

# Årsrapport 2017

Investeringssklubben NHHS AS

---

*Et utfordrende år for IKNHHS' fleksible  
verdiinvesteringsstrategi*

## Innholdsfortegnelse

<b>1. Aksjemarkedet i 2017</b> .....	<b>3</b>
<i>Veien videre</i> .....	5
<b>2. IKNHHS sin investeringsfilosofi</b> .....	<b>6</b>
<b>3. Porteføljen i 2017</b> .....	<b>8</b>
<b>4. Utvikling mot Oslo børs i 2017</b> .....	<b>9</b>
<b>5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013</b> .....	<b>9</b>
<b>6. Total avkastning for alle investeringer i 2017</b> .....	<b>10</b>
<b>7. Beste og dårligste investeringer i 2017</b> .....	<b>11</b>
<i>Beste investering</i> .....	12
<i>Dårligste investering</i> .....	12
<b>8. Porteføljrisiko</b> .....	<b>13</b>
<b>9. Porteføljen ved inngangen til 2017</b> .....	<b>17</b>
<i>Aker</i> .....	17
<i>NRC Group</i> .....	18
<i>Borregaard</i> .....	19
<i>Höeg LNG Holdings</i> .....	19
<i>Norwegian Air Shuttle</i> .....	21
<i>Protector forsikring</i> .....	22
<i>Scatec Solar</i> .....	23
<i>Norwegian Finance Holding</i> .....	25
<i>Storebrand</i> .....	26
<i>Subsea 7</i> .....	27
<i>XXL</i> .....	28
<b>10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2018</b> .....	<b>29</b>
<b>11. Avkastning siden kjøp</b> .....	<b>30</b>
<b>12. Avsluttende ord</b> .....	<b>31</b>
<b>Kontaktinfo</b> .....	<b>31</b>

## 1. Aksjemarkedet i 2017

2017 har vært et sjeldent godt børsår med flere nye rekorder og en kursoppgang for hovedindeksen på Oslo Børs på usedvanlige 19,1%. Gjennom børsåret har det blitt registrert hele 50 historiske toppnoteringer. Vi må tilbake til 2013 for å finne et år med bedre avkastning og helt tilbake til 2005 for å finne et år med flere rekordnoteringer.

2017 var et svært hendelsesrikt år, da spesielt i USA, men også på Oslo Børs har det vært rekordhøy aktivitet. Emisjonsvolumet på Oslo Børs nådde nye rekorder gjennom året, godt hjulpet av 21 børsnoteringer. Det er det høyeste antall noteringer siden 2007, og blant nykommerne har vi blant annet Borr Drilling, EVRY, Sparebank 1 Østlandet og Northern Drilling. Hovedindeksen beveget seg i midlertidig sidelengs første halvdel av 2017, før den virkelig skjøt fart i andre halvdel. For Investeringssklubben NHHS AS (IKNHHS) ble endte året dessverre med mindreavkastning i forhold til indeks da den skjøt fart på høsten, og fondet endte med en totalavkastning på 8,9%.

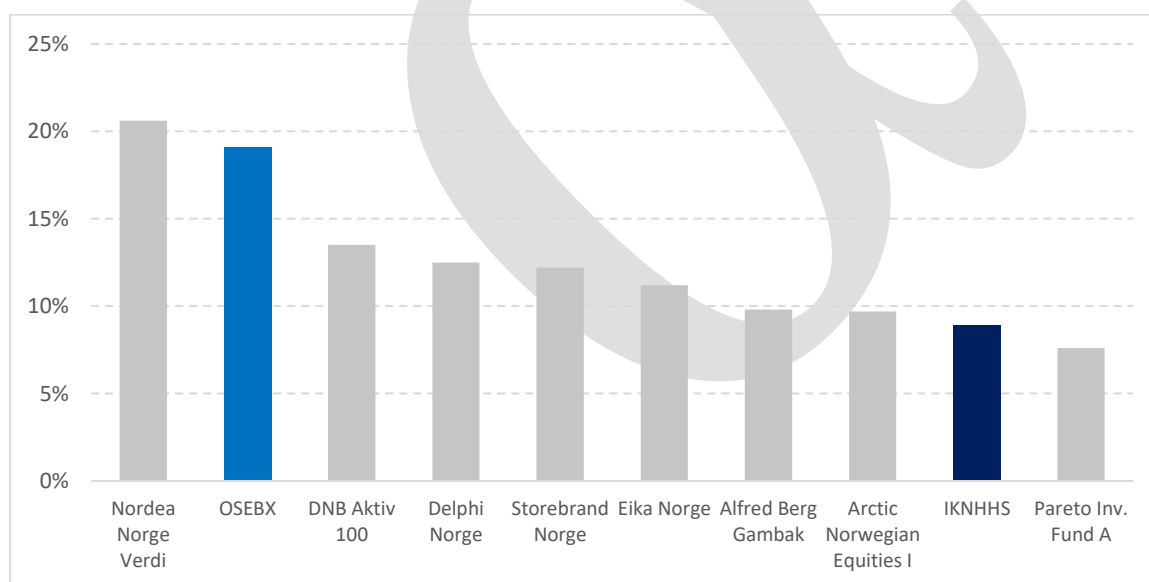
Tidlig i 2017 var det vanskelig å se for seg den den eksepsjonelle avkastningen børsen skulle gi gjennom året. Fallende oljepris (Brent) og usikkerhet rundt Trump generelt og hans skattereform gjorde at det potensielle utfallsrommet var stort. Oljeprisen falt 10 dollar fra 55 USD til 45 USD det første halvåret, men da sannsynligheten for en forlengelse av produksjonskuttene i OPEC ble større og større i sommermånedene så aldri oljeprisen seg tilbake. Ved årsslutt noterte Brent oljen seg for 66 USD i spot markedet, dens høyeste notering på nesten tre år. For året som helhet steg oljeprisen 12%, noe som bidro til den gode stemningen på en fortsatt oljetung Oslo Børs.

2017 kan karakteriseres som tungvekterens år ettersom de viktigste bidragsyterne til årets oppgang var indekstunge selskaper som Telenor, DNB og Norsk Hydro, som kunne skilte med en oppgang på henholdsvis 36,4%, 18,4% og 51%. I tillegg kunne Statoil, hovedindeksens

største selskap, vise til en oppgang 10,6%. Til sammen utgjør disse fire selskapene 45,5 % av hovedindeksen og bidro dermed til nesten 62% av oppgangen på OSEBX.

Verdens børser har også blitt hjulpet godt av et solid oppsving i verdensøkonomien, med en god vekst i de fleste land. Ting går spesielt bra i USA og Tyskland, som i stor grad setter stemningen for de fleste vestlige markeder. Både i Tyskland og USA er arbeidsledigheten på rekordlave nivåer. De rekordlave rentene har virkelig satt fart på økonomien, og man frykter at oppgangen har blitt blåst for mye opp av sentralbankene og deres ekspansive pengepolitikk.

Som nevnt var 2017 et utfordrende år for aktiv forvaltning. Undervekt av tungvektene sammenlignet med Hovedindeksen (OSEBX) gjorde det svært krevende å skape meravkastning for enkeltåret 2017. Dette fikk de aller fleste aktivt forvaltede fond merke på kroppen. En rask titt på sammenlignbare, store norske fond (justert for forvaltningskostnader) illustrerer poenget, da de aller fleste oppnådde lavere avkastning enn Hovedindeksen.



Dette tilfører ny tennved for debatten rundt aktiv vs. passiv forvaltning. Forkjemperne for det sistnevnte mener at kostnadene og utfordringene rundt et aktivt forvaltet fond gjør at flere bør velge en passiv form for forvaltning. Vi er av den oppfatning at aktiv forvaltning er

essensielt for et velfungerende kapitalmarked, og mener det er fortsatt mulig å oppnå høy verdiskapning gjennom vår investeringsfilosofi.

---

## Veien videre

*The million dollar question* er så om 2018 er året da dette usedvanlige bullmarkedet skal ta slutt, og hva som eventuelt blir den store katalysatoren som får markedet til å snu.

