Investeringsklubben NHHS

oktober 2025

Månedsrapport

En transaksjonsrik måned

Fondet oppnådde en avkastning på **0,52%** i oktober mot Oslo Børs -**2,11%** i samme periode. Med dette ligger vi med en avkastning på **12,13%** mot børsens **13,05%** så langt i år**.**

Oktober var en begivenhetsrik måned for fondet. Vi har totalt tatt inn fire nye posisjoner, og kvittet oss med to.

I starten av måneden tok vi inn **Shelly Group**. Selskapet er notert i Tyskland og selger smarthusprodukter. Historisk har Shelly vokst med over 40% årlig, samtidig som de har levert høy lønnsomhet med EBIT-marginer på ~25%. Nå er de i ferd med å etablere seg i flere nye land i Europa. I tillegg fokuserer selskapet på å øke andelen salg gjennom profesjonelle installatører som vil kunne bidra til en stabil høy vekst. Selv om selskapet har et stort vekstpotensial, handles det til 18x inntjening for 2027. Vi mener det er for lavt gitt markedsveksten for smarthus og potensialet i nye markeder.

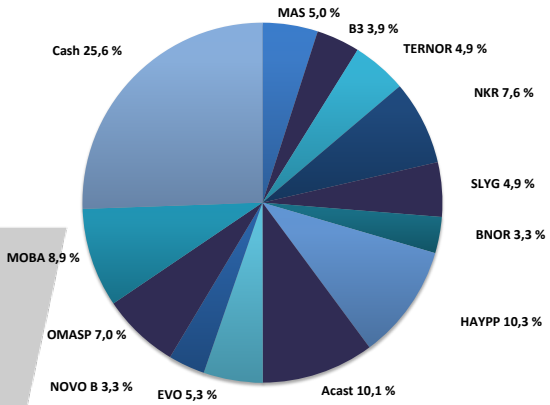
Videre har vi tatt en posisjon i **Terranor**. Det Stockholm-noterte selskapet er en nisjeentreprenør som utelukkende driver med vedlikehold og reparasjon av veistrekninger. Terranor ruller gradvis over på nye, og trolig mer lønnsomme, kontrakter i tiden som kommer. Dette tror vi vil ekspandere marginene fra dagens EBIT-margin på ~2.5%. Selskapet verdsettes i dag lavere enn sammenlignbare selskaper. Vi tror derfor nedsiden er begrenset av dagens prising, der selskapet nå prises til en FCFF-yield på ~10%. Dersom våre forventninger om selskapets utvikling stemmer, handles selskapet på våre estimater til en FCFF-yield på ~25% i 2027.

Det tredje selskapet vi har tatt inn denne måneden er den finske sparebanken **Oma Säästöpankki**. Etter vår mening er det en solid sparebank som verdsettes til halvparten av fundamental verdi. Banken har falt kraftig etter at en ansatt ble avslørt for å ha gitt ut ulovlige lån. Selskapet har tatt store nedskrivninger og tap i forbindelse med de ulovlige lånene, og prises nå til 0.6x bokførte verdier. Vi forventer at egenkapitalavkastningen gradvis beveger seg tilbake mot normaliserte nivåer. Dette peker også ledelsen på som mål. Dersom banken presterer i nærheten av historisk egenkapitalavkastning, er det betydelig oppside. Selv om banken tar betydelige tap på låneboken, vil ikke banken fremstå som dyr. I så måte er nedsiden skjermet av den lave verdsettelsen.

