe lenger tidsramme på vekstplanen som følge av utsettelse av enkelte prosjekter.

Vi fortsetter å være positive til SSO, og mener denne nedturen er forbigående. Forretningsmodellen og de langsiktige vekstplanene fremstår som gode, og vi tror selskapet har evne til realisere sine ambisjoner. På tross av frykt i markedet endte investeringene i solsektoren på ATH-nivå i 2015. Vi forventer at denne trenden vil fortsette i takt med at solkraft blir stadig mer konkurransedyktig i energimixen globalt.

SpareBank 1 Midt-Norge (MING)

SpareBank1 SMN er en regional selvstendig sparebank med lokal forankring. Banken er regionens ledende finanskonsern og en av seks eiere i SpareBank 1-alliansen. Som følge av EU-direktivet for kapitaldekning er norske banker pålagt å bygge opp en bestemt andel kjernekapital. Sparebank 1 SMN skal etter planen nå sitt kjernekapitalkrav (på 13,5 %) i 2016. Denne er nådd og ved utgangen Q3 2015 var kjernekapitaldekningen på hele 19,3%. MING ansees som godt posisjonert ift. økte kapitalkrav ved Solvens II som ble innført 1. januar 2016. Ved nådd kjernekapitalkrav vil banken øke utbytte, og dette vil føre til en reprising av aksjekursen. SpareBank 1 SMN er i våre øyne en av de mest solide sparebankene i landet. Dog har markedsuren som følge av lavere oljepris tynget aksjekursen det seneste året, og er y-o-y ned ca. 10%.



MINGs 2015 resultat var lavere enn i 2014, noe som hovedsakelig skyldes finans- og avviklingskostnader knyttet til meglerhuset og skadeforsikringskostnader knyttet til mye uvær i regionen. Følgelig er ROE lavere enn fjoråret, men endte fortsatt på 17,2% for inneværende år. Dette tilsvarer en betydelig fundamental oppside (handles under 1 på p/b).

AKER(AKER)

AKER ASA er et industrielt investeringsselskap som er konsentrert rundt sektorene olje og gass, maritime eiendeler, sjømat/marin bioteknologi og eiendom. Dagens investeringsportefølje består av 8 børsnoterte selskaper (AKASTOR, AKSO, DETNOR, HAVFISK, KVÆRNER, OCY, AMSC, AKPS), samt det ikke-børsnoterte selskapet Aker BioMarine. NAV per utgangen av 2015 er rundt 240 kr, noe som innebærer at aksjen prises til 40 % rabatt av NAV. Selskapet betaler i tillegg ut 10 kr per aksje i utbytte, noe som gir en direkteavkastning på 6-7 %.



2015 kan kort oppsummeres som et stille år for Aker som morselskap, med salget av eiendommen på Fornebu som den viktigste enkelthendelsen. Inn i 2016 ser vi potensiale i aksjen grunnet solid kontantbeholdning, som gir Aker muskler til å delta i konsolideringsfasen som nå skjer i oljesektoren. I tillegg mener vi at investeringsporteføljen til Aker er attraktiv når man tar hensyn til rabatten vi kan kjøpe den til.

Oppsummert mener vi at NAV-rabatten i AKER er for høy og at "Røkke-rabatten" over tid vil falle. I tillegg gir selskapet en viktig eksponering mot energisektoren på Oslo Børs.

Wilh. Wilhelmsen Holding ASA (WWI)

Wilh. Wilhelmsen Holding ASA er et norskeid rederi og tilbyder av maritime tjenester. Selskapet utøver sin virksomhet gjennom to datterselskaper; børsnoterte Wilh. Wilhelmsen ASA (WWASA) og det heleide Wilhelmsen Maritime Services.

