

# Årsrapport 2023

## Investeringsklubben NHHS AS

---



*IKNHHS' investeringsstrategi fortsetter å  
fungere*

## Innholdsfortegnelse

Aksjemarkedet i 2023.....	3
Veien videre.....	6
IKNHHS sin investeringsfilosofi.....	9
Porteføljen i 2023.....	10
Utvikling mot Oslo børs i 2023 .....	11
Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013 .....	11
Årlig avkastning mot Oslo Børs siden 2013 .....	12
Totalavkastning for alle investeringer i 2023 .....	12
Beste og dårligste investeringer i 2023 .....	13
Beste investering – Danske Bank .....	14
Dårligste investering – Nilørngruppen .....	14
Porteføljerisiko .....	15
Porteføljen ved inngangen til 2023.....	16
<i>ABL Group</i> .....	16
<i>AF Gruppen</i> .....	17
<i>Groupe Airwell</i> .....	18
<i>Aker BP</i> .....	19
<i>Crayon Group</i> .....	20
<i>Duni</i> .....	21
<i>Måsøval</i> .....	22
<i>Nekkar</i> .....	23
<i>Nilørngruppen</i> .....	24
<i>Vår energi</i> .....	25
<i>Yara</i> .....	26
<i>Danske Bank</i> .....	27
<i>Kid</i> .....	29
<i>B3 consulting group</i> .....	30
<i>Jyske bank</i> .....	31
Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2024.....	33
Avkastning siden kjøp .....	33
Avsluttende ord .....	34
Kontaktinfo.....	34

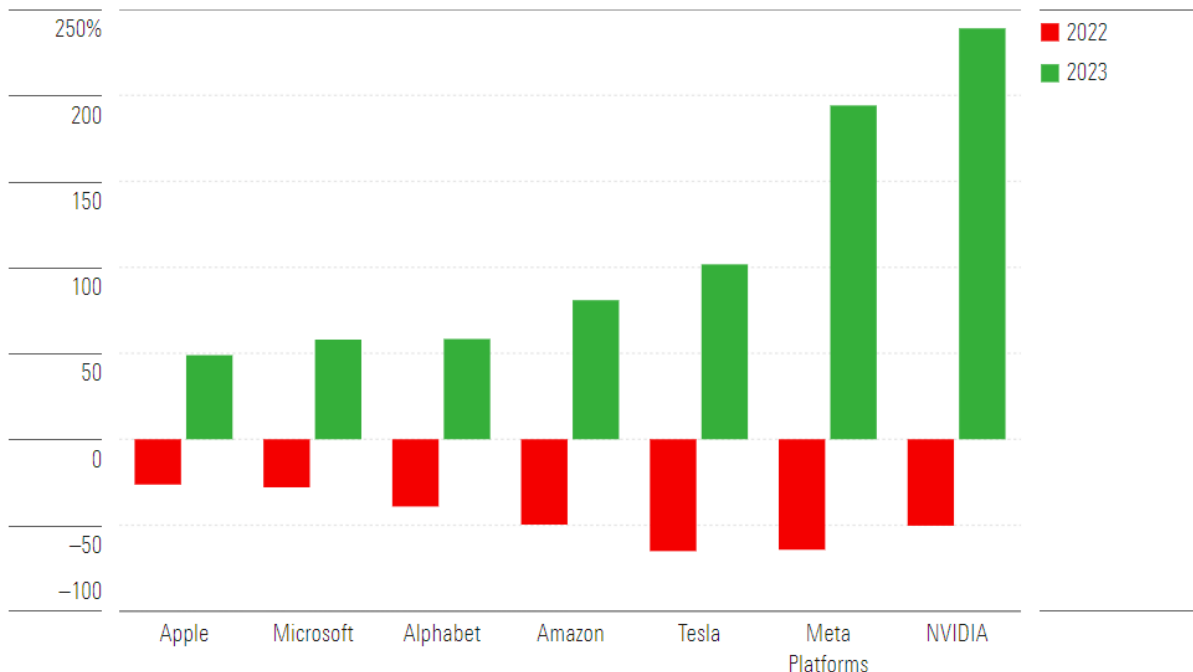
### Aksjemarkedet i 2023

På forhånd var det knyttet lave forventninger til børsåret 2023. Ved inngangen av året hadde vi et bakteppe med rekordhurtige renteøkninger fra sentralbankhold, en inflasjon som fremdeles beit seg fast, høye inflasjonsforventninger og en krig i Europa som dessverre vedvarer. I tillegg var det forventet at den amerikanske sentralbanken skulle fortsette å normalisere balansen sin og redusere likviditeten i markedene gjennom kvantitative innstramninger.

På tross av bakteppet overpresterte verdens børser. I tråd med hvordan aksjemarkedet har opptrådt historisk, har det også i 2023 vært fremadskuende. Hovedindeksen på Oslo Børs steg med 9,89 %, mens MSCI World steg 24,42 % etter en nedgang på -17,73 % i 2022. Oppgangen i verdensindeksen er drevet av de syv største selskapene i spissen, «the magnificent seven», som til sammen utgjør i underkant av 19 % av indeksen. Kursene synes å være drevet av overpresterende inntjening og AI-optimisme i kombinasjon med forventninger om rentekutt i 2024.



#### Magnificent Seven Stock Performance

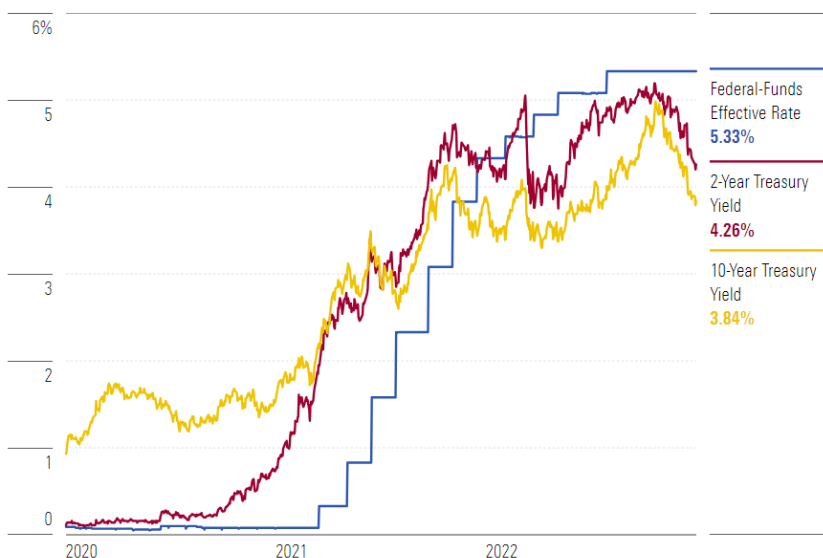


Data as of Jan 2, 2023. Source: Morningstar Direct.

Ved inngangen til 2024 har inflasjonen og inflasjonsforventningene kommet betydelig ned og ligger nå litt over 3 % i både USA og Eurosonen. Herav trekker inflasjonen på varesiden ned, mens inflasjonen på tjenestesiden er noe høyere da lønnsveksten i større grad påvirker denne delen av økonomien. De nyeste kjerne PCE-tallene steg i tråd med forventningene 0,2 % MoM og 2.9 % YoY i USA. Dette måltallet på inflasjon ekskluderer mat og energi for å gi et bedre bilde av den underliggende prisveksten, siden prisene på disse varene er mer volatile. I Norge er prisveksten noe høyere (4,8 % i desember), og tynges isteden av høy prisvekst på importerte matvarer som følge av en svak norsk krone.

Selv om arbeidsmarkedet fortsatt er stramt og lønnsveksten 4 %, har tilsynelatende rentehevingene virket innstrammende. Sentralbankene verden over kommuniserer at rentetoppen er trolig nådd, og antydnet forsiktig at rentene vil kuttes. Ved utgangen av 2023 priset markedet inn 7 rentekutt i USA i året som kommer, og 80 % sannsynlighet for at det første kuttet i mars. Den optimismen er delvis reversert ved inngangen av året, og rentemarkedet priser nå inn 5 kutt og 50 % sannsynlighet for kutt i mars. Parallelt med forventningene om rentekutt priser markedet inn og makroøkonomer tror på en «myk landing». Det vil si at sentralbankene klarer å dempe inflasjonen uten å sette økonomien i en resesjon. Dette står i sterk kontrast til resesjonsforventningene som lå til grunn ved inngangen til fjoråret. Igjen har markedet vist oss at det er hva investorer tror ligger i fremtiden som er avgjørende. Forventningene til rentekutt var derav en av de primære driverne for utviklingen verdens børser opplevde i 2023.

Treasury Yield and Federal-Funds Rate



Data as of Dec 28, 2023. Source: Federal Reserve Economic Database.

En konsekvens av dette er at det er vekstselskaper, altså selskaper der det er knyttet forventninger om inntjeningsveksten i fremtiden, som har dratt lasset. Omvendt ble det for en rekke råvareproduserende selskaper. Bloomberg Commodity Index falt 12 %, mens Bloomberg Energy subindex krympet med 24%. Tross at de fleste analytikerne spådde en oljepris over 90 dollar fatet Brent olje på grunn av en trang tilbudsside, endte oljeprisen ned for året. En sterkere økonomisk utvikling enn forventet, signifikante kutt fra OPEC og en urolig geopolitisk situasjon har ikke utjevnet en svakere etterspørselsside enn ventet. Derfor var oljeprisen ved utgangen av 2023 like over 75 dollar fatet. Dette forklarer i stor grad hvorfor den råvareturen Oslo Børs hang etter verdensindeksen i 2023.

Ser man på sektorer på Oslo Børs isolert er det store sprik i prestasjonene under året 2023. Energiindeksen endte opp med 10,8 %, som er den viktigste sektoren på Oslo Børs. Sjømatindeksen fluktuerte mye i løpet av året og endte opp 9,1 %, men med store sprik mellom de forskjellige selskapene. Mens enkelte har overprestert, har andre vært tunget av biologiske utfordringer. Den effektive grunnrenteskatten viser seg å bli lavere enn ventet, da selskapene flytter inntjeningen fra havbaserte til landbaserte operasjoner.