En av de fundamentale faktorene bak den nærmest uavbrutte globale børsoppgangen siden 2009 er den ekspansive pengepolitikken sentralbankene har ført i etterkant av Finanskrisen, i et forsøk på å stimulere verdensøkonomien. Som følge av historisk lave rentenivåer, kombinert med kvantitative lettelser, har tilgangen på penger vært ekstremt billig og medført svært lav alternativavkastning ved å ha pengene i banken. Dette har fungert som en katalysator for økt verdsettelse av aktiva og dermed gjort det attraktivt å investere i aksjer og andre verdipapirer. Dette har resultert i at aksjer nå prises svært høyt etter historiske mål. Shiller P/E ratio (også kjent som CAPE) måler prisen på den brede S&P 500 indeksen relativt til ti års gjennomsnittlig inntjening. Per i dag er den cyclically adjusted price-to-earnings (CAPE) ratioen 33, sammenlignet med et gjennomsnitt på 16.8 over de siste 117 årene. Kun én gang tidligere har ratioen vært på et høyere nivå, nemlig under dot-com boblen i 2000. Med andre ord, har man kun ved én tidligere anledning måttet betale mer per krone inntjent på den amerikanske børsen enn man må i dag. På den andre siden må dette sees i sammenheng med det historisk lave rentenivået.

Dersom dagens stive aksjekurser er et resultat av sentralbankenes generøsitet, vil reverseringen av deres pengepolitikk kunne medføre en reprising av markedet. Om dette er tilfellet vil vi muligens få svar på i nær fremtid. Som et resultat av en robust global makroøkonomi har inflasjonspresset omsider begynt å ta seg opp igjen. Følgelig har The Fed satt opp renten tre ganger i løpet av det siste året, fra 0.75 til 1.50 %, mens Bank of England i

november satt opp renten for første gang på mer enn ti år. Den europeiske sentralbanken har også varslet at de vil fortsette å trappe ned sine kvantitative lettelsler i løpet av 2018. Fortsetter sentralbankene i samme spor, slik det meste tyder på, vil rentene på statsobligasjoner øke og det vil da bli mindre attraktivt å eie aksjer sammenlignet med disse risikofrie obligasjonene. I tillegg vil høyere renter føre til at avkastningskravet, eller neddiskonteringsfaktoren, på selskapers fremtidige inntjening øker. Da vil nåverdien av disse inntjeningene - og følgelig selskapene - synke. For å motvirke den negative nåverdi-effekten av et høyere avkastningskrav, må selskapenes inntjening dermed vokse i samme hastighet som sentralbankenes renteøkninger.

Det er selvsagt også andre faktorer som vil påvirke markedet i 2018. Eksempelvis, spiller oljeprisen alltid en sentral rolle i utviklingen på Oslo Børs. Dessuten preges det globale nyhetsbildet stadig av politisk usikkerhet. Det er fortsatt vanskelig å forutsi hvordan Brexit eller Trumps proteksjonistiske handelspolitikk vil påvirke verdensøkonomien, og det er til enhver tid en viss grad av frykt tilknyttet hva Nord-Korea kan foreta seg. Disse faktorene er det svært vanskelig å predikere, men er noe vi vil følge nøye med på i året som kommer.

Prisingen vi ser i aksjemarkedet i dag er på ingen måte betryggende for en verdiinvestor som Investeringsklubben NHHS, og vi har derfor et forholdsvis forsiktig markedssyn for året som kommer. Vi utforsker ulike måter å hedge porteføljen mot en større markedskorreksjon, samtidig som vi vil fortsette å lete etter konservativt prisede aksjer som enda tilbyr en viss "margin of safety".

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

## 2. IKNHHS sin investeringsfilosofi

Å forvalte NHH-studenters egne sparepenger medfører et stort ansvar. Dermed nedlegges det betydelig med tid og ressurser i arbeidet med å velge aktuelle investeringer som passer med

## Årsrapport

vår langsiktige strategi. Vårt formål har alltid vært å identifisere selskaper som fundamentalt kan forsvare en høyere aksjekurs enn hva vi på det gitte tidspunkt observerer i markedet. En rekke faktorer kan forsvare en slik konklusjon: Et fremragende ledelsesteam som kjenner industrien bedre enn noen andre; et bærekraftig kompetitivt fortrinn som skaper aksjonærverdier utover hva ens konkurrenter har mulighet til; en vanskelig replikerbar businessmodell som er robust i mange tenkelig 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 rettfærdiggjør en tilnærmet fullinvestert aksjeallokering. Samme aspekt tillater oss også å sitte i lang tid i selskapene vi investerer; flere av våre beste investeringer har vi sittet med i flere år. Vi søker å holde en diversifisert portefølje, hvor vi har mange kort å spille på, noe som vil eliminere store deler av den usystematiske risikoen. På den annen side vil vi ikke investere i flere selskaper enn vi klarer å ha en tett oppfølging av og fortløpende være oppdatert på status quo. Foruten å diversifisere på selskapsplan vil vi også etterstrebe å holde en portefølje som representerer mange industrier. Dette tillater oss å fokusere allokeringen mot markedsledere innen sine respektive industrier. Med en langsiktig tidshorisont har vi mulighet til å følge opp de fundamentale driverne av selskapenes lønnsomhet. Dette har historisk gitt en veldig attraktiv markedsjustert avkastning for våre andelseiere.

### 3. Porteføljen i 2017

IKNHHS leverte i 2017 en avkastning på 8,9 %. Til sammenligning steg Oslo Børs 19,1 %. Oppnådd avkastning ligger dermed 10,2 prosentpoeng under Oslo børs. Siden 1. jan 2013 har IKNHHS levert en annualisert årlig avkastning på 20,2 %, sammenlignet med 12,9 % for Oslo Børs. Total avkastning siden 2013 er 251 % for IKNHHS og 183 % for Oslo Børs.

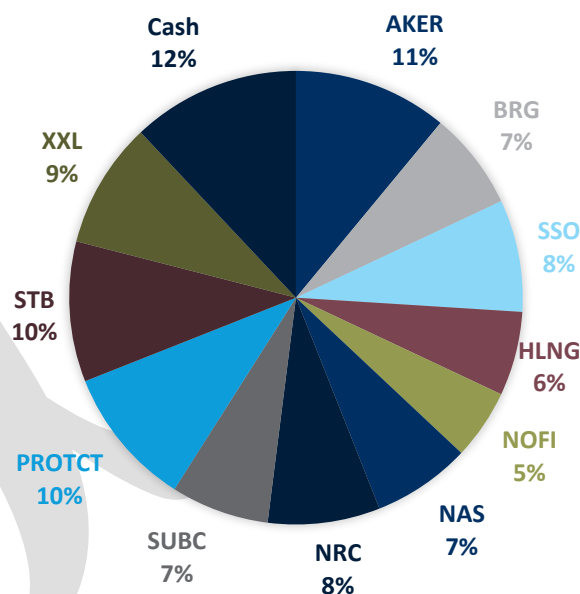
Aksjene med høyest prosentvis avkastning i 2017 var Storebrand (41 %), Scatec Solar (28 %) og Protector Forsikring (26 %).

I den andre enden av skalaen med størst negativ avkastning finner vi Höegh LNG (-31 %), Norwegian (-21 %) og The Scottish Salmon Company (-12 %).