Nøkkeldata pr. 31.10.2025

Avkastning IK oktober:	**0,52%**
Avkastning OSEBX:	**-2,11%**
Andelsverdi:	Kr 14 020
Total markedsverdi:	Kr 5 692 045

Porteføljeoversikt



I tillegg åpnet fondet også en posisjon i podcastselskapet **Acast**. Selskapet tilrettelegger for annonsering og distribusjon av podcaster, og er markedsleder i Norden og Storbritannia, og ekspanderer i USA. Forretningsmodellen er plattformsbasert, da Acast leverer den tekniske infrastrukturen som knytter podcast-skapere med annonsører. På den måten muliggjør selskapet monetisering for podcast-skapere. Ved å knytte flest mulig annonsører med flest mulig podcast-skapere, kan annonsørene markedsføre mest mulig effektivt. Desto mer effektiv markedsføringen er, jo mer er annonsørene villige til å betale for den. Det gjør at oppnådd annonseinntekter øker med antall podcaster og annonsører, noe både podcast-skaperne og Acast profitterer på. Med andre ord er det selvforsterkende nettverkseffekter i forretningsmodellen. Kostnadsstrukturen består nesten utelukkende av faste kostnader, og det er derfor store skalafordeler i virksomheten. Selskapet er i ferd med å vokse seg inn i lønnsomhet med økt antall annonser solgt gjennom plattformen. Acast har en enestående markedsposisjon i et strukturelt voksende annonseringsmarked innen podcast kombinert med operasjonell giring. Vi tror følgelig bordet er dekket for ytterligere ekspansjon i marginer. Selv om antall podcaster i verden ikke vokser, munner veksten i etterspørsel fra annonsører ut i flere annonser per podcast og økt gjennomsalgsrate. Det gjør at den langsiktige vekstbanen for markedet og Acast fremdeles er lang.

Vi opplever derfor at dette er et selskap med store konkurransefortrinn gjennom selskapets forretningsmodell og markedsposisjon. Samtidig har ikke markedet satt kvalitetsstempelet på grunn av at Acast fremdeles er i brytningspunktet for lønnsomhet. Dersom selskapet bevarer markedsposisjonen og vokser videre, er det derfor potensiale for ekspansjon i multipler parallelt med lønnsomhetsveksten. Ser man et par år frem i tid, er dagens verdsettelse for lav i våre øyne.

Samtidig solgte fondet **Nilörngruppen, Duni** og **Salmar**.

Salmar ble solgt fordi aksjen etter vår mening har steget mer enn den fundamentale utviklingen tilsier. Markedssentimentet har i løpet av det siste halvåret skiftet fra å fokusere på negativ etterspørselsvekst, høy tilbudsvekst og lave laksepriser. Nå legger markedet til grunn et optimistisk scenario med hensyn til oppnådde priser, kostnader og utnyttelse på MTB-kapasitet. Legger man til grunn historisk høy utnyttelsesgrad og historisk høy lønnsomhet, er verdsettelsen fremdeles ikke spesielt tiltrekkende. Selv om vi fortsatt ser potensial for bedring på kostnadssiden, mener vi at risk-reward nå er lite attraktiv gitt nedsiden som følger dersom markedets forutsetninger ikke innfris.

Nilörngruppen ble solgt da selskapet ikke har utviklet slik vi ventet på investeringstidspunktet, med lavere marginer og vekst enn antatt. Fremover kan det bli vanskelig for Nilörngruppen, da selskapet er inne i en investeringsperiode som kan legge lokk på marginene fremover. Med fabrikkinvesteringer i både Portugal og Bangladesh mener vi at markedet undervurderer hvor lang tid det tar før selskapet oppnår skala og tilhørende gode marginer, spesielt i Bangladesh. I tillegg erkjenner vi at posisjonen påvirkes av makroøkonomiske forhold vi verken har innsikt i eller kontroll over.

Duni ble solgt ettersom selskapet har levert under forventning siden vi tok selskapet inn i fondet. Både organisk vekst og marginer har vært lavere enn antatt. Selskapet la i forbindelse med rapporten for tredje kvartal frem ny finansielle mål, der de endret vekstantakelser fra >5% organisk til >6% både organisk og uorganisk. Vi er noe skeptiske til dette, da implisitt tar ned forventet organisk veksttakt. Historisk har de brukt mye av overskuddet på M&A med varierende hell. I tillegg er selskapet eksponert mot en svak europeisk konsument og tilhørende svak BNP-vekst. Med en P/E på ~12x på våre estimater for 2026 har vi valgt å trekke oss ut av selskapet.