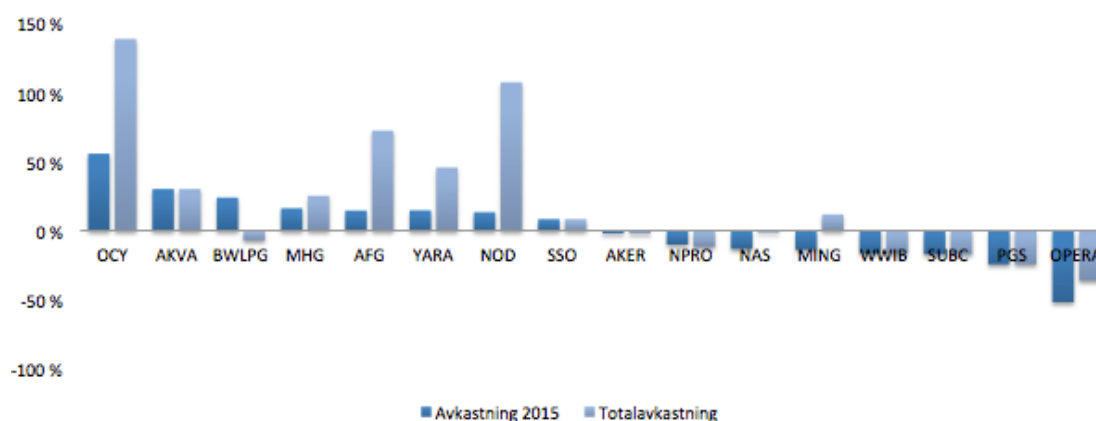


Slik vi ser det er selskapet attraktivt priset på underliggende verdier. Et godt eksempel er WWASAs eierskap i det sør-koreanske selskapet Hyundai Glovis, som utgjør majoriteten av verdiene som er reflektert i WWASAs aksjekurs. Selskapets egenopererte flåte på omlag 140 skip er i svært liten grad priset inn i selskapsverdien.

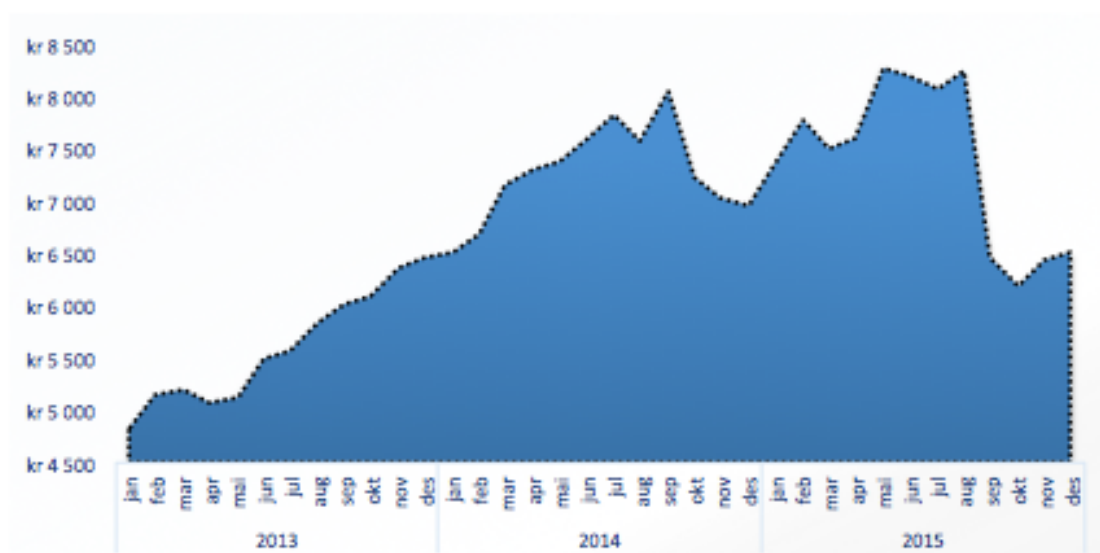
Det finnes imidlertid noen risikomomenter. Selskapet frakter rullende last til blant annet gruveindustrien. Vedvarende lave råvarepriser kan redusere etterspørselen etter slik last. Vi tror dette er noe av bakgrunnen for den svake kursutviklingen vi har sett i aksjen. Videre medfører en komplisert selskapsstruktur risiko for at selskapets underliggende verdier ikke synliggjøres. Selskapet skal imidlertid skille ut sitt eierskap i Hyundai Glovis i et separat, børsnotert foretak med navn "Treasure ASA". Vi tror dette blir en positiv trigger i tiden fremover.