Årets store vinner er shippingindeksen som er opp hele 47,5 % mye takket være høyere økonomisk aktivitet enn ventet, lav tilbudsside av skip og den ansente geopolitiske situasjonen. Teknologiindeksen reverserte deler av nedgangen på 42 % i 2022, med en oppgang på 21 %. Til tross for frykt for økte lånetap og bankuroen i starten av året er finansindeksen opp like under 10 %, da inntjeningen har steget med økte rentemarginer som følge av økningen i styringsrenten fra sentralbankhold. Materialindeksen endte ned 12 % som følge av reduserte råvare- og materialpriser, mens industriindeksen på Oslo Børs endte opp 19,4 %. En positiv overraskelse for året var konsumselskapene på Oslo Børs som avsluttet året opp rundt 10 %, ettersom konsumentens kjøpekraft viste seg sterkere enn det som var forventet.

Baksiden av at fjorårets oppgang er drevet av forventninger om rentekutt er den latente risikoen for at scenarioet ikke inntreffer. Dersom inflasjonen ikke kommer videre ned eller akselererer igjen, og følgelig rentekuttene uteblir, vil oppgangen kunne reverseres. På toppen av dette er den geopolitiske situasjonen i verden urolig, og det er mange potensielle svarte svaner liggende i sivet. Krigen i Ukraina pågår fremdeles, og kan eskalere ytterligere. Situasjonen i Midtøsten er ansent både på Gaza og ved Rødehavet, og har medført høye fraktrater. Vedvarer dette kan inflasjonen på ny skyte fart. Det er utallige forhold som kan bidra til at den «myke landingen» uteblir, og markedet kan bli nødt til å bevege seg bort fra scenarioet som drev fjorårets oppgang.

Ved utgangen av 2022 priset markedet inn rentekutt i 2023 i USA, noe som viste seg å være veldig feil. Selv om ikke det tunget børsene i år, viser det at markedet kan ta feil i renteforventningene og hvorfor det er risiko på nedsiden etter fjorårets oppgang.

## Årsrapport

Det er en rekke enkelthendelser det er verdt å trekke frem fra året som har vært. I mars fryktet mange at verdens finansielle institusjoner kunne implodere på grunn av et «bank run» i USA.

Den 10. mars feilet Silicon Valley Banks betalingsforpliktelser, og var den andre av tre banker som gikk under. Bakgrunnen var høy nettovest i innskudd fra kunder i årene i forkant, og tilhørende behov for å plassere innskuddene i rentepapirer. Den gang regjerte TINA, og rentene på rentepapirene var lave. Som følge av rentehevingene i 2022 og 2023 falt verdiene av rentepapirene. Rentehevingene medførte at innskuddstrenden blant bankkundene snudde. Rentepapirene var balanseført til pålydende og ikke markedsverdien. Derfor var banken nødt til å realisere tap på rentepapirene for å møte bankens likviditetsbehov. Dette resulterte i at kundene trakk innskuddene sine, og resten er historie. I frykt for en institusjonell implosjon av finanssystemet garanterte den amerikanske staten samtlige innskudd i banken. Hendelsen illustrerer hvordan uforutsette hendelser rammer verdens børser, og hvor fort de glemmes.

For oss med en overvekt på Oslo børs er den svake norske kronen betydningsfull. Selv om den siste rentehevingen i desember fra Norges Bank har forårsaket en 5-6 % styrkelse av kronen mot en rekke valutaer, har året som helhet boret preg av en veldig svak og ikke minst volatil norsk krone. For selskaper som eksporterer varer vil en svak norsk krone isolert sett resultere i økte inntekter. Samtidig er ofte kostnadene også i utenlandsk valuta, og derav er ikke bildet så enkelt.

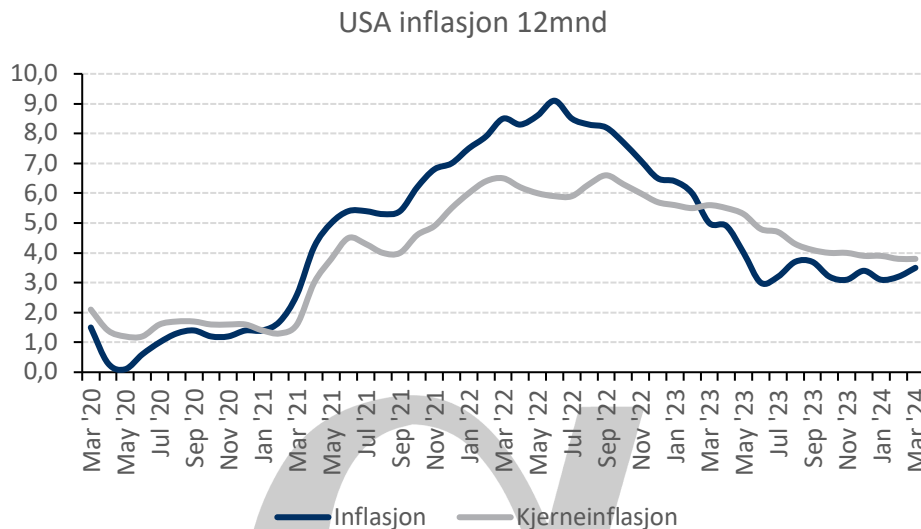
En annen het potet i året som var, er fokuset på fremveksten av kunstig intelligens og dens ringvirkninger. Trenden minner om ESG-trenden, som forsvant like fort som den kom for et par år siden. Som nevnt er dette en av forklaringene til at de indekstunge teknologigigantene har drevet verdens børser. Enkelte vil dra nytte av teknologien på kort sikt, mens flere aktører på samme måte som IT-selskaper ved årtusenskiftet og ESG-selskaper under pandemien være farsotter av luft. Det blir interessant å følge innvirkningen det vil ha på produktivitetsveksten i økonomien som en helhet på lang sikt. Noen selskaper vil dra nytte av de mulighetene kunstig intelligens tilbyr, og arbeidsoppgaver som tidligere ble løst av mennesker vil løses av maskiner i fremtiden. Kan kunstig intelligens til og med være inflasjonsdempende?

### Veien videre

2023 ble et nok et innholdsrikt år i finansmarkedene. På den ene siden hadde vi fallende inflasjon, solide økninger i markedsverdier og økt sysselsetting. På den andre siden har vi fortsatt en pågående krig i Ukraina og en ny krig på Gaza som senere har skapt konflikter i andre deler av Midtøsten. Disse har vist seg å ha store påvirkninger på finansmarkedene. Hva har vi i vente i 2024 og de påfølgende årene?

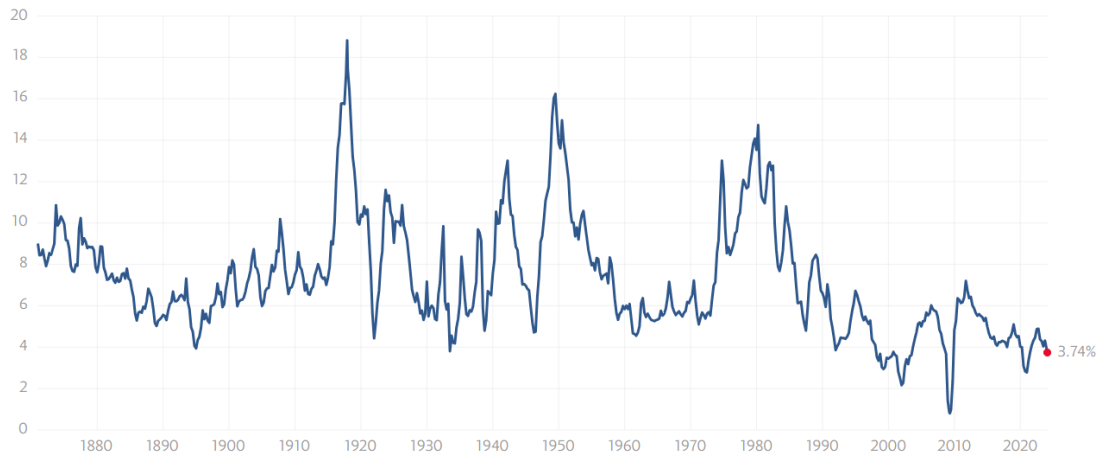
Inflasjon kommer til å følges nøye med på i den kommende tiden ettersom den setter retningslinjer for rentenivået. Rentenivået kan sammenliknes med en gravitasjonskraft på aksjemarkedene, der høyere renter generelt sett trekker aksjekursene nedover. Ettersom USA

er det definitivt største markedet i verden, følger hele finansmarkedet med på Jerome Powell, sentralbanksjef i USA, sine uttalelser om rentenivå. Han har gjentatte ganger uttalt viktigheten av at inflasjonen langsiktig må holdes nede på 2.0%, og at FED vil holde rentene høye helt til de er sikre på at de kan holde dette nivået på et bærekraftig vis.



Det ble i 2023 gjentatte ganger snakket om «higher for longer», hvor markedet fryktet at rentene måtte holdes høye over en lang periode for å få bukt med inflasjonen. I løpet av året falt inflasjonen betraktelig, og frykten for «higher for longer» ble byttet med håpet om snarlige rentekutt. Ser man imidlertid på kjerneinflasjonen i USA, vist i grafen over, ser man en svak og avtakende månedlig reduksjon siden august 2023. Nivået ligger rundt 4.0%, noe som er betydelig høyere enn målet til FED. Videre fortsetter den amerikanske arbeidsledigheten å holde seg på rekordlave nivåer, kun overgått av 50- og 70-tallet, hvilket kan medføre vedvarende lønnsøkninger. Dersom kjerneinflasjon viser seg å være «sticky», og høy sysselsetting opprettholdes kan dette utvikles til en lønns-pris-spiral hvor de to faktorene trekker hverandre opp. Dette er noe FED kommer til å jobbe for å unngå, og rentenivået er blant deres fremste verktøy.

Prisingen av det amerikanske markedet er på historisk høye nivåer, hvor earnings yield ligger i underkant av 4.0%. Samtidig kan du oppnå avkastning i overkant av 4.0% på 10-årige amerikanske statsobligasjoner. Det finnes altså tilnærmet risikofrie alternativer med høyere avkastning. Dette indikerer at markedet forventer avkastningen på risikofrie alternativer til å falle, ellers kan ikke prisingen av markedet forsvares. Dersom scenarioet med «sticky» inflasjon eller en lønns-pris-spiral skulle inntreffe, og rentene opprettholdes eller økes til enda høyere nivåer, vil en betydelig reprising av markedet være nærliggende å forvente da det per dags dato har priset inn 5 rentekutt i 2024. Markedet har imidlertid som oftest rett, men det er alltid sunt å se på tallene og opprettholde noe skepsis.