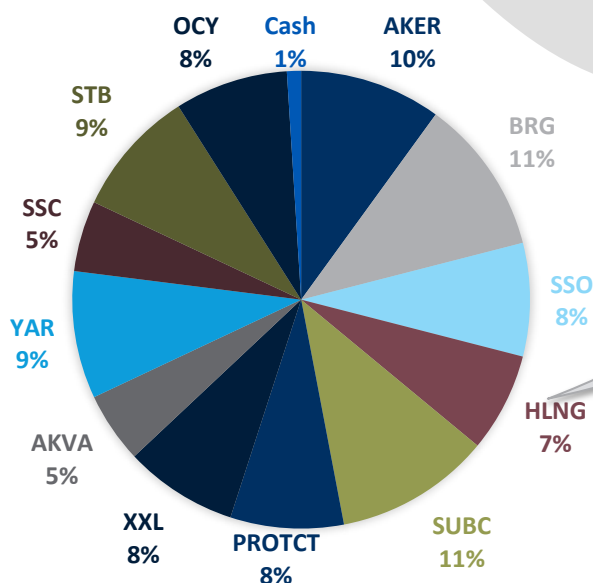
#### NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2018

TOTAL AVKASTNING 2017		8,9%
TOTAL MARKEDSVERDI FOND	KR	1 744 959
ANDELSVERDI	KR	8 596

#### PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JANUAR 2018



#### PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JAN 2017



#### Solgt i 2017:

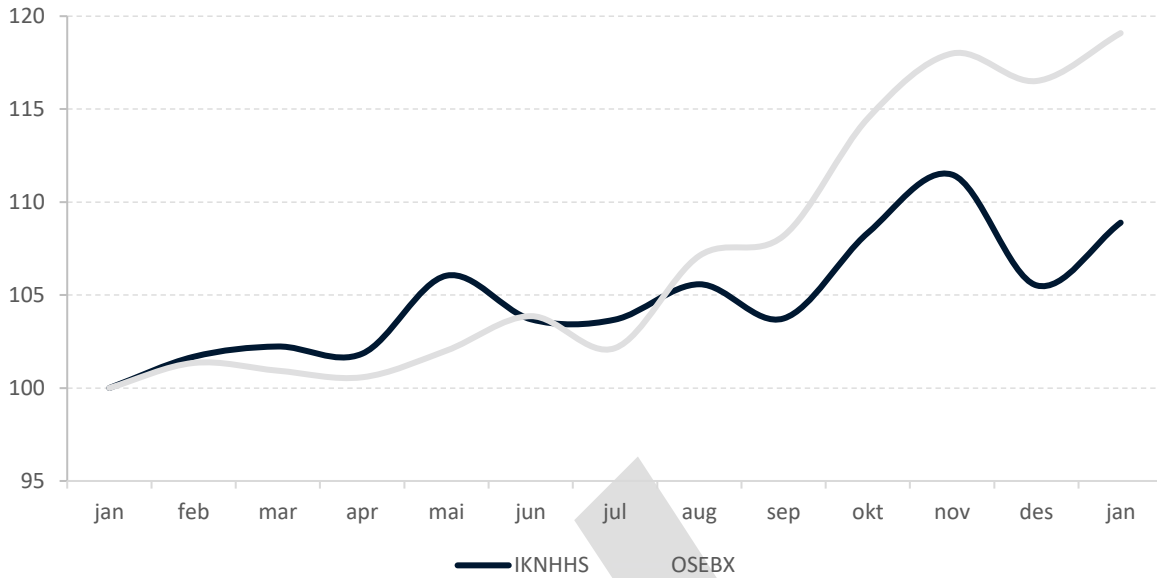
OCY  
AKVA  
YAR  
SSC

#### Kjøpt i 2017:

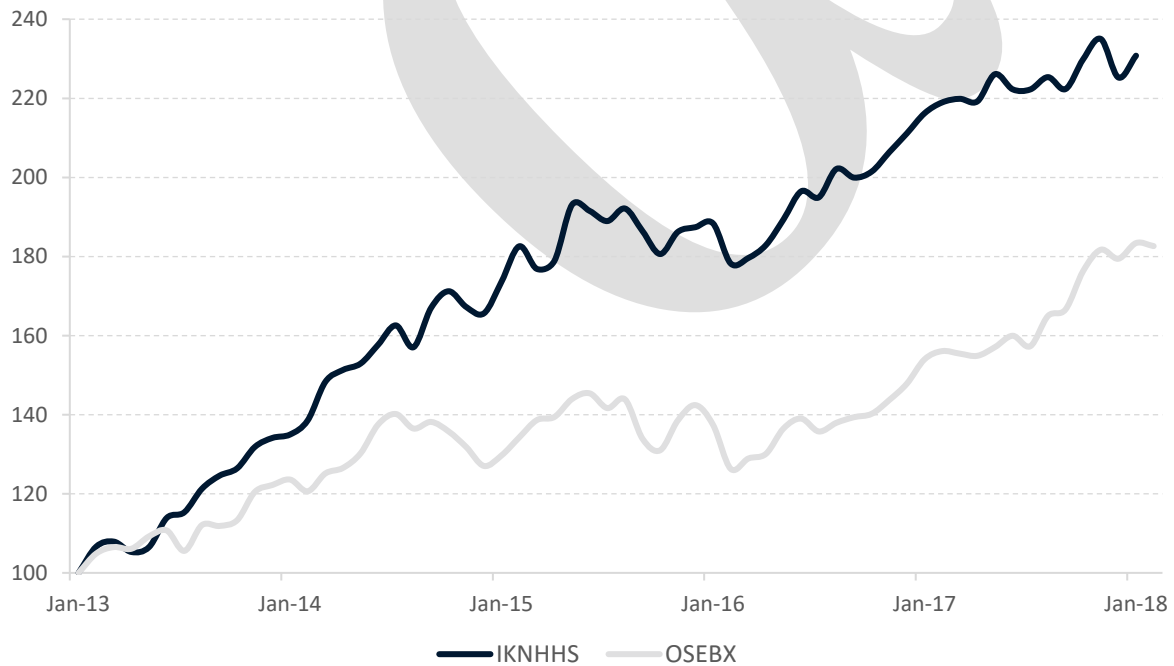
NAS  
NOFI  
NRC



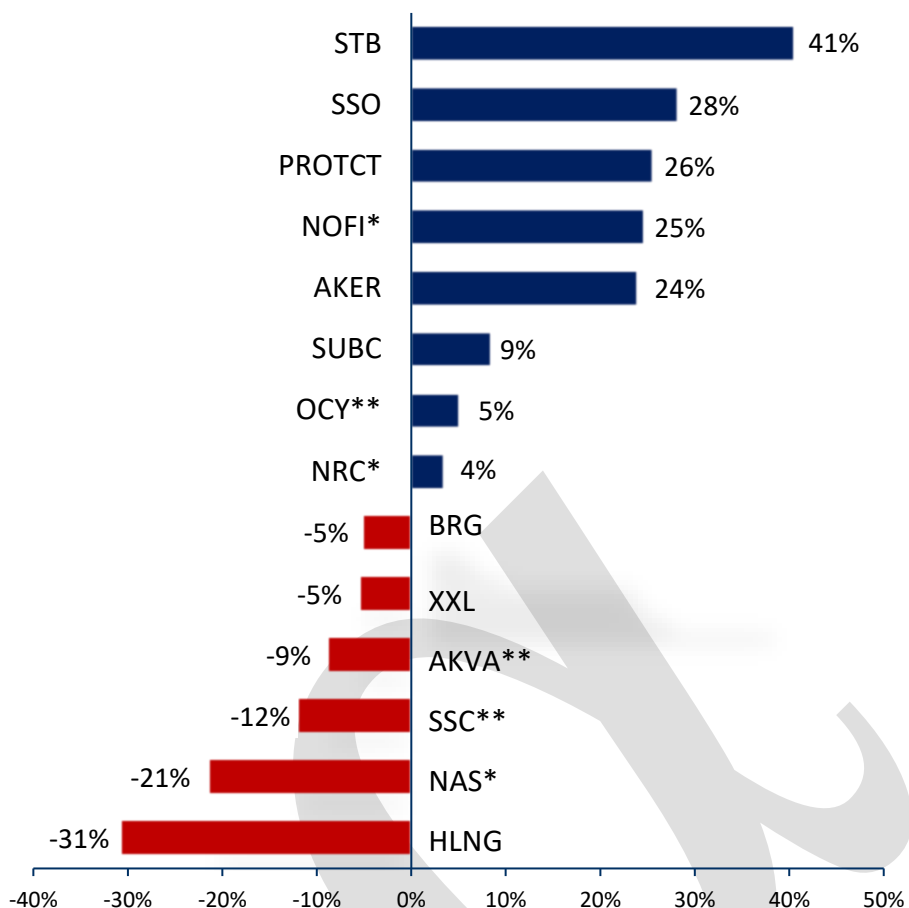
#### 4. Utvikling mot Oslo børs i 2017



#### 5. Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013



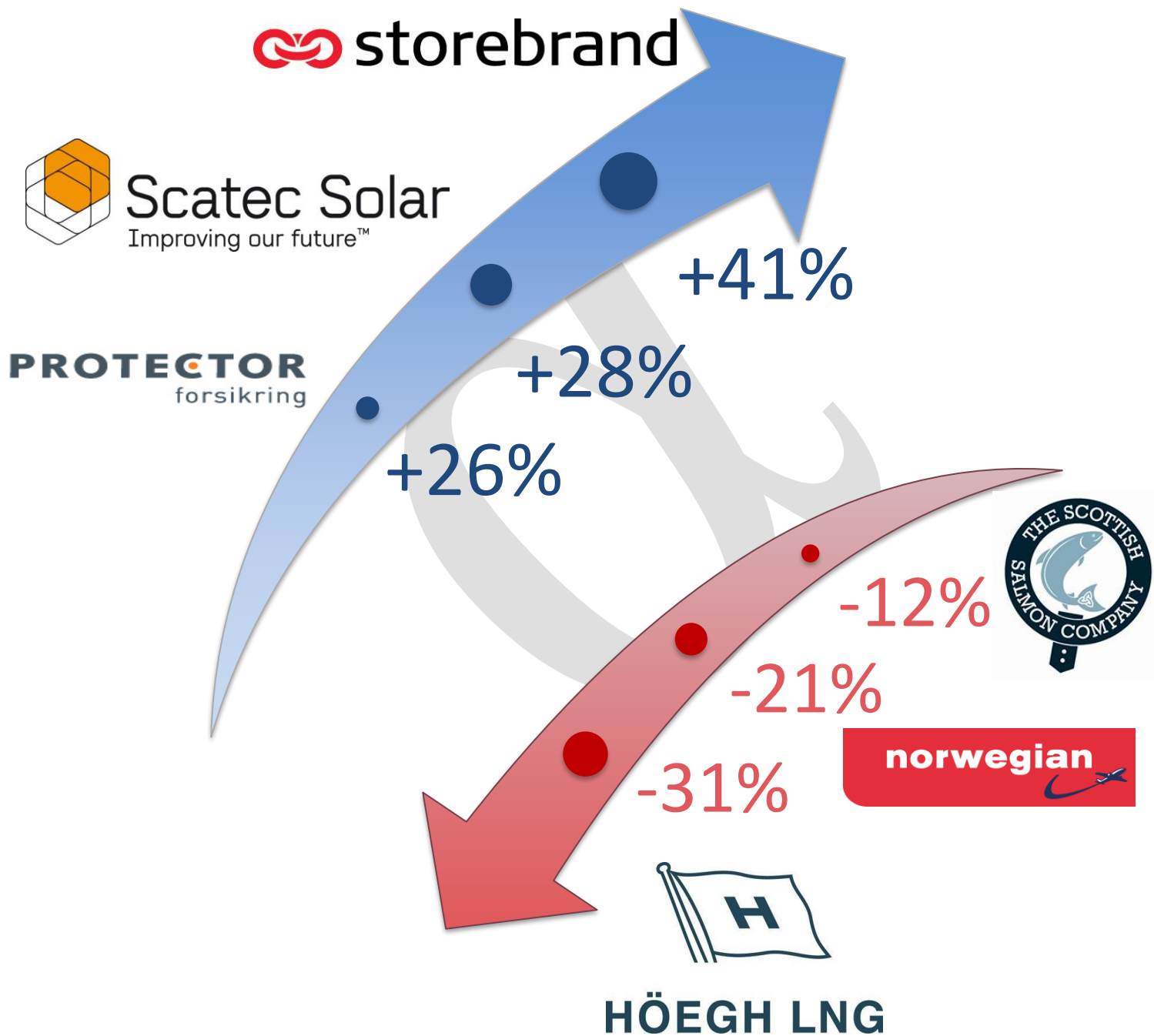
6. Total avkastning for alle investeringer i 2017<sub>1</sub>



\* Kjøpt i 2017

\*\* Solgt i 2017

7. Beste og dårligste investeringer i 2017



---

### Beste investering - Storebrand

Storebrand ble fondets beste posisjon i 2017 med en avkastning på 41 %. Den gunstige avkastningen skyldes primært at den makroøkonomiske utviklingen har vært i selskapets favør og underbygger selskapets egne disiplinerte innsats for å transformere seg til et ledende kapitallett sparekonsern med betydelig kapitalfrigjøring (utbytter) i årene framover. Som en bekreftelse på den positive utviklingen ble det foreslått et utbytte på 2,5 kr per aksje for 2017, noe som overgikk markedets forventninger og som gir fondet en direkteavkastning på 6,25 %. Dette vil øke årene fremover i takt med at kapital fortsetter å bli frigjort fra gamle produkter med garantert avkastning.

I tillegg til denne utviklingen fortsetter Storebrand å bygge posisjonen som Norges ledende sparekonsern gjennom oppkjøpet av Skagenfondene og overtakelsen av Silver. Produktene Aksjesparekonto og Individuell pensjonssparing ble også lansert i det norske markedet i 2017, noe som har bidratt til økt sparing blant privatpersoner. Ny pensjonsreform og den underliggende utviklingen at Nordmenn flest sparer for lite til pensjon gjør at Storebrand er godt posisjonert til å fortsette transformasjonen til å bli Norges ledende sparekonsern – med svært attraktive utbytter i årene framover.

---