Avkastning og utvikling

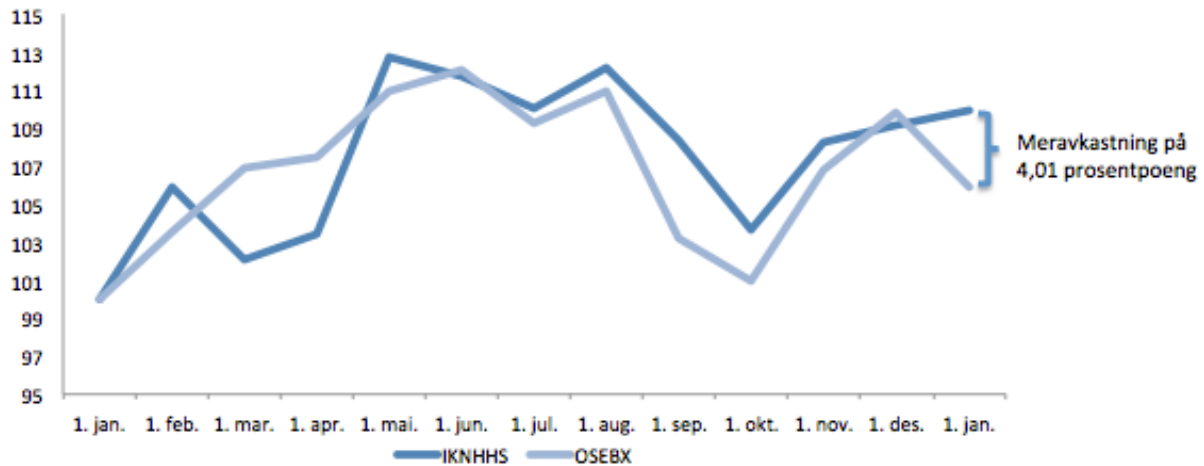
Avkastning for 2015 og totalt pr. aksje



Andelsverdi eksklusivt utbytte siden 01.01.2013

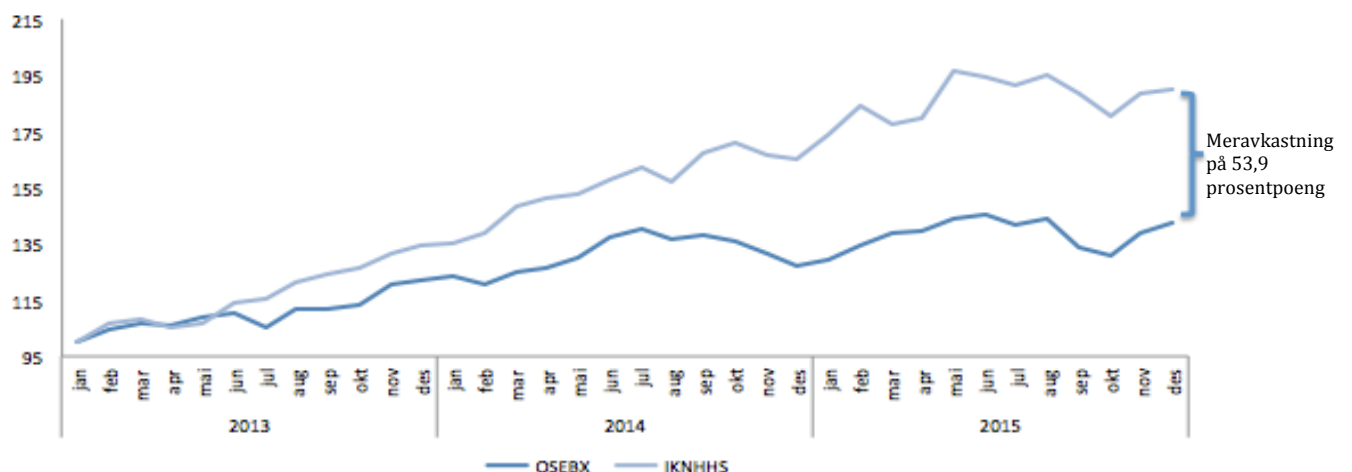


Utvikling mot OSEBX siden 01.01.2015



IKNHHS-porteføljen har i 2015 hatt en avkastning på 10%, noe som tilsvarer en meravkastning 4.01 prosentpoeng sammenlignet med vår benchmark-indeks (OSEBX). Siden 01.01.2013 har våre aksjonærer hatt en samlet avkastning på 91,32%, OSEBX har i den samme perioden hatt en avkastning på 37,42%. Dette tilsvarer en meravkastning på drøye 53,9 prosentpoeng.

Utvikling mot OSEBX siden 01.01.2013



Avsluttende ord

IK NHHS AS har helt siden oppstarten hatt stort fokus på å levere konkurransedyktig avkastning i forhold til andre ledende aksjefond. Denne målsetningen vil vi fortsette å jobbe hardt mot i årene som kommer.

Kontaktinfo

Vi setter pris på tilbakemeldinger og spørsmål angående IK NHHS. Ta gjerne kontakt med oss via post@iknhhs.no, eller besøk vår nettside iknhhs.no