### Geopolitisk usikkerhet og krig

Det vil være unaturlig å omtale veien videre uten å nevne de ulike konfliktene i verden i dag. Russlands invasjon av Ukraina har snart pågått i to år, og det er lite som tyder på at konflikten kommer til å avta i nærmeste fremtid. Invasjonen hadde store påvirkninger på inflasjon, spesielt mat og energi, som følge av at de to landene var store eksportører av de to godene. Nå har Sveriges forsvarsjef bedt alle svensker være forberedt på krig med Russland, noe han fikk støtte av fra sjefen for NATOs militærkomité. Det kommer altså frem at ledere i EU og NATO ser økt risiko for et slikt utfall. Dette er åpenbart ikke ønskelig, og i tillegg til å medføre store tap av menneskeliv, ville det også hatt store konsekvenser for verdensøkonomien.

Videre ser krigen i Gaza ut til å fortsette, og den har medført økt konfliktnivå mellom vestlige land og Iran-støttede militærgrupper. Dette har ført til økte transportkostnader som følge av høyere tonnmil-etterspørsel da mange skip blir dirigert rundt Afrika i stedet for gjennom Suezkanalen. Dette øker prisene på varer og kan bidra til å opprettholde et høyt inflasjonsnivå. I tillegg foregår disse konfliktene i geografiske områder som står for betydelige deler av verdens tilgang på olje og gass, noe som skaper økt risiko for verdensøkonomien. I tillegg var det nylig valg i Taiwan, der befolkning valgte et parti som står for suverenitet fra Kina til tross for at Kina anser Taiwan som en del av seg. Taiwan er verdens største produsent av høykvalitets-halvledere, et produkt hele verden er helt avhengige av. En økning i konfliktnivået mellom disse to statene kan resultere i forstyrrelser av produksjonen av halvledere, noe som vil ha enorme konsekvenser for verdensøkonomien.



## 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 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 tenkelige scenarioer. Listen kan forlenges til det kjedsomme. Denne måten å tenke på er sterkt inspirert av Charlie Munger og Philip Fisher.

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.

### Årsrapport

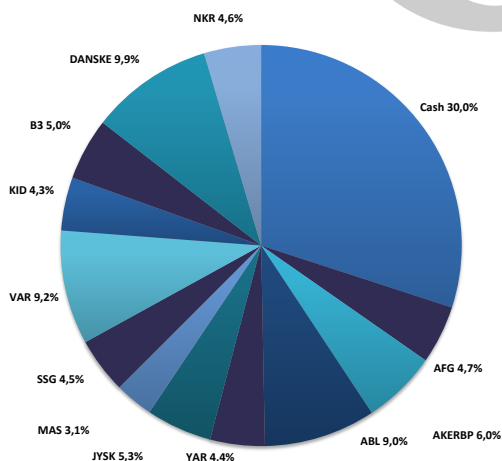
#### Porteføljen i 2023

IKNHHS leverte i 2023 en avkastning på 14,00 %. Til sammenligning steg Oslo Børs 9,89 %. Oppnådd avkastning ble dermed 4,11 prosentpoeng bedre enn Oslo børs. Siden 1. jan 2013 har IKNHHS levert en annualisert årlig avkastning på 18,2 %, sammenlignet med 10,4 % for Oslo Børs.

Aksjene med høyest prosentvis avkastning i 2023 var Danske Bank (114 %), KID (94%) og Jyske Bank (82 %).

I den andre enden av skalaen med størst negativ avkastning finner vi Nilørngruppen (-35 %), AF Gruppen (-14 %) og ABL (-12 %).

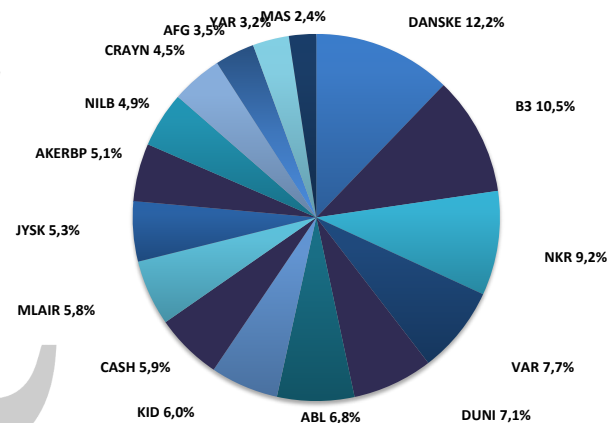
#### Porteføljesammenstilling 1. Januar 2023



#### Nøkkeldata per 1. januar 2024

Totalavkastning 2023	14,00%
Total markedsverdi	Kr. 4 381 318
Andelsverdi	Kr. 10 791