### Dårligste investering - Höegh LNG

Et utbyttejustert fall på 31 % i 2017 kan trygt kalles helt forferdelig. På starten av året så det endelig ut som om det skulle løsne for Höegh LNG etter et relativt flatt 2016, med to etterlengtede kontraktsigneringer i desember 2016 og refinansiering av et obligasjonslån måneden etter. Istedenfor ble 2017 et år hvor alt som kunne gå galt gikk galt. Chile-prosjektet ble utsatt i 12-18 måneder, og begge kontraktene som ble tildelt i desember 2016, Ghana og Pakistan, ble i høst kansellert. Det er lett å spørre seg selv om hva mer som kan gå galt nå.

Vi har undervurdert den projektrisikoen knyttet til aksjen og har tatt lærdom fra det. Spørsmålet er om denne risikoen faktisk er så stor at selskapet fortjener å prises til en så stor rabatt i forhold til kontantstrømmen som kommer til å bli generert. HLNG har nå i dag tre FSRUer uten kontrakt, hvorav to skal leveres i 2018 og én i 2019. I tillegg er den FSRUen som egentlig skulle brukes i Ghana på kontrakt som LNG-tankskip. Hvis man setter nybyggpris som verdi på disse, og regner ut kontantstrømmen til de andre FSRUene, er verdien av aksjen rundt 70 kroner, sammenlignet med dagens kurs på litt under 60 kroner. Vi mener kursfallet som har skapt denne rabatten er overdrevet, og syns dermed aksjen er billig. Vi tror på en reprising mot 70 kroner, i tillegg til at selskapet får nye kontrakter som faktisk materialiserer seg, og at kursen går videre på dette. International Gas Union estimerer at antall operative FSRUer skal doubles til 50 innen 2025, og HLNG er et ledende selskap med en god trackrecord som kommer til å få noen av disse. I tillegg er det viktig å påpeke at FSRUene som ikke har kontrakt kan brukes som LNG-tankskip mens de ikke har kontrakt, slik som nå bli gjort med FSRUen som egentlig skulle brukes i Ghana. LNG-tankskipmarkedet er i bedring, så det gir en grei kontantstrøm mens man venter på en fast FSRU-kontrakt.

## 8. Porteføljerisiko

Risikojustert avkastning er – satt på spissen – det eneste som betyr noe i forvaltningsverden: hvilken risiko har forvalter påtatt seg for å nå årets resultat? I teorien medfører høyere avkastning at man er villig til å påta seg høyere risiko. De to skal gå hånd i hånd. For å si noe fornuftig om oppnådd avkastning, kommer en ikke utenom porteføljens risikoprofil. I tråd med vår langsiktige investeringsfilosofi tilstreber IKNHHS å holde en portefølje med attraktiv *risk/reward* (RR) til enhver tid.