Ved utgangen av måneden har fondet en kontantandel på 25%.

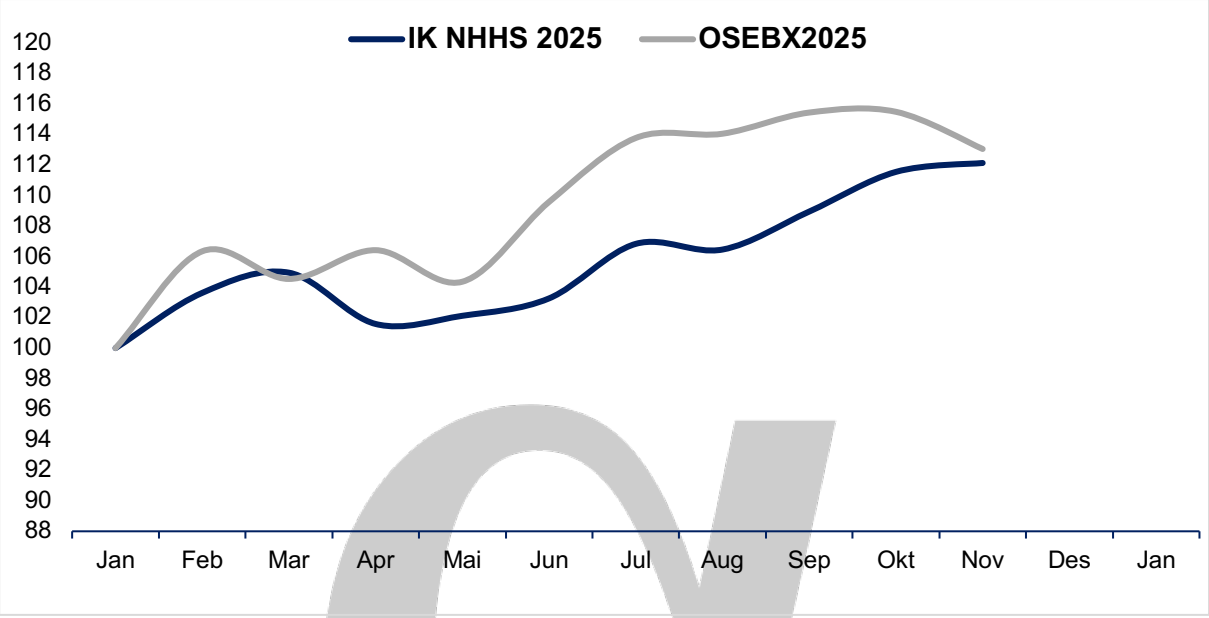
Investeringsklubben NHHS

oktober 2025

Månedsrapport

De posisjonene som presterte best i oktober var ACAST (33,5%), NKR (22,0%) og SALM (8,4%).
De dårligste posisjonene var EVO (-22,1%), NOVO (-18,9%) og B3 (-16,3%).