#### Porteføljesammenstilling 1. Januar 2024



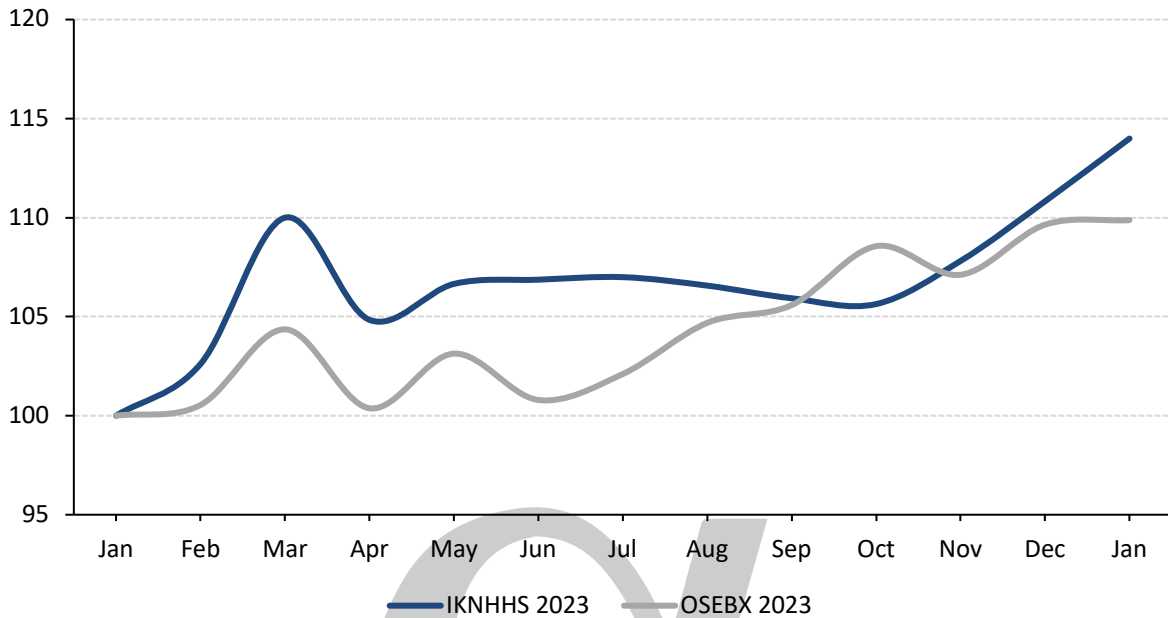
#### Solgt i 2023

SSG

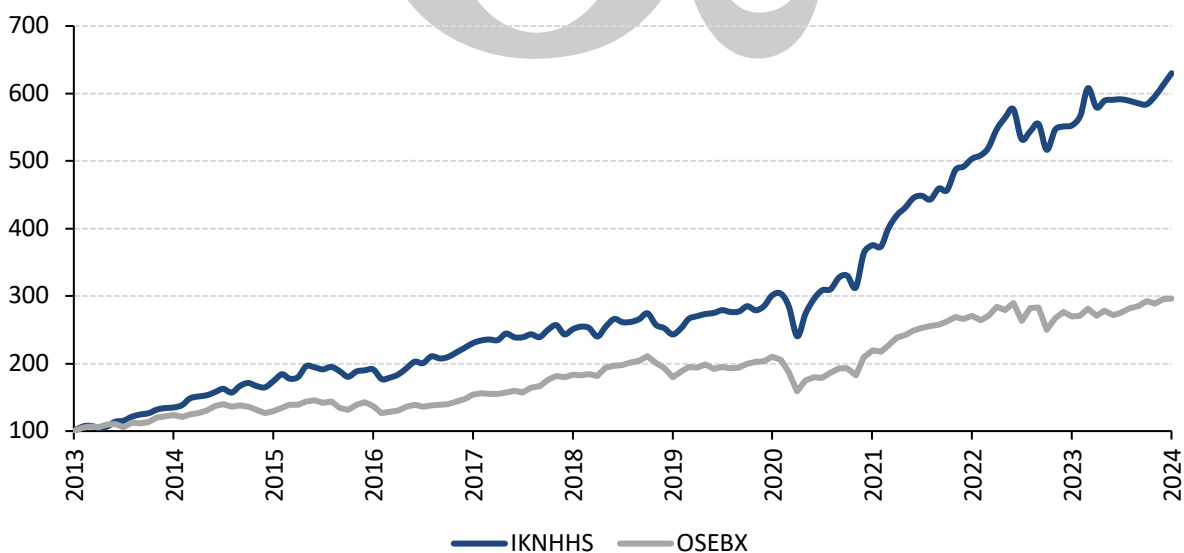
#### Kjøpt i 2023

Airwell  
Nilørngruppen  
Duni  
Crayon

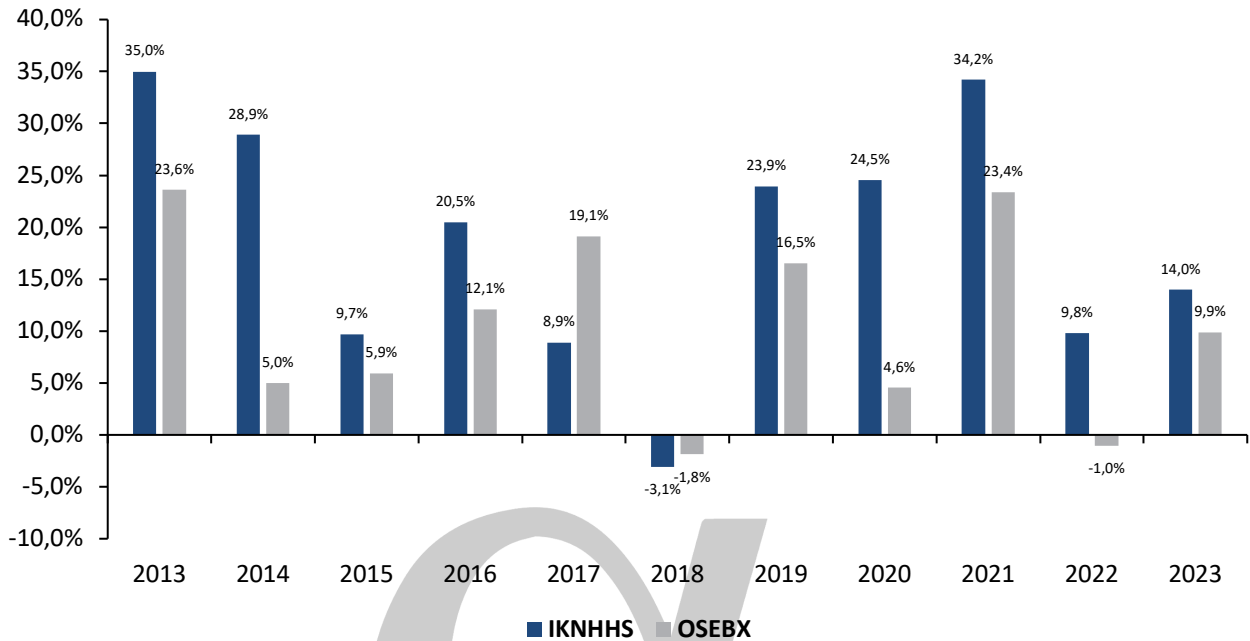
Utvikling mot Oslo børs i 2023



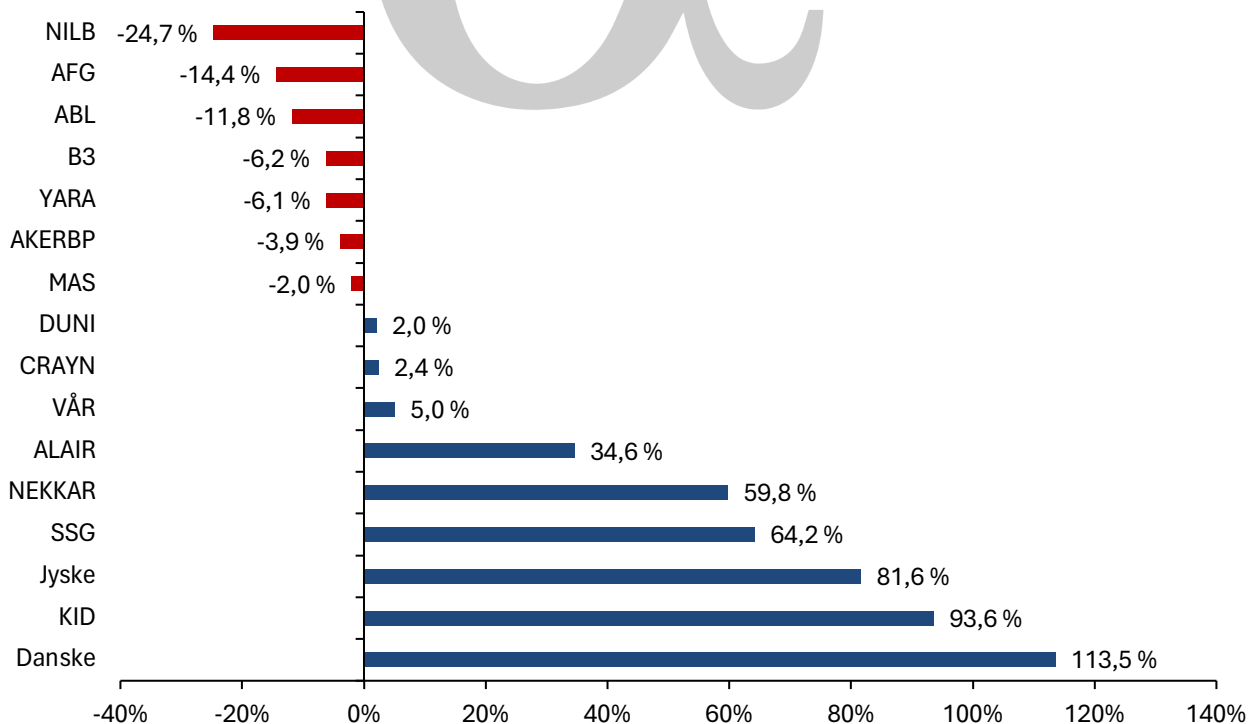
Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013



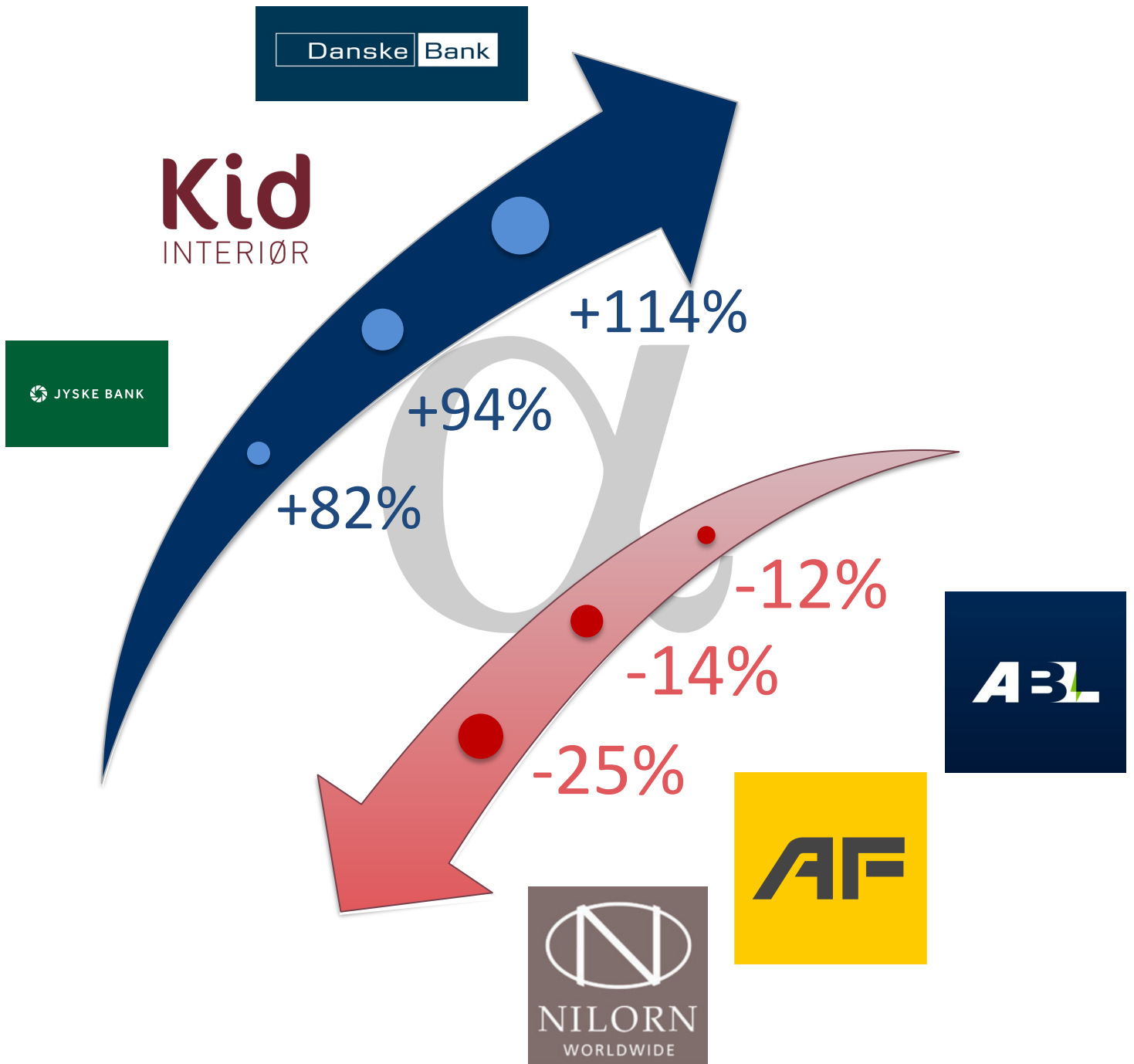
### Årlig avkastning mot Oslo Børs siden 2013



### Totalavkastning for alle investeringer i 2023



Beste og dårligste investeringer i 2023



## **Beste investering – Danske Bank**

Danske Bank ble vår beste avkastning i 2023 med en avkastning på 113,5%. Banken som vi først kjøpte våren 2022 på halvparten av bokført verdi har virkelig fått seg en reprising gjennom året. I løpet av 2023 har vi fått en reprising av aksjen opp mot 1x bokførte verdier som har vært hoved-driveren til avkastningen. I fjerde kvartal annonserte Danske Bank utbytte for 2023 på DKK 14.5 og tilbakekjøp for 5.5 milliarder som gir en yield på rundt 10%. På yield-basis er dermed ikke prisingen veldig avskrekkende selv om vi har lagt bak oss et veldig godt år som investorer i Danske Bank.

Det vil ta lengre tid før man ser den fulle effekten av rentehevingene i Danske Bank og vi tror derfor vi ikke vil se et stor fall i NII i det korte bildet. I motsetning til norske banker som etter all sannsynlighet ikke vil kunne opprettholde en like høy rentenetto etter man forventer at rentene skal falle de neste par årene

Management har også kommet med et lønnsomhetsmål på 13% ROE, og gitt at de klarer noe i nærheten bør Danske handle opp mot en historisk prising på 1.3x bok. Andre store nordiske banker handles også rundt 1.3x-1.5x bokført verdi, og Danske bør over tid handle i denne rangen.

## **Dårligste investering – Nilörngruppen**

Nilörngruppen ble den dårligste investeringen vår i prosent i løpet av 2023. Etter at vi først investerte i selskapet vinteren 2023 er aksjen ned 24,7%. Selskapet kan vise til fine kvalitetstrekk som sterk avkastning på kapitalen og god topplinjevekst over fler år. Selv om Nilörngruppen er å regne som et kvalitetsselskap til en fair pris ble 2023 et utfordrende år.

En av hovedutfordringene gjennom 2023 var en generell nedgang i etterspørselen etter Nilörngruppen sine tjenester. Årsaken til den reduserte etterspørselen kan tilskrives kundenes lagerreduksjoner gjennom året. I 2022 så vi i motsetning en kraftig oppbygging av lagre som følge av høy inflasjon og forsyningsutfordringer. Lagerutfordringene ser ut til å fortsette i 2024, og vi ser derfor ingen umiddelbar forbedring.

På lang sikt har vi imidlertid fremdeles tro på meravkastning. Selskapet har tidligere vist evne til organisk vekst og vekst ved oppkjøp, og Nilörn selger produkter som er forventet å vokse betydelig de kommende årene.