Risiko kan være et ullent begrep å definere – hva inngår egentlig? Den mest presise definisjonen kan tilskrives Elroy Dimson, som sier:

*Risk means more things can happen than will happen.*

## Årsrapport

Så kort og konsist at det blir vakkert. Videre, i investeringsøyemed kan risiko splittes i to underkategorier:

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

### Risiko kan ikke (tilstrekkelig) kvantifiseres

En viktig erkjennelse for investorer er at risiko ikke kan kvantifiseres på en fullkommen måte. Det kan tenkes at risiko tidvis er korrelert med volatilitet eller andre kvantitative mål. Derfor er vi av den oppfatning at standardiserte risikomål, som i all hovedsak baserer seg på historisk volatilitet, (stort sett) er av begrenset verdi. Eksempler på slike er *Sharp-ratio*, *Beta* og *Value-at-Risk*.

Faktum er at mange av de beste investeringsmulighetene oppstår i nedgangsmarkeder, hvor volatiliteten ofte er høy. Den britiske økonomen Andrew Crockett har fanget sammenhengen:

*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. Men hvis overnevnte mål ikke fanger risiko på en god måte, hva gjør? Svaret er – ikke overraskende – at det ikke finnes noen universal måte å måle/bedømme/kategorisere den på. *It depends*.

Risiko kan kun bedømmes av sofistikert *andre-ordens*<sup>2</sup> *tenking*, hvilket læres gjennom erfaring og sunn fornuft. Ingenting kan måle seg med erfaring, som Spetalen kalles «*verdens dyreste og beste universitet*». Vi kunne ikke vært mer enig.

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

<sup>2</sup> Den engelske frasen *second-level thinking* klinger noe bedre

avkastning, uten å ha noe «konkret» å vise til. Det kan selvfølgelig være tilfellet, men ikke nødvendigvis. Utfordringen består i at investor har begrensede muligheter til å kontrollere hvorvidt det stemmer eller ei.

Ønskes dette gjort, må det nedlegges betydelig arbeid – gjerne gjennom flere år, for å kunne gjøre seg opp en kvalifisert mening. Dette aspektet bidrar til å gjøre investering fryktelig vanskelig, og er på mange måter kjernen i hvorfor de fleste bør avstå fra å investere på egenhånd.

Men når en tenker over det, er denne kvalitative tilnærmingen prinsipielt ikke forskjellig fra analogien om å sende bilen på service. Der kan man få beskjed om at *parallellstaget* og *endeleddet* må byttes. Med mindre man er bilmekaniker (hvilket gjør et regulært besøk hos verksted noe absurd) eller har interesse innen feltet, ender man stort sett opp å ta mekanikerens diagnose for god fisk – hvem kan argumentere mot at parallellstaget *ikke* trenger å byttes?

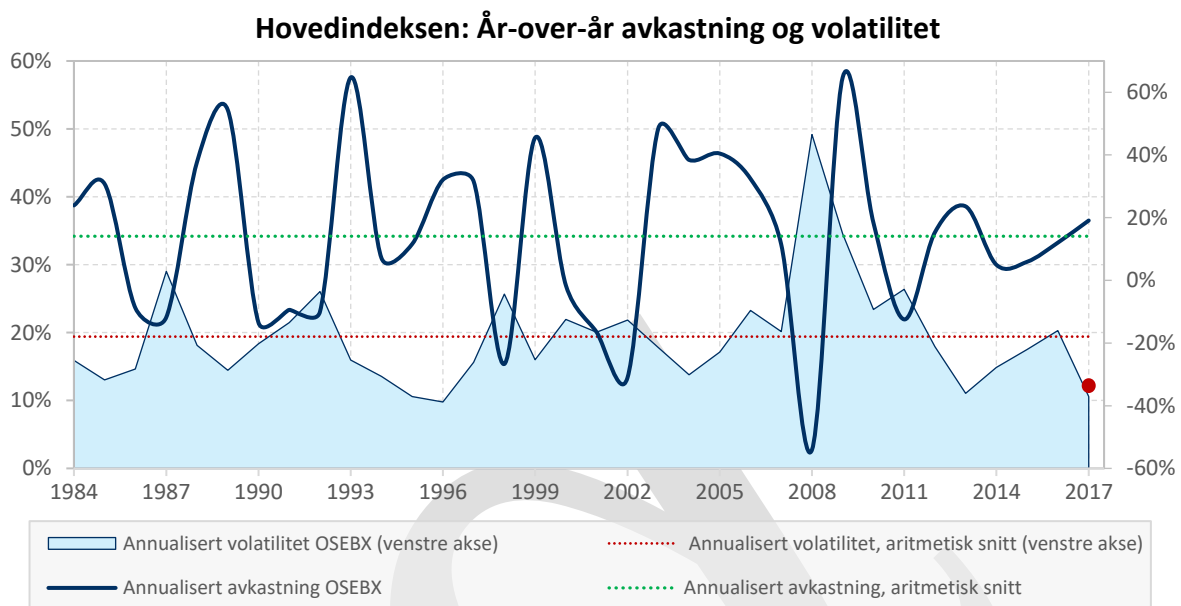
Løsningen er tillit mellom partene, hvilket bygges opp over tid. Den kan ikke kjøpes – den må akkumuleres.

### Porteføljrisiko i 2017

2017 var fra et risikoperspektiv på mange måter et besynderlig år; markedet steg nærmest lineært fra januar ut desember. Annualisert volatilitet på Hovedindeksen endte på 10.6 %, om lag halvparten av snittet de siste 35 år, og vi må helt tilbake til 1996 for å finne et lavere tall (9.6 %).

Videre var største *drawdown*, som måler fall fra topp til bunn, marginalt over 5 prosent. Basert på dette kan en fort bli forledet til å tro at økonomien og markedene er i skjønneste orden, en oppfatning vi ikke nødvendigvis deler. Korte og lange renter ligger fortsatt på nivåer som er

mer forenlig med depresjon enn bærekraftig økonomisk vekst.<sup>3</sup> Vi mener det er mer risiko i systemet enn hva fjorårets resultater impliserer. Et høyt priset marked vanskeligjør også arbeidet med å identifisere underprisende selskaper som kan skimte med en attraktiv risk/reward.



Dette var viktige årsaker til at IKNHHS i 2017 valgte en mer forsiktig tilnærming, med prioritering av *risiko for tap* over *risiko for tapte muligheter*. I retrospekt kan det sies at vi var overkant forsiktige, og en endring i porteføljens risikoprofil er et tema som har blitt hyppig diskutert inneværende år. Basert på hva vi har sett så langt i 2018, med volatilitet tilbake på banen, er strategiene som passet for markedet i 2017 ikke nødvendigvis egnet for veien videre.

<sup>3</sup> De interesserte anbefales å lese Howard Marks' *The Most Important Thing* samt Nicholas Nassim Talebs *Fooled by Randomness* for en dypere gjennomgang av emnet.



## 9. Porteføljen ved inngangen til 2017

---

### Aker

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



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

Når vi først kjøpte oss inn i selskapet høsten 2015 var rasjonale en gunstig eksponering mot kvalitetsselskaper innenfor de nevnte industriene, til en sterkt rabattert pris. I tillegg var Akers sterke balanse et pluss, hvor vi argumenterte for selskapets mulighet til å være en konsolideringsaktør i en sektor under sterkt press.

Gjennom enkelte oppkjøp, konsolideringer og en redusert rabatt kan man si at denne tesen har spilt seg ut til en viss grad. Resultatet har vært noe både IKNHHS og andre aksjonærer kan ha gledet seg over. Vi anser fortsatt selskapene i porteføljen til Aker ASA som meget solide, og mener Aker ASA er et godt valg når man ønsker seg eksponering mot oljesektoren. Selv om rabatten til NAV har krympet noe siden vi først kjøpte aksjen ligger den fortsatt

på rundt 30%, noe vi synes er ufortjent høyt sammenlignet med relevante peers.

---

## NRC Group

NRC Group er et raskt voksende selskap i det nordiske jernbane- og infrastrukturmarkedet med god lønnsomhet. Selskapet har vokst organisk og gjennom oppkjøp som har bidratt til konsolidering i et fragmentert marked. Dette har posisjonert NRC som en totalleverandør for bygging av alle typer skinner, tog-, trikk- og tunnelbaneinfrastruktur, og de er posisjonert for større prosjekter og forventet vekst i investeringer hos Norske og Svenske myndigheter.