Avkastning siden 01.01.2025



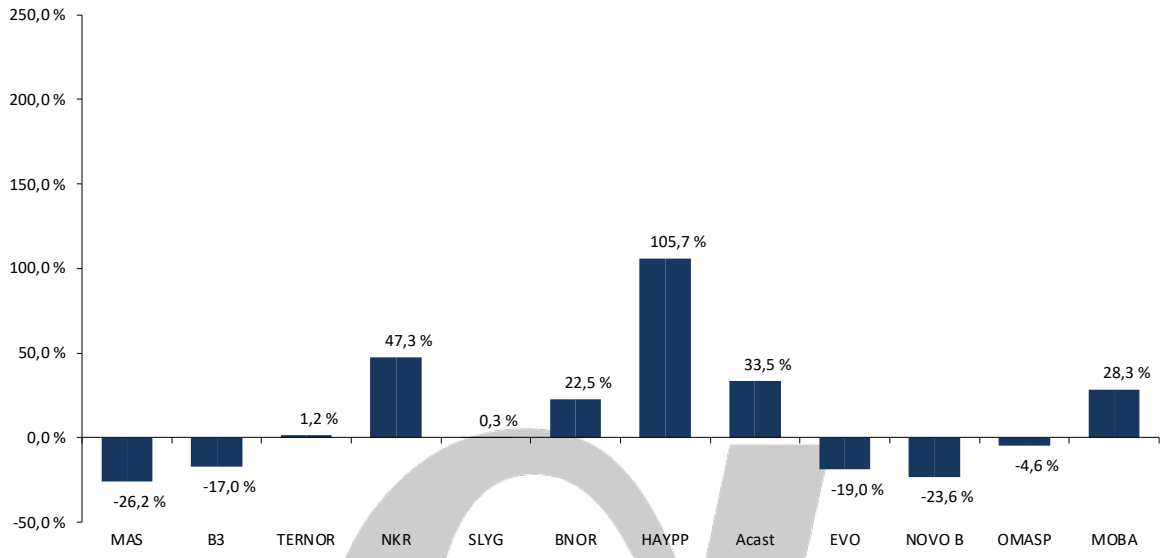
Porteføljeoversikt per 31.10.2025

Børsticker	Antall	GA-Kurs	01-Oct	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %
MAS	11 366	36,5	24,4	24,9	-26,2 %	2,0 %	283 013	5,0 %
B3	4 798	68,8	55,1	46,2	-17,0 %	-16,3 %	221 512	3,9 %
TERNOR	8 472	32,8	32,8	33,2	1,2 %	1,2 %	281 380	4,9 %
NKR	35 350	8,3	10,0	12,2	47,3 %	22,0 %	431 270	7,6 %
SLYG	454	610,8	610,8	612,7	0,3 %	0,3 %	278 171	4,9 %
BNOR	400	456,1	455,0	463,0	22,5 %	1,8 %	185 200	3,3 %
HAYPP	3 580	79,9	184,9	164,4	105,7 %	-11,1 %	588 594	10,3 %
Acast	18 800	22,92	22,92	30,6	33,5 %	33,5 %	575 292	10,1 %
EVO	447	869,9	868,9	677,3	-19,0 %	-22,1 %	302 738	5,3 %
NOVO B	380	652,9	607,6	492,8	-23,6 %	-18,9 %	187 277	3,3 %
OMASP	3 100	133,8	133,8	127,7	-4,6 %	-4,6 %	395 769	7,0 %
MOBA	38 000	10,4	14,0	13,4	28,3 %	-4,3 %	507 300	8,9 %
Cash							1 454 530	25,6 %
Total						0,52 %	kr 5 692 045	100,0 %

***Kurser i DANSKE, NOVO B, B3, NIL B, ACAST, HAYPP, TERNOR, EVO, SLYG og OMASP er omgjort fra DKK, SEK og EUR til NOK, henholdsvis´**

Månedsrapport

Avkastning siden kjøp



Andelsverdi

Årlig andelsoversikt

	jan	feb	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des	YTD
2020	5 159	5 198	4 875	4 116	4 687	5 062	5 283	5 311	5 608	5 654	5 354	6 233	**24.5 %**
2021	6 425	6 391	6 862	7 190	7 380	7 629	7 680	7 585	7 864	7 821	8 337	8 423	**34.2 %**
2022	8 623	8 707	8 895	9 366	9 657	9 876	9 119	9 310	9 501	8 847	9 359	9 438	**9.8 %**
2023	9 466	9 713	10 413	9 925	10 097	10 117	10 128	10 088	10 028	10 000	10 206	10 491	**14.0 %**
2024	10 791	10 949	11 244	11 622	11 577	12 055	12 056	12 614	12 826	12 389	12 373	12 183	**15.9 %**
2025	12 503	12 956	13 121	12 701	12 768	12 911	13 357	13 311	13 622	13 947	14 020		**12.13 %**