## Porteføljerisiko

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

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

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

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

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

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

Investeringsfilosofien vår tar utgangspunkt i et langsiktig investeringsperspektiv og vi lar oss derfor ikke påvirke av kortsiktige svingninger i kurs, og ser isteden på de fundamentale endringene i selskapene vi eier. Den lengre eierperioden begrenser risikoen vi hadde tatt på oss hvis vi hadde forsøkt å time markedet, noe vi har liten grunn til å tro at vi klarer treffsikkert. Selskapene vi eier skaper merverdi for oss over tid ved at de reinvesterer kapitalen effektivt. Vi trader ikke, men vi har en eierskapsmentalitet som i det lange løp minsker risikoen over tid.

Gitt at vi ikke finner selskap som er attraktive investeringsobjekt vil kontantbeholdningen øke, noe vi forsøker å unngå. I 2024 gikk vi inn i året med en kontantbeholdning på 5,9%, noe som er i den lavere enden av det historiske nivået. Spoler vi tiden tilbake et år hadde vi over 30% cash, så i 2023 har vi virkelig fått sysselsatt kapitalen i selskaper hvor vi mener det er god risk/reward. Det er en risiko i seg selv å sitte med for mye cash hvis markedet stiger. På den annen side er det også nyttig med litt cash i bakhånd for å vekte opp når et selskap vi har troen på faller i verdi.

## Porteføljen ved inngangen til 2023

### ABL Group



Tidligere AqualisBraemar LOC ASA endret i juni 2022 navn til forkortelsen ABL group. ABL group er et norsklistet konsultentselskap 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. Vi i investeringsklubben var i mars 2023 på besøk hos ABLs Londonkontor hvor vi fikk bekreftet vårt inntrykk av at selskapet er veldrevet og at det fokuseres på de rette tingene.

I takt med stadig større konsesjonsrunder for havvind og fornybart satses det i større grad på konsulentvirksomheten rettet mot fornybart. De siste 12 måneder har ca 1/3 av inntektene kommet fra dette segmentet. Omtrent halvparten kommer fra olje og gassbransjen mens den siste andelen av inntektene stammer fra konsulenttjenestene innen maritime næringer. Selv om fremtiden innen olje & gass kan se lovende ut er det innen fornybart selskapet venter å øke mest. Eksempler på hva ABL gjør innen dette forretningsområdet er konsesjonssøknader, prosjektering, prosjektutvikling og construction supervision innen både sol og vindkraft, flytende og bakkemontert.

ABL har i overkant av 1500 ansatte som er spredd på 62 kontorer i 38 land. Ved første øyeblikk kan det virke ineffektivt å spre sine ansatte på så mange kontorer, da dette gir en viss overhead kostnad. Dette er det derimot en god løsning ifølge selskapet selv, da nærhet til oppdragsgiver, kort lead time på oppdrag og spredning mellom ulike underselskap og funksjoner.

ABL har vært en konsoliderende aktør i det fragmentert marked. Oppkjøpet av Add Energy bygger under vår tro på ledelsen i selskapet og fremtidig M&A-aktivitet. Vi noterer også at økt størrelse kan gi selskapet mer oppmerksomhet blant institusjonelle investorer. For størrelsen på selskapet har økt markant. Vi har nå mindre tro på multippelekspansjon som en videre avkastningsdriver i aksjen enn da vi først kjøpte den, gitt kursutviklingen siste årene. Med bedret kapitalisering av selskapet det siste året har utbyttet også vært økende. Vi forventer at selskapet er i posisjon til å øke det halvårige utbyttet igjen i 2024.

At aktiviteten i riggmarkedet er tiltagende styrker inntjeningen til ABL ytterligere. Noe vi liker med ABL er eksponeringen mot aktivitet i rigg uten å eie stål, da ABL bistår ved flytting og aktivitet på oljerigger. I tillegg til det brede utvalget innen konsulenttjenester har oppkjøpet av Add Energy også utvidet offeringen til ABL med et hardware produkt kalt Relief Well Injection Spool. Dette er imidlertid et lite omsatt produkt, men kundelisten er imponerende med flere ledende rigg og E&P selskap. Vi ser på dette som en nærmest ubetydelig opsjon.

Selv med økt andel av inntektene innen fornybar kommer en ikke unna at ABL group er syklisk eksponert, og selv om vi som aksjonær har tro på et bra marked vil vi ikke betale for høy



multiplert for selskapet. ABL group har utviklet seg til å bli en betydelig andel av fondet. Store omveltninger i det globale energimarkedet kommer selskapet til gode, og vi har tro på både økt topplinje og økende utbytter fremover. Noen av driverne vi følger med på her er antall aktive rigger og store utbyggingsplaner innen fornybar energi.

\* Investeringssklubben IK NHHS solgte seg ut av ABL i mars 2024

## AF Gruppen



AF Gruppen er et norsk entreprenørselskap med virksomhet innen segmentene bygg, anlegg, eiendom, Energi & miljø og 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 17% per år. Dette står seg godt mot hovedindeksen på Oslo børs som har levert 10% gjennomsnittlig avkastning i samme periode.

Medvirkende årsaker til den fantastiske langsiktige avkastningen er en kapitallett virksomhetsmodell, 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 13% i snitt de siste 20 årene. Også lønnsomheten har historisk sett vært god. De siste 10 årene har AF Gruppen levert en gjennomsnittlig driftsmargin på rundt 6%. Sammen med den kapitallette virksomhetsmodellen, 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. Likevel har ikke utviklingen den seneste tiden vært like god. Ved utgangen av året har vi oppnådd en avkastning på 14,2 %. I løpet av 2023 leverte AF Gruppen en negativ avkastning på 9,5 % justert for utbetalt utbytte. Som ventet har rentehevingene under året som gikk rammet selskapets virksomhet, da en stor del av omsetningen til selskapet drives av boligbygging.

Særlig den svenske virksomheten som stammer fra oppkjøpet av Betonmast i 2019 er rammet av prosjektutførelse med lavere marginer enn historisk. Flere av entreprenørselskapene innen dette segmentet har levert svake resultater jevnt over siden oppkjøpet. Det er under året foretatt strukturelle og organisatoriske endringer i flere av datterselskapene innen segmentet, som vi tror vil gjøre at disse på sikt vil prestere mer på linje med resten av AF Gruppen. Dette er grep som kaster lys på hvordan motvind på kort sikt kan presse frem endringer som på lang sikt kan virke positivt. I motsetning til de seneste årene underpresterte også offshore-segmentet kraftig som følge av en kostnadsoverskridelse og tilhørende nedskrivning under tredjerkvartal.

Samtidig har ordreboken utviklet seg sterkere enn ventet på forhånd innen boligbygging. Denne kan falle på kort sikt dersom trenden innen igangsettelse av boligbygging ikke endres i positiv retning. Dette følger vi spent med på i kvartalene som kommer. Renteutviklingen vil være avgjørende for hvordan igangsettelse av nybygg utvikler seg, som driver brorparten av aktiviteten i flere av virksomhetsområdene til AF Gruppen.

Anleggsvirksomheten i Norge har prestert meget godt med høy aktivitet og solide marginer. Ordboken er innen dette segmentet ved utgangen av Q3 rekordhøy. I løpet av året har materialprisene kommet betydelig ned fra inflaterte nivåer i 2021 og 2022. Det er positivt for kostnadsbildet ved prosjektutførelser innen både bygg og anlegg. Vi fastholder likevel på vår skepsis til at selskapet når det tidligere etablerte målet om 40mrd i omsetning i 2024, som følge av nedsiderisikoen vi ser innen boligbygging.

På lengre sikt tror vi AF Gruppen vil fortsette å levere solide resultater for aksjonærene. Tross markedsuro skal infrastruktur fornyes, og hus bygges på sikt. Vi tror AF Gruppen vil kunne benytte en ytterligere nedtur til å styrke sin markedsposisjon på bekostning av mindre aktører. Videre er alle de langsiktige driverne for selskapet fortsatt intakt. Med vår langsiktige investeringsstrategi har vi muligheten til å se gjennom kortsiktig motvind, og isteden fokusere på de langsiktige verdidriverne for selskapet. Med bakgrunn i dette mener vi investeringstesen i AF Gruppen står seg tross markedsforholdene.

## Groupe Airwell



Groupe Airwell er en fransk leverandør og utvikler av smarte HVAC systemer. Selskapet har over 75 års erfaring innenfor energieffektive løsninger, og er nå til stede i over 80 land med over 200 salgsrepresentanter. Historisk har selskapet produsert egne produkter som blant annet består av; luft-til vann og luft-til luft varmpumper, hybridløsninger til hus og varmtvannstanker som alt kan styres fra en mobilapp. Denne løsningen gikk derimot selskapet bort fra i 1998 da de flyttet produksjonen til Kina, og valgte å utelukkende fokusere på innovasjon og kommersialisering-av-deres-eksisterende-produktkatalog. Etter oppkjøpet av Amzair i 2023 har de nå en liten avdeling i Frankrike som produserer premium-løsninger, som videre gjennom subsidier potensielt kan utvides som et resultat av Franske myndigheters ønske om å få produksjonsfasiliteter tilbake til eget land.

Groupe Airwell ble kjøpt inn i fondet i starten av 2023, og har ved inngangen av 2024 levert en avkastning på 66% for Investeringsklubben NHHS og våre andelseiere. Ved starten av 2023 var lite nedbør, et vindstille Europa, Russiske sanksjoner og nedleggelse av atomkraftverk en av flere bakenforliggende årsaker til de enorme prisstigningene vi så på gass-og-elektrisitetsprisene i 2022. Vi mente derimot at høye energipriser, økende bruk av fossile energikilder til oppvarming, og russisk avhengighet var i sterk kontrast med konsumententent

og politikerne i EU sin målsetning. Følgelig måtte jakten på miljøvennlige, billige og effektive energikilder intensiveres. I henhold til IEA sin 10-punktsplan utarbeidet for å løsrive EU fra russisk gass kommer varmepumper til å bli en sentral del av denne løsningen. Med en virkningsgrad (COP) på 3-5, og luft som eneste eksterne innsatsfaktor fremstår varmepumper som en oppvarmingskilde for fremtiden, og med det betydelig mer fremtidsrettet enn tradisjonelle gassbrennere, og panelovner med en virkningsgrad på henholdsvis 0,9 og 0,4. Med over 50 millioner gassbrennere rangert i klasse C og nedover som skal erstattes de neste 10-15 årene, fremstår markedet for varmepumper som rigget for enorm vekst de neste årene. Politikerne i Europa har nå igangsatt subsidier som i flere land kan overgå installasjonskostnaden, hvor det blant annet i Frankrike nå er mulig å få € 9 000 i subsidier for en luft-til-luft varmepumpe. Den tidligere akilleshælen blir med subsidiering av installasjonskostnad nå fjernet, og en betydelig økning i etterspørsel etter HVAC-systemer gjør at forventet salgs-CAGR er på 15-20% frem til 2030.