Gjennom 2017 har NRC Group fortsatt å levere sterk prosjektutførelse. I 2017 hadde selskapet en vekst på 20%, samtidig som marginene bedret seg ytterligere. De har vist en sterk evne til å vinne prosjekter, og ordreserven har økt 72% fra 1 548 millioner kroner til 2 408 millioner kroner. Selskapet har en langsiktig målsetning om å betale 30% av driftsresultatet i utbytte, uten at det skal gå ut over veksten, og foreslår utbytte på NOK 1,75 per aksje for 2017.

Videre har man sett en økning i anbudsaktivitet i Norge, etter en litt treg start for Bane NOR. Så langt i 2018 har NRC annonsert kontrakter for 933 millioner kroner, som inkluderer en kontrakt på 402 millioner i Oslo, den største kontrakten tildelt NRC i Norge. Dette er igjen en bekreftelse på NRCs evne til å vinne prosjekter, og styrker soliditeten til caset.

For å oppsummere caset så langt har NRC levert meget godt, som forventet. Samtidig har ikke aksjekursen gått noe særlig, noe som gjør at caset er enda bedre i dag enn da vi tok det inn i porteføljen. Vi gjentar soliditeten til caset,

med norske og svenske myndigheter som motparter, hvor det er vedtatt store investeringer innen jernbane de neste 10-20 årene gjennom Nasjonal Transportplan.

---

## Borregaard

Borregaard er et norsk industriselskap som produserer og selger biokjemikalier, alle produsert med utgangspunkt i en tømmerstokk. Borregaard er hva vi i IKNHHS kaller et Munger-selskap, etter Warren Buffets nestkommanderende, Charlie Munger. Munger-strategien kan oppsummeres i frasen [...] *buying wonderful companies at fair prices*.



Vi mener Borregaard kvalifiserer som et Munger-selskap, blant annet gjennom å operere i nisjer innen biokjemikalieproduksjon med store inngangsbarrierer. I tillegg har de en svært solid ledelse som har generert aksjonærverdier over tid.

Siden vi tok inn Borregaard i porteføljen i april 2016 (til en fornuftig pris) har pilene pekt oppover. Selskapet har levert solide resultater og fondet har fått med seg en verdistigning på 44 prosent siden den gang, dog ned -5 % i 2017. 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.

---

## Höeg LNG Holdings

Höegh LNG (HLNG) er verdens største leverandør av Floating Storage Regasification Units (FSRU), som er flytende importterminaler for flytende

naturgass (LNG). Dette segmentet har opplevd kraftig vekst de siste årene, fra én operativ enhet i 2005 til 27 i dag, og International Gas Union estimerer at det vil være rundt 50 operative enheter i 2025. Veksten blir drevet av at land dedikerer mer og mer av energimiksen sin til naturgass, primært av tre grunner: (i) det er relativt miljøvennlig, (ii) det er billig og (iii) det er stor tilgang på det, som er viktig for energisikkerheten. Det er først og fremst i Asia at forbruket av naturgass øker, og mange av disse landene har ikke tilstrekkelig importkapasitet. En FSRU er dermed attraktivt, fordi det er omtrent halvparten så dyrt og leveres dobbelt så raskt i forhold til den tradisjonelle landbaserte varianten. For å illustrere hvor konkurransedyktig en FSRU er, kan det trekkes frem at Australia vurderer å sette opp en enhet på østkysten som skal ta imot gass som produseres i Vest-Australia, fremfor å bygge gassrør gjennom landet.

Til tross for den sterke veksten, er FSRU-spillet en tålmodighetsprøve, noe HLNG og aksjonærene har fått føle på i lang tid. For et land er det snakk om store beslutninger som involverer politikk, økonomi og energi. Vi har dessverre sett at prosjekter blir forsinket eller utsatt, og budprosessene er lange. HLNG mistet i høst to kontrakter i Ghana og Pakistan som de vant i desember 2016, og prosjektet i Chile ble utsatt med 12-18 måneder. Markedet svarte med å sende aksjekursen ned 31 % i 2017 (justert for utbytte). Vi mener dette er en kraftig overreaksjon og synes aksjen er billig på dagens nivåer. Hvis man setter nybyggpris som verdi på de tre FSRUene som ikke har kontrakt pluss den som brukes som LNG-tankskip, er verdien av aksjen rundt 70 kroner, sammenlignet med dagens kurs på rett under 60 kroner. Vi ser dermed en oppside knyttet til reprising mot dette. I tillegg til at vi tror selskapet kommer til å få nye kontrakter fremover som øker verdien ytterligere. HLNG meldte i siste kvartalspresentasjon at det er høy anbudsaktivitet, og at de er i slutfasen på flere anbudsprosesser.



HÖEGH LNG

---

## Norwegian Air Shuttle

Vi solgte posisjonen i Norwegian i 2017 på bakgrunn i at caset ikke spilte seg ut på den måten vi og Norwegian selv hadde ønsket. Det var flere faktorer som samlet sett gjorde at selskapet ikke lyktes i å kapitalisere på sin potensielt gunstige posisjon i markedet.

Norwegians yield (inntekt per passasjerkilometer) var under press i 2017. Den høye veksten og behovet for høy fyllingsgrad førte til lavere yield enn forventet. Den høye veksten fortsetter i 2018 og vi forventer at press på yielden vil fortsette å være en utfordring for selskapet.

Uforventede kostnader knyttet til utdanning av piloter og innleie av fly og mannskap til sommersesongen bidro til ekstrakostnader for Norwegian på omtrent 1 mrd. kr i 2017. Dette skjedde også i 2016 og viser at Norwegian ikke klarer å håndtere veksten godt nok operasjonelt.

Manglende overflyvningstillatelse over Russland hindrer selskapet i å sette Dreamlinere i produksjon mot attraktive ruter i Asia. Markedet forventet at selskapet skulle få tillatelse til å fly over Russland i 2017, men forhandlingene endte uten resultat. Saken er imidlertid ikke lagt på is og nye forhandlingsrunder forventes å finne sted på et senere tidspunkt.

Økte enhetskostnader (kostnader per gjennomsnittlige setekilometer) for 2017 og trafikkallene for oktober var under forventning. Norwegian har ikke levert den kostnadseffektiviteten de lovet for 2017, noe som er skuffende. Selskapets suksess i et lengre perspektiv er helt avhengig av at de klarer å levere kostnadseffektive operasjoner, noe de ikke har klart å levere hittil. Det har vist



## Årsrapport

seg å være et gjennomgående problem for Norwegian at de ikke klarer å være gode nok operasjonelt.

Vi og markedet forventer negativ kontantstrøm for 2018 og 2019. Det estimeres et tap på over 1 mrd. for 2018, inkludert et salg av hele eierandelen i Bank Norwegian for å frigjøre midler. Videre estimeres det et tap på over 3 mrd. for 2019.

Konklusjonen vår er at Norwegian's høyrisikostategi levner ingen rom for feil. Det vi har sett så langt er langt fra feilfritt, noe som gjør at vi ikke tror at selskapet vil lykkes i å forfølge strategien uten å hente kapital. På bakgrunn av dette har vi valgt å selge posisjonen i Norwegian.

Vi bemerker at det fryktede emisjonsscenarioet spilte seg ut da Norwegian hentet 1,5 mrd. nok for å finansiere videre vekst i mars 2018. Vårt salg av aksjer, med positiv avkastning for eierskapet i Norwegian, gjorde at fondet unngikk et til dels betydelig og unødvendig tap.

---

### Protector forsikring

Protector forsikring er et skadeforsikringsselskap rettet mot privat og offentlig sektor i Norden og UK, samt en mindre operasjon knyttet til eierskifteforsikring i Norge.

**PROTECTOR**  
forsikring

Forsikringsbransjen er svært kompetitiv og riktig pris er avgjørende for å lykkes over tid. For å vinne nye kunder er man avhengig av å tilby den laveste prisen, men dersom man setter prisen lavere enn det den reelle risikoen er, kan man ende opp med å ha forpliktet seg til tapskontrakter i flere år framover.