Airwell har lagt bak seg et godt operasjonelt år med ~17% topplinjevekst, og oppnåelse av målet om 5% EBITDA-Margin. Store deler av denne veksten kommer fra Frankrike som vokste med enorme 47%, og som ved utgangen av 2023 utgjør 49% av selskapets omsetning. Med 95% av salget rettet mot «residential», har Airwell i mindre grad blitt påvirket av bråstoppen som har skyldt over byggebransjen. Luft-til-luft varmepumper utgjorde i 2023 55% av salget hvor luft-til-vann, solcellepanel og kommersielt varmepumpesalg utgjorde henholdsvis 34, 5 og 6 prosent. Airwell har som et resultat av en lavere eksponering mot luft-til-vann varmepumper i mindre grad blitt påvirket av den store lageroppbyggingen av slike varmepumper som har tynget kursen til flere av konkurrentene.

Oppsummert fremstår sektoren og Groupe Airwell som en attraktiv investering i årene som kommer. Selskapet er godt i rute for å nå sin målsetning om en omsetning på € 100m i 2025. Videre har de med initiativ som; service på varmepumpene, Airwell industrie, Leezy, Maison Hybride og Joint-Venture sammen med Synerpod og CETIH flere marginøkende tiltak som øker vår tro på at det vil være mulig med marginøkning i takt med sterk vekst. Med over 15% topplinje-vekst, og gode muligheter for marginøkning fremstår dagens prising for lav, og vi har som langsiktig aksjonær tro på god avkastning i de kommende årene.

## Aker BP



Aker BP er et lete-og-produksjonsselskap (E&P) med felter og lisenser på den norske kontinentalsokkelen. Med høy produksjonsvekst, lave kostnader og aksjonærvennlige M&A-transaksjoner har Aker BP med en 10Y CAGR på 22% vært en suksesshistorie på Oslo Børs. Denne suksesshistorien har vi i investeringsklubben NHHS vært en del av, hvor vi ved inngangen av 2024 står med en avkastning på 180% på vår posisjon i selskapet.

Aker BP fortsetter som følge av deres pure-play olje- og gass strategi å være blant våre valg i E&P-universet. Vi har de siste årene vært skeptiske til å investere i selskaper som blant annet Equinor, da vi fra et aksjonærperspektiv er skeptiske til hvilken kapitalavkastning de nye fornybarprosjektene vil generere. I lys av deres nyeste CMD-oppdatering fremstår det som at markedet i større grad deler denne bekymringen, og ser at en IRR på 4-8% vil redusere kapasiteten til å distribuere fri kontantstrøm tilbake til aksjonærene i form av utbytte eller tilbakekjøp. Aker BP vil som en pure-play olje- og gass produsent holde seg til det de kan aller best, og vil ha en 25 % IRR ved \$65/bbl, noe som fremstår som mer tiltrekkende gitt vår investeringsfilosofi.

Fra et operasjonelt perspektiv fortsetter selskapet å levere bransjeledende prestasjoner med OPEX (USD/boe) på 6,2, og 2,8 kg CO<sub>2</sub> per boe. Produksjonen har etter fullføringen av sammenslåingen med Lundin blitt økt til 457 mboepd, som gjennom prosjektutvikling og fullføring av igangsatte utbyggingsplaner vil nå platå på 525 mboepd innen 2028. Videre produksjonsvekst er derimot noe vi ser lyst på som følge av eierandeler i store eksisterende felt, i tillegg til selskapets historisk sterke evne til å gjennomføre verdiskapende M&A-transaksjoner. Selskapet har i dag 1,716 mboe i 2P, og 809 mboe i 2C reserver. Det er i disse verdiene, i tillegg til eksisterende felt, at vi mener Aker BP har et konkurransefortrinn sammenlignet med andre små E&P selskaper på Oslo Børs. I selskapets store felt som; Yggdrasil, Johan Sverdrup og Vallhall har det historisk vært muligheter for å finne utvinnbare forekomster, som gjennom «tie-ins» enkelt kan kobles opp til eksisterende produksjonsfelt. Aker BP vil følgelig i mindre grad være avhengig av kostbare utbygginger for å produsere nye fat, som igjen vil opprettholde selskapets lave usd/boe og høye kontantstrømgenerering.

Oppsummert sett fremstår Aker BP som et «Quality company at a reasonable price» som gjennom de neste årene vil nyttiggjøre seg av de gunstige skatteordningene på norsk kontinentalsokkel. Det var ved inngangen av 2023 usikkerhet i markedet tilknyttet selskapets utbyttekapasitet gjennom de neste årene, som følge av en betydelig CAPEX-økning. Med 85% av 2023-2028 CAPEX'en dekket av det midlertidige skattesystemet, var derimot dette ikke en bekymring vi delte. 86,9% av investeringene vil dekkes av staten gjennom skattereduksjon, noe som muliggjør en økning i utbyttekapasitet selv med betydelig lavere oljepris enn ved utgangen av 2023. Som langsiktige aksjonærer anser vi følgelig investeringene som Aker BP nå gjennomfører som strategisk smart, og har fortsatt tro på at selskapet vil levere god avkastning for våre andelseiere.

## Crayon Group



Crayon er en internasjonal B2B reseller av programvare, og tilhørende konsulenttenester. Ved at de tilbyr både lisensen og konsulenttenestene gjør det at de kan tilby ett skreddersydd produkt til kundene sine. Dette har ført til at Crayon har en sterk markedsposisjon i Norden. I

de seneste årene har Crayon vokst organisk og uorganisk i nye markeder, som for eksempel USA og Asia. Den internasjonale satsningen har ført til at inntektene utenfor Norden nå er 60 prosent av totale inntekter.

Markedet for skytjenester er i sterk vekst, hvor Microsoft er en av de viktigste aktørene. Crayon er i dag den femte største videreselgeren internasjonalt av Microsoft-lisenser, og er dermed gunstig posisjonert for å vokse i takt med sky-markedet som helhet. Veksten i markedet drives av større behov for datalagring, samt datasikkerhet. Skytjenester er i dag en kritisk del av selskapers infrastruktur, og Crayons kontrakter er gjerne på 3-5 år, som gir oss god inntjeningsvisibilitet i kvartalene som kommer.

I takt med at sky-løsninger kommer høyere opp på agendaen til Crayon sine kunder vokser har topplinjen vokst. Crayon har hatt en CAGR på 22 prosent de siste 10 årene. Med en vekst som er høyere enn peers, mener vi at Crayon prises for lavt da den for øyeblikket handles nær en «all time low» EV/EBITDA på 8.7x som også er en rabatt mot sammenlignbare selskaper. Selskapet har en ekstremt skalerbar forretningsmodell, og i løpet av de kommende årene, tror vi på bedring av marginer i de andre markedene Crayon opererer i. Det tar typisk 4-5 år for Crayon å gå break-even i et nytt marked, grunnet noen etableringskostnader og organisasjonsbygging. Etter hvert som Crayon vokser videre i spesielt APAC og USA, tror vi at gruppens totale marginer bør bedres, og nærme seg 25% på EBITDA-nivå.

## Duni

DUNI  
GROUP

Duni er en svensk produsent av engangs borddekningsprodukter, mat-emballasje og papirtørke produkter. Grunnlagt i 1949 og børsnotert på NASDAQ Stockholm i 2007. De har i over 15 år vært en markedsledende leverandør av borddekningsprodukter, samt hatt en stabil markedsandel på rundt 20%. De har produksjonsenheter i Sverige, Tyskland, Polen, Thailand og New Zealand, og leverer produkter i mer enn 40 markeder.

Vi deler selskapet i to segmenter: Duni og Biopak. Duni-delen fokuserer på produksjon av borddekningsprodukter som servietter, duker, stearinlys og bordpynt. Kundebasen består av restauranter, hotell, catering, offentlige kunder, samt noe retail. Verdikjeden er helintegret, med kontroll over alt fra produksjon til salg av produktene gjennom distributører. Markedsføringen kommer i hovedsak gjennom flere tusen kundebesøk årlig. Karakteristikk til Duni segmentet er at de er markedsleder, har prisingsmakt og at de opererer i en stabil og defensiv virksomhet. Segmentet står for 57% av omsetningen.

Biopak driver med produksjon og salg av take-away emballasje av tremasse. Kundebasen består av kafeer, fast-food restauranter, catering, eventbyråer, matprodusenter og offentlige kunder. Strategi om å ha premium design og være den mest bærekraftige aktøren, de har også direkte samarbeid med ulike kunder for spesialdesign. Ledelsen tror på en tosifret vekst i dette



## Årsrapport

segmentet de kommende årene. Karakteristikk til Biopak er at de er ett miljøvennlig alternativ til plastikk-emballasje. Segmentet har også politisk vind i ryggen ettersom at EU ønsker å erstattete bruken av plast med biodegraderbare produkter. Segmentet står for 43% av omsetningen.

Noen av grunnene til at vi kjøpte oss inn i Duni: I årene i forkant av Covid-19 pandemien hadde Duni en stabil brutto-margin i intervallet 24-28%, under pandemien falt den ned i intervallet 18-19% grunnet ekstraordinært høye pulp & paper priser. Prisen på sistnevnte har nå falt betraktelig og brutto-marginen har kommet opp igjen på 23%, markedet priser ikke inn vedvarende marginer på dette nivået, noe vi har tro på at de greier å få til. Med en sterkt voksende Biopak-andel vil brutto-marginen kunne falle litt, ettersom at Biopak har lavere marginer enn Duni-segmentet. EBIT-marginen var i årene under pandemien i intervallet 2-5%, historisk snitt ligger på 11%.

Gjennom året har den laggede effekten av fallende pulp & paper priser begynt å materialisere seg i en høyere EBIT-margin, på henholdsvis 10,9% i Q3'23. Ledelsen sitt langsiktige mål er på 10%. Aksjekursen reflekterer i dag kun en vedvarende EBIT-margin på 6%, noe vi mener blir helt feil. Pulp & paper priser står for 70-80% av kostnadsbasen til selskapet. Fallende pulp & paper priser etter pandemien har ført til en gradvis forbedring i marginene til Duni. Selskapets prisingsmakt fører trolig til at de har mulighet til å opprettholde høye priser, og øke de med inflasjonen, delvis uavhengig av prisen på pulp & paper. Duni sine produkter utgjør også en liten andel av kostnadsbasen til restauranter og hoteller, og det trolig ikke på disse produktene de kutter kost først. Prisingmakten til Duni, i kombinasjon til lavere pulp & paper priser underbygger vår teori om høyere marginer over tid.

Totalt sett ser Duni attraktivt priset ut, med en forward p/e på cirka 10x for 2024. På den prisingen får vi en markedsleder i deres segment, som går i retning av normalisering av tidligere oppnådde marginer. Selskapet er defensivt posisjonert, og handler på en 50% rabatt mot historisk prising opp mot peers. Gjelden er også veldig håndterbar med en NIBD/EBIDTA på 0,9x. Kombinasjonen av en normalisering av marginene, i tillegg til noe som vokser i takt med økonomien, ser vi på Duni som en meget attraktiv investering.

### Måsøval



Måsøval er en fullintegert oppdretter med røtter tilbake til 1972. Selskapet har produksjon i PO5 & PO6, hvor de over tid vist gode resultater knyttet til produksjonskostnad, biologi, kapitalallokering og MAB-utnyttelse. Vi mener at Måsøval fortjener å handles til en premium til sektoren, ettersom de har levert operasjonelle resultater som er betydelig bedre enn sektoren som helhet de siste årene, kun på linje med Salmar. De eier i dag 12,7kt konvensjonell MTB, og har en MTB-utnyttelse på 1,7-8x. Denne utnyttelsen er det kun Salmar av de

## Årsrapport

børsnoterte selskapene som kan matche. Det er ikke bare på kvalitet Måsøval scorer bra, men selskapet handles også til en attraktiv prising. For 2024-2025 handles Måsøval til en P/E på 10,8-9,3x, mot sektorens 11,3-10,0x i samme periode. De vil også genere 17% av EV i FCF i 2024-2025, noe vi syntes er attraktivt for en kvalitetsoppdretter posisjonert i et marked vi tror blir bra fremover.

Vi mener at Måsøval fortjener å handles til en premium til sektoren, ettersom de har levert operasjonelle resultater som er betydelig bedre enn sektoren som helhet de siste årene, kun på linje med Salmar. I dag eier de 12,7kt konvensjonell MTB, og har en MTB-utnyttelse på 1,7-8x. Denne MAB-utnyttelsen er det kun Salmar av de børsnoterte selskapene som kan matche. Dette skyldes at Måsøval har bra størrelse på smolten, lav dødelighet og gode lokaliteter. De selger også over 90% av volumene sine i spot, noe som gjør at de er mer fleksible for å kunne utnytte volatilitet i lakseprisene.

Det er ikke bare på kvalitet Måsøval scorer bra, men selskapet handles også til en attraktiv prising. For 2024-2025 handles Måsøval til en P/E på 10,8-9,3x, mot sektorens 11,3-10,0x i samme periode. Vi mener basert på de overnevnte kvalitetsaspektene at det er feil at Måsøval skal prises til rabatt mot sektoren, selv om det er større risiko knyttet til biologi for en liten oppdretter. I FCF vil de genere 17% av EV i FCF i 2024-2025, noe vi syntes er attraktivt for en kvalitetsoppdretter. I en sektor om er preget av lav vekst, er det heller ikke feil at selskapet vil ha en volumvekst CAGR på 7,5% i perioden 2024-2026, som er over sektoren sine 3% for samme periode.

### Nekkar



Nekkar er et norsk industriselskap med avstamning fra TTS group som fokuserer på fire ulike segmenter: shipyard solutions, aquaculture, renewables og digital solutions.

#### Shipyard solutions

Shipyard solutions består av selskapet Syncrolift. Syncrolift leverer skipsheiser og transfer systemer til verft. Selskapet har vunnet over 60% av prosjektene i markedet de siste ti årene, noe som gjør de mer enn dobbelt så store som den nest største aktøren. Skipsheisene til Syncrolift kan løfte opp mot 30,000 tonn, noe som gjør de i stand til å løfte de fleste fartøy (de største yachtene veier rundt 15,000 tonn). Transfer systemene gjør at verft og havner kan flytte rundt på skipene som har blitt heist opp. Shiplift & transfer systems skaper fleksibilitet og kostnadsbesparelser fordi verft og havner kan heise opp skipene, flytte de rundt, og dermed jobbe på flere skip samtidig. Alternativet til skipsheiser er tørrdokk. Tørrdokker gjør det kun mulig å jobbe på et skip om gangen i hver dokk. I 2019 satt Nekkar i gang et prosjekt om å øke fokus på inntekt fra aftersales. Aftersales inkluderer service, inspeksjoner,

## Årsrapport

reservedeler og oppgraderinger. Tiltaket har begynt å gi resultater da ordreinntak fra aftersales har økt fra NOK 25m i 2019 til NOK 209m i 2022. Aftersales er i større grad gjentakende og bidrar til å diversifisere innteksstrømmen. Økt andel aftersales skal derfor tillate Nekkar å handle på en høyere multiplenum enn det aksjen har handlet til historisk

Videre argumenter vi for at Syncrolift har flere trekk som kjennetegner kvalitetselskap: 1) Syncrolift får forskuddsbetalinger, dermed opererer de med negativ arbeidskapital, og vekst er en kilde til økt kontantbeholdning. 2) Kundene er stort sett offentlig sektor, noe som gjør selskapet mindre syklisk, 3) Nekkar har en markedsandel på 60% i et nisjemarked der den nest største aktøren har under 30% markedsandel, og 4) EBIT-marginer på 20-30% (25% normalisert) og sterk organisk vekst.

### Digital solutions

Nekkar eier 51% av Intellilift, et raskt voksende softwareselskap. Omtrent 75% av Intellilift sitt salg er cross-sales mot resten av konsernet. Intellilift sine produkter er typisk integrert i produktene til de andre segmentene. Eksempelvis leverer Intellilift kontroll systemer til Syncrolift sine skipsheiser. Intellilift etablerte i 2021 et Joint Venture, Inteliwell, med Transocean for å kommersialisere produkter som 1) reduserer drilling kostnader og tid brukt på brønnkonstruksjon, og 2) øker sikkerheten da ansattes eksponering mot «rød soner» reduseres. Viasat ble med i JV'en i august 2022. Produktet til Inteliwell selges med dagrater og kontraktene vil typisk være like lange som kontrakten riggen er på. Intellilift eier 1/3 av Inteliwell.

### Veien videre

I 2023 genererte Nekkar svært god avkastning. Dette kom etter at de leverte svært gode kvartaler og vant noen store skipsheiskontrakter. Vi forventer at selskapet vil fortsette å levere svært gode tall i 2024 samtidig som det vil tikke inn med kontrakter. Etersom prisingen er lav og vekstutsiktene gode, tror vi at 2024 også kommer til å gi god avkastning.

### Nilörngruppen



Nilörngruppen er et svensk selskap notert på Nasdaq Stockholm. Selskapet ble etablert på 70-tallet og er spesialisert på etikettløsninger og merkevareprodukter til klesbransjen. Dette innebærer merkevareetiketter på klær, etiketter/lapper på klær med informasjon om plagget og produsenten, og forpakning som klærne leveres i. Selskapet er markedsledende i Norden, men har likevel et globalt avtrykk hvor majoriteten av salget skjer i Asia, og resten foregår i Europa.



## Årsrapport

I alle våre investeringer leter vi etter kvalitet til en billig penge. Nilörngruppen har vist en solid topplinjevekst over mange år med over 8% annualisert vekst de siste 15 årene. Selskapet har også opprettholdt stabile marginer og levert høy avkastning på egenkapitalen med tilnærmet null netto rentebærende gjeld. Nilörngruppen har en kapitallett forretningsmodell som gir selskapet en fleksibel kostnadsstruktur med lite faste kostnader. Dette har bidratt til at selskapet ikke har tapt penger siden finanskrisen i 2008, noe som har tillatt stabil utbetaling av utbytter (med unntak av Covid). Vi liker at selskapet betaler utbytter da dette har en disiplinerende effekt på kapitalallokeringen. Videre er klesbransjen nokså stabil, korrelerer med GDP-vekst og fjerner dermed mye risiko knyttet til syklikalitet i etterspørselen etter selskapets varer og tjenester.

Hovedsakelig basert på de ovennevnte faktorene vurderer vi Nilörngruppen som et kvalitetsselskap, og da vi tok den inn i porteføljen mente vi den var svært billig priset. Vi tenkte derfor at selskapet passer godt med vår investeringsstrategi. Etter selskapet ble inkludert i porteføljen har aksjen falt rundt 25%. Dette er en hovedsakelig en konsekvens av lagerreduksjon hos kundene til Nilörn som medfører lavere etterspørsel etter selskapets produkter og tjenester. Nedbyggingen av lager følger en kraftig oppbygging av lager i 2022 i forbindelse med den daværende høye inflasjonen og forsinkelser i forsyningskjeder. Nedbyggingen av lager er forventet å fortsette utover i 2024, og vi forventer derfor ingen rask avkastning på kort sikt.

På lang sikt har vi imidlertid fremdeles tro på meravkastning. Selskapet har tidligere vist evne til organisk vekst og vekst ved oppkjøp, og Nilörn selger et produkt som er forventet å vokse betydelig de kommende årene. Produktet har potensiale for å øke omsetning per kunde som følge av den høye prisen på produktet. Videre er dagens marginer godt under gjennomsnittet for de siste drøye 10 årene, og vi forventer å se de stige tilbake til normalen slik de tidligere har gjort. Vi vurderer fremdeles selskapet som billig priset til tross for den noe unike nedgangssyklusen den befinner seg i nå, og vi tror på langsiktig verdiskapning i takt med normalisering av situasjonen i bransjen og videre vekst i selskapet.



### Vår energi

vår energi

Vi er investert i Vår Energi basert på tre argumenter:

- 1) Selskapet leverer høyest yield av fri kontantstrøm sammenlignet med Equinor og Aker BP.
- 2) Eksposering mot høy produktjonsvekst.
- 3) Investeringene gjøres på Norsk sokkel, med høy kapitalavkastning.