Protectors kompetitive fortrinn er at de har et verdensledende kostnadsnivå. Dermed kan de underby sine konkurrenter og fremdeles bevare lønnsomheten.

## Årsrapport

Dette gjør at Protector historisk har vokst, og fremdeles vokser, med 15-20 % i året og kan fortsette å kapitalisere på sitt kostnadsfortrinn i en lang periode framover.

Med en egenkapitalavkastning på 20 % er dette et verdicase med såkalt «long runway» - her er det primært bare å ta tiden til hjelp og la de kapitalistiske drivkreftene spille seg ut. Et sitat fra Warren Buffett underbygger dette - *“Time is the friend of the wonderful company, the enemy of the mediocre”*.

Protector entret UK i 2016 og selskapet guider en videre geografisk ekspansjon i 2019. I 2017 fikk fondet en avkastning på 26 % på eierskapet i Protector. Vi i Børsklubben er svært imponert over selskapets utvikling hittil og føler oss trygge på at dette er et av de bedre casene å være investert i over tid på Oslo Børs.

---

### Scatec Solar

Scatec Solar ASA (SSO) er et norsk solenergiselskap som utvikler, bygger, eier og drifter solparker. De opererer i fremvoksende økonomier, også kalt «emerging markets». Her er fossile brennstoff en vesentlig del av energimiksen. I 2015 ble det for første gang dyrere å bygge ny elektrisitetskapasitet fra kull enn fra solenergi.

Aksjekursen til SSO la på seg 28 % i 2017 etter en sterk avslutning på børsåret. Gjennom året har selskapet fortsatt å ekspandere i sitt marked. Mot slutten av året kunne selskapet bekrefte at 794MW over fire prosjekter er klar for byggestart. Dette fordelt på de fire landene Malaysia (197MW), Brasil (162MW), Honduras (35MW) og Egypt (400MW). Det mest spennende prosjektet her er prosjektet med 400MW som skal bygges i Egypt. Her har SSO



51% eierskap hvor motparten er Egyptian Electricity Transmission Company (EETC) som er det eneste selskapet i Egypt lisensiert til distribusjon av elektrisitet. Avtalen er en 25 årig PPA(Power Purchase Agreement). Byggingen av anlegget starter i 1H 2018, og vi forventer en sterk inntjeningsvekst allerede fra konstruksjonsstart. Samtidig blir det spennende å se hvilke marginer selskapet klarer å hente ut fra denne byggeprosessen, og også fra salg av elektrisitet når anlegget er ferdig i 2019.

Vi vil også trekke fram prosjektet i Brasil som er i samarbeid med Statoil. Statoil har tydelig signalisert de seneste årene at de satser mer og mer på fornybar energi. Dette samarbeidet mellom Scatec Solar og Statoil ser vi på som svært fordelaktig for begge parter, og man kan bare spekulere i hva dette vil kunne ut i.

Vi opprettholder vårt positive syn på SSO. Selskapet har en solid finansiell posisjon og viser til en EBIT på 632MNOK for 2017, tilsvarende 38% av omsetningen. EBIT-prosenten på det største segmentet, strømproduksjon (1,120MNOK), er hele 59%. Vi forventer at denne prosentandelen vil bli noe lavere ettersom selskapet ekspanderer. Dette pga. strøm fra solcelleanlegg stadig blir billigere, men også mer attraktivt for forbrukermarkedet. Samtidig er teknologien for solpaneler i stadig forbedring, noe som kommer selskapet til gode på den operasjonelle driften.

Den integrerte business-modellen til selskapet gjør at de kan selv-finansiere vekst, noe vi mener er fordelaktig sett i sammenheng med vekstplanene til selskapet. Vi er tålmodige til ledelsen, selskapet og utbygging av prosjekter. Dette tar tid i land hvor solkraftproduksjon er en ny type energikilde. Dette krever omfattende politiske reguleringer og oppbygning av nye juridiske rammeverk.



Investeringsklubben gikk inn i denne aksjen april 2015 med mål om et langsiktig eierskap.

---

### Norwegian Finance Holding

Norwegian Finans Holding er best kjent som Bank Norwegian, og er en norsk forbrukslånsbank som tilbyr forbrukslån og kredittkort til kunder i Norden.

Banken ble tatt inn i porteføljen før kvartals tall i februar 2017, og caset gikk i all hovedsak ut på at banken hadde et solid konkurransefortrinn på grunn av et sterkt samarbeid med flyselskapet Norwegian, og kunne dermed vokse i takt med flyselskapet. Selskapet var også best in class på operasjonell effektivitet og lønnsomhet samtidig som det ble priset likt som sammenliknbare selskaper.

Siden vi tok inn Norwegian Finans Holding har selskapet gjort det svært bra operasjonelt i tillegg til at markedet for forbrukslån har fortsatt å vokse. Dette har ført til at aksjekursen også har pekt oppover. Selskapet har kun 79 fulltidsansatte, noe som er ganske unikt for et selskap med en markedsverdi på over 15 mrd. kroner. Dette er effektivt! Fra november 2017 har imidlertid aksjekursen falt noe tilbake, blant annet på grunn av strengere reguleringer fra finanstilsynet når det kommer til markedsføring av forbrukslån, gjeldsregister og rentetak.

Vi mener at strengere markedsføring vil være negativt for lønnsomheten, men samtidig vil det være mer negativt for nye aktører og det vil føre til at det blir vanskeligere å etablere seg å kapre markedsandeler. Et gjeldsregister ser vi på som en mer nøytral nyhet, og vi tror det vil kunne hjelpe bankene med å selektere ut kunder som i utgangspunktet ikke burde få forbrukslån.



Oppsummert mener vi at dette blir et selskap å følge nøye med på gjennom 2018, men sånn vi ser det nå er prisingen fortsatt svært attraktiv.

---

## Storebrand

Storebrand er et finanskonsern bestående av en bank, et forsikringselskap, asset management og pensjonsforvaltning. Konsernet hadde en svært aktiv slutt på 2017 der de overtok pensjonskundene fra Silver og kjøpte Skagenfondene. 2017 ble spesielt preget av lanseringene av Aksjesparekonto (ASK) og Individuell pensjonssparing (ISP). Storebrands oppkjøp av Skagenfondene kompletterer deres tilbud av spareprodukter, øker konsernets markedsandel innen sparing betydelig. Dette er et steg i å posisjonere Storebrand som Norges ledende leverandør av spareprodukter.



Transformasjonen bort fra gamle produkter med garantert avkastning til vekst innen kapitallette produkter fortsatte med full styrke i 2017. I tillegg bidro makroøkonomiske forhold (forventninger til økte renter for første gang siden før finanskrisen) til at markedet virkelig fikk øynene opp for hvilke aksjonærverdier Storebrand kan generere i tiden framover. Dette resulterte i at vi fikk en avkastning på 41 % i 2017.

Under arbeidet med denne årsrapporten kom meldingen om at Tor Olav Trøim med venner har solgt sin eierandel. Dette gjør at Storebrand mister den aktive aksjonærgrupperingen som var en sterk pådriver for å trimme selskapet mot en sterk framtidig kapitalfrigjøring i form av utbytter. På en side er nedsalget et negativt signal da denne aksjonærgrupperingen kjenner selskapet fra innsiden gjennom sine styrerepresentanter. På den andre siden har denne aksjonærgrupperingen mange jern i ilden for tiden som trenger kapitaltilførsel.

## Årsrapport

Vi tolker situasjonen slik at Storebrand fremdeles er et godt case, men at Trøims nedslag først og fremst skyldes ønske om å satse på enda mer lønnsomme og risikable prosjekter.

Vi har valgt å bli værende i caset inntil videre da den fundamentale selskapsutviklingen er god og selskapet vil få drahjelp av den makroøkonomiske utviklingen med høyere renter i tiden som kommer.

---

### Subsea 7

Oljeserviceselskapet Subsea 7 er én av tre top tier-aktører innen segmentene Engineering, Procurement, Installation and Commissioning (EPIC), som kort fortalt omhandler installasjon av infrastruktur under havoverflaten i utvinning av nye felt, såkalte greenfield-prosjekter. Denne delen av driften utgjør om lag 80 prosent av inntektene. I tillegg leverer selskapet en rekke andre tjenester innen offshore oljeutvinning.



Vi tok inn Subsea 7 inn i porteføljen i februar 2015 som et verdi-case, med argumentet at muligheten for å kjøpe bransjeledende selskaper til attraktive priser kun oppstår i nedgangstider.

Selskapets var svært tidlig ute med kostnadsbesparende programmer og har utvist en solid prosjektgjennomføringsevne som har ytterligere bygd opp selskapets allerede sterke balanse. Vi tror overnevnte er viktige grunner til hvorfor Subsea 7 har kommet seg styrket gjennom nedturen, i motsetning til mange av sine konkurrenter.

Dette ble tydelig reflektert i kursutviklingen i 2016. Etter at aksjen bunnet i ut i midten av januar på 44 kroner, har det stort sett gått oppover. Totalt steg den

## Årsrapport

73 prosent i 2016 og endte på 109 kr. I 2017 steg den ytterligere 9 %. Dette innebærer at vår totale avkastning i Subsea 7 beløper seg til 103 %.

I takt med en dramatisk reduksjon i utvinningskostnadene, er vi optimistiske med tanke på utvikling av nye felt, spesielt i Nordsjøen. Gjennom solid historikk bør Subsea 7 være godt posisjonert for å kapre nye kontrakter, og med det fortsette å generere aksjonærverdier.

---

### XXL

Aksjekurs ved starten av året var 99NOK. 2017 startet rufsete for XXL. Med uvanlig dårlige vinterforhold i alle regionene i Norden, leverte sportskjeden i Q1 EBIT på -1m, sammenlignet med 75m samme periode i 2016. Dette var under forventningene. Med en svak vår preget av lave temperaturer, havnet Q2-EBITDA på 211m der det ble forventet 236m. XXL-kursen hadde en sterk negativ trend gjennom sommeren, der aksjen bunnet ut omtrent medio august, nede i 71NOK. På denne tiden hadde børsklubben en oppdatering av caset. Da det ikke hadde skjedd store fundamentale forandringer i caset siden kjøp, til tross for stor nedgang i kurs, valgte vi å kjøpe oss opp i XXL. Denne investeringen har så langt gitt god avkastning. Q3-tallene var solide der en slo forventningene på bunnlinjen, og endte på EBITDA 252m mot 214 i samme periode året før. Q4-tallene var også over forventningene.

XXL

Aksjekurs ved slutten av året var 86NOK. XXL aksjen falt dermed med omtrent 5 % i 2017.

Vi er langsiktige verdiinvestorer, og dermed interessert i hva fremtiden bringer. Framtidsutsiktene til XXL er veldig interessante. Kjeden er i et segment der netthandel stadig blir viktigere. Her mister XXL litt av sitt nåværende

## Årsrapport

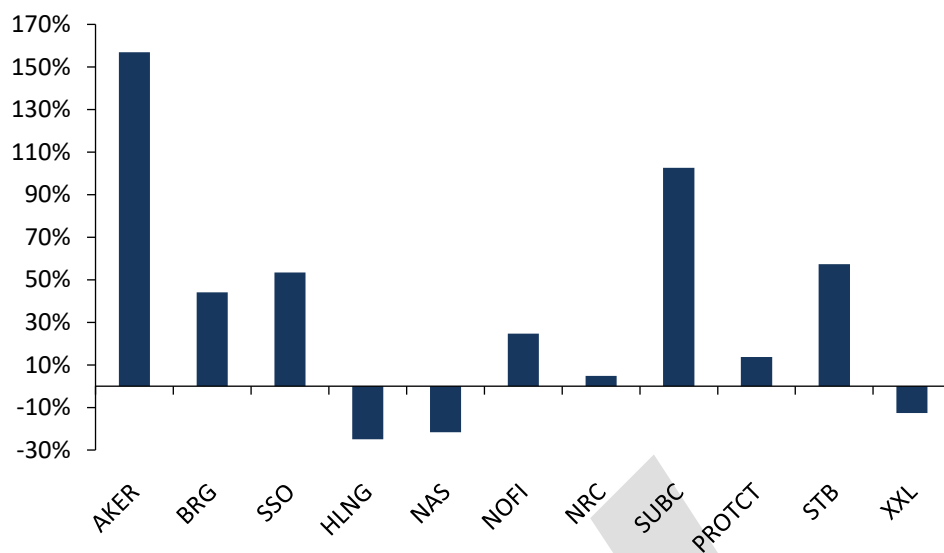
konkurransefortrinn (som kjeden med laveste kostnader) ovenfor nye rene e-commerce butikker. Dette kan true XXL aksjen. Samtidig er XXL veldig opptatt av denne nye forbrukeratferden, og tilpasser seg med god netthandel. Utviklingen rundt netthandel er et forhold vi vil følge nøye med på. Et annet forhold som er verdt å følge med på er utviklingen i Østerrike. XXL har begynt sterkt i Østerrike, som kan bety videre ekspansjon til Sveits og Sør-Tyskland. Dette kan gjøre XXL tilgjengelig for mer enn dobbelt så mange mennesker som i dag. Dette kan, om man lykkes, bety tosfifret prosents topplinjevækst det neste tiåret. Vi ser på XXL aksjen som veldig interessant da de underliggende verdiene helt klart er til stede. Samtidig er det risiko knyttet til både ekspansjonen i Østerrike, noe høy verdsettelse og trusselen for rene netthandelsleverandører.

Foreløpig holder vi XXL-aksjen, men selskapet blir fulgt nøye den neste tiden.

### 10. Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2018

	Antall	1.jan	Tot. Avk. %	Avk. 2017 %	Verdi	Vekt %
<b>AKER</b>	454	403.0	156.9%	24.0%	182,962	10.5%
<b>BRG</b>	1592	81.5	44.1%	-5.1%	129,748	7.4%
<b>SSO</b>	2900	50.0	53.5%	28.3%	145,000	8.3%
<b>HLNG</b>	1515	65.0	-25.0%	-30.8%	98,475	5.6%
<b>NAS</b>	700	176.0	-21.6%	-21.6%	123,200	7.1%
<b>NOFI</b>	1009	92.0	24.6%	24.7%	92,828	5.3%
<b>NRC</b>	2395	61.5	4.8%	3.6%	147,293	8.4%
<b>SUBC</b>	1011	123.0	102.6%	8.5%	124,353	7.1%
<b>PROTCT</b>	1923	90.0	13.8%	25.6%	173,070	9.9%
<b>STB</b>	2571	66.9	57.4%	40.6%	172,000	9.9%
<b>XXL</b>	1802	85.0	-12.6%	-5.4%	153,170	8.8%
<b>Cash</b>					202,861	11.6%

### 11. Avkastning siden kjøp



## 12. Avsluttende ord

Vi er ikke fornøyd med å gi våre aksjonærer mindreakkastning i forhold til Oslo Børs gjennom 2017. Vi bemerker at 2017 var et krevende år for aktiv forvaltning da Hovedindeksen gikk 19,1 %, men forblir trygge på at fondet skal skape meravkastning over tid. Generelt mener vi at fondets avkastning mot indeks bør sees over et perspektiv på flere år. Vi forventer å slå indeks over tid. I år der indeksen leverer avkastning rundt det historiske gjennomsnittet, eller lavere forventer vi å overgå indeks. På den andre siden forventer vi å ligge bak indeksen i år der avkastningen er svært høy sammenlignet med det historiske gjennomsnittet. Dette skyldes i hovedsak vår svært avvikende porteføljesammensetning i fondet sammenlignet med indeksens volumvektede innhold. IKNHHS har helt siden oppstarten hatt stort fokus på å levere konkurransedyktig avkastning i forhold til markedet generelt. Denne målsetningen vil vi jobbe hardt mot i årene som kommer.

## Kontaktinfo

Vi setter pris på tilbakemeldinger og spørsmål angående IKNHHS. Ta gjerne kontakt med oss via [post@iknhhs.no](mailto:post@iknhhs.no)