## Årsrapport

Vår Energi er et lete- og produksjonsselskap (E&P) med aktivitet på Norsk kontinentalsokkel. Selskapet ble børsnotert i første kvartal av 2022, gjennom et nedsalg fra HitecVision og ENI. Selskapet er i stor vekst og skal øke produksjonen til 400 tusen fat om dagen mot slutten av 2025. I dag er produksjonen 233 tusen fat om dagen. Dette innebærer nærmere en dobling i produksjonen på to år! I år kjøpte Vår Energi selskapet Neptune, som økte reservene med to milliarder fat. Selskapet har nå 2P reserver på 1,24 milliarder, sammen med underkommuniserte 2C reserver på 0,75 milliarder. Det er disse 2C reservene som vi tror har en stor verdi, ettersom avkastningen på investeringene på Norsk sokkel er høy.

Vi forventer at selskapet leverer en frikontantstrøm til selskapet netto renteutgifter i 2024 på 470 millioner USD. Dette er justert for oppkjøpet av Neptune. Dette gir en FCF (frikontantstrøm) / Mcap (markedsverdi) på cirka 7%. Dette høres ikke høyt ut, men det er viktig å ha med seg at selskapet investerer 2,5 milliard i nye prosjekter, primært Balder X og Johan Castberg. De to neste årene ventes en kraftig bedring og en frikontantstrøm på 1,7 milliarder i 2026, noe som tilsvarer 26% yield. Selskapet betaler ut et utbytte på over en milliard, noe som ventes å fortsette. Utbytteyielden er dermed 15%, noe som er best blant Aker BP og Equinor.

Equinor sin kapitalallokering har i større grad blitt kommunisert i markedet den siste tiden etter kapitalmarkedsdagen. Siden børsnoteringen av Vår Energi, har dette vært ett av de viktigste grunnene til at vi ikke er investert i Equinor. Selskapet benytter store deler av investeringene sine på fornybarprosjekter med 5-8 prosent kapitalavkastning. Dette er alt for lavt i våre øyne. Vi ønsker ikke å ha eksponering på denne type investeringer og velger dermed bort Equinor. Vår Energi har et internt avkastningskrav på over 25%, dette er noe vi ønsker å være eksponert mot.

### Yara



Yara har vært en del av vår portefølje siden 2019. På det tidspunktet hadde vi en forholdsvis stor kontantposisjon og synet på Yara var at de var ferdig med en periode med betydelige kapitalinvesteringer. Dette innebar at Yara fikk en betydelig utbyttekapasitet og som en erstatning til kontanter virket aksjen rimelig. Dette scenariet har i stor grad spilt seg ut og i perioden har investeringsklubbens aksjonærer mottatt over 170 kroner per aksje, og med det godt over 50% av inngangsprisen. I tillegg til utbytte har vi også hatt noe kursoppgang.

Hvis vi ser tilbake på hvilke utfordringer selskapet har vært igjennom siste år er dette en utrolig prestasjon. Prisen på Yara sin viktigste innsatsfaktor gikk til himmels og Yara klarte likevel å levere eksepsjonelle tall. Vi tror ikke dette er flaks eller tilfeldigheter. Helt siden 2008 har

nesten ingen aktører i bransjen vært lønnsomme. Fremveksten av kinesiske produsenter som har fått betydelige subsidier kan trolig ta deler av skylden, men i bunn og grunn produserer Yara et råvareprodukt hvor det var overkapasitet etter finanskrisen. Yara har navigert dette markedet utmerket og er posisjonert nederst på kostnadskurven og var også den mest utsatte aktøren etter invasjonen av Ukraina, samtidig som at de var et av selskapene sett bort fra oljeselskap som tjente mest på situasjonen. Vi tror ikke dette er tilfeldig eller bare flaks, men at dette tyder på at Yara er noe så sjeldent som et statseid selskap med eksepsjonell ledelse.

Vi vil ikke hevde at vi forstår alle industrielle aspekter ved Yara. Vi har ofte snakket om hvor synd vi synes på analytikerne som er nødt til å prøve å forutse neste kvartalstall for Yara. Det er også med en grad av selvmedlidenhet at jeg sitter og skriver dette, fordi Yara er komplekst. Men nå har heldigvis jeg en betydelig enklere jobb enn analytikerne siden vi kan se i litt lengere linjer.

I en ideell verden hadde vi ikke trengt å eie Yara. Men sånn markedet er i dag er det begrenset hvor mange gode ideer vi kan generere, dette gjør at vi til tider har hatt en betydelig kontantposisjon. Vi må også huske at nettmeglere i Norden av en eller annen merkelig grunn slipper å betale rente, så vi får lite glede av høye markedsrenter. (Hvis dette vedvarer burde vi kanskje heller kjøpe Nordnet). Vi vet at Yara sin fremtid i stor grad er knyttet til verdens økonomiske fremtid. Vi er imidlertid ikke så redde som enkelte andre er. Selv om det er visse utfordringer i vesten, er vi en forholdsvis liten andel av jordas befolkning. I takt med økt velstand stiger konsum av både kjøtt og generelt matkonsum. Kjøttproduksjon krever innsatsfaktorer som mais og soya og vi får ikke like mye energi igjen som vi putter inn. Denne delen av verdens befolkning blir stadig rikere. Mohnish Pabrai sier at det ikke er noen tykke tiggere i India, men det er det i vesten. Vi er heller ikke redde for overkapasitet på kort sikt. Du har de samme faktorene her som i annen kapital og karbonintensiv industri.

Vi har derfor til nå valgt å gi Yara the benefit of the doubt. I utgangspunktet er det ikke et selskap som passer helt med vår strategi og vi tror ikke at Yara nødvendigvis vil drive meravkastningen i porteføljen. Vi tror imidlertid at Yara vil gjøre det greit og hvis ledelsen fortsetter å levere sterkere enn konkurrentene vil dette være en bonus.



## Danske Bank

Danske bank, er Danmarks største bank og finanskonsern med over 4.000 milliarder DKK under forvaltning og er hovedsakelig en forretningsbank da de er store på business og corporate banking. Grovt sett kommer inntektene fra renteinntekter (2/3) og kommisjonsinntekter (1/3).

Noe som er greit å ha i bakhodet er at siden sikre obligasjoner ble innført på starten av 1800- tallet har det ALDRI vært tapt en eneste krone på en dansk boligkreditt.

Dette er noen av grunnene til at vi valgte å kjøpe Danske Bank:

Før 2018 var Danske Bank en investorengel som handlet godt over bokført verdi og betalte ut nesten alt de tjente i utbytte til aksjonærene. Så ble det kjent at banken var involvert i den største hvitvaskningsskandalen tilknyttet europeisk bank noensinne da den estiske filialen hadde sluset omtrent 2.000 milliarder NOK i perioden 2007-2015. Denne skandalen har sammen med en svak dansk utlånsvekst og negative renter gjort at banken handlet til omtrent halvparten av den bokførte egenkapitalen. Det danske finanstilsynet krevde at banken skulle øke egenkapitalen med et milliardbeløp, for å kunne håndtere eventuelle bøter. Sammen med frykten for at Danske ikke fikk lov til å handle amerikanske dollar ble aksjeprisen presset dypt ned. Dollarnekt er en straff USA tidligere har gitt et oljeselskap som solgte sanksjonerte oljeprodukter til Cuba. Dette har også gjort caset «uinvesterbart» for en del institusjonelle investorer. Vi så på en slik straff som usannsynlig, og tvilte sterkt på at en systemkritisk dansk bank ville miste konsesjon. Det skader heller ikke at AP Møller Maersk er største eier i Danske Bank som amerikanske myndigheter har et tett bånd med for å ha kontroll på den globale sikkerhetssituasjonen.

I mars 2022 kjøpte vi banken til halvparten av bokført verdi. Vi ventet at boten skulle være mindre enn 10% av markedsverdien og at banken ikke trengte å gjennomføre noen emisjon. På dette tidspunktet ble Danske Bank priset til en bot på 40-60 milliarder kroner. Historisk har Danske hatt en ROE på over 10 prosent. Vi betalte altså 50 øre for noe vi mente var verdt 1 krone på sikt. Som følge av boten antok vi også at banken ikke har kunnet operere med profittmaksimering. Omtrent 20% av de ansatte i banken jobbet med AML. Etter et tiår med stagnasjon i det danske bankmarkedet hadde banken ved investeringstidspunktet en egenkapitalavkastning på 7-8 prosent. Frykten for at Danske måtte hente penger i markedet førte til konservativ drift som resulterte i egenkapitalavkastning under potensialet. Økte kapitalkrav førte til høyere egenkapitalandel som også gav negative utslag på ROE gjennom å begrense utlån. Med stigende Dansk cibor-rente var det ikke unaturlig å tenke seg at Danske Bank ved botens avklaring kunne fokusere på tjene penger igjen og levere en ROE opp mot det historiske snittet som er over 10. Dette vil forsvare en Pris/Bok over 1 og igjen plassere banken i utbytteposisjon, som vi har sett i løpet av 2023 og starten av 2024.

Etter et dødt tiår i det danske utlånsmarkedet trodde vi også at utlånsveksten igjen vil stige i tiden fremover og at de har mer å gå på sett opp mot de norske bankene gitt at den danske innbyggeren har mye mindre gjeld enn sine naboer i nord. Eksempelvis var vårt gamle innehav Sparebanken Vest priset til i 1,6x bokført verdi. Historisk pleier norske sparebanker å handle til P/BV 1, mens nordiske peers historisk handles betydelig over bokført verdi. Derfor valgte vi å realisere posisjonen i SVEG for å heller investere i Danske Bank. Ved å kjøpe en aksje på P/BV 0,5x og roe 7,5%, så ruller det frem 7,5% på bokført verdi som gir 15% i årlig avkastning. Dette ville være betydelig bedre enn Sparebanken Vest som historisk ville levert en avkastning på investert kapital på under tosifret gitt prisingen i aksjemarkedet.

## Årsrapport

Vi hadde en inngang på 106 kroner pr. aksje mens den bokførte verdien var 188 ved utgangen av 2022. Det gir en P/BV på 0,56. Hvis man runder opp til P/BV 0,6 og antar at banken taper hele resultatet 10 år fremover og antar at den blir repriset til en P/BV lik 1, som fortsatt er billig gitt Dankes historikk, vil man fortsatt ha en avkastning på 6%. Når selskapet på tidspunktet estimerte et utbytte på 7,5 DKK for 2022 som skulle utbetales kvartalsvis gitt boten som lå der latent, fremsto aksjen veldig billig. Nedsiden ved caset var omtrent null og var i våre øyne en «no-brainer».

Et annet viktig moment er at Danske Bank i motsetning til de norske vil dra mer nytte av rentehevingene i Europa. I Norge antar vi å allerede ha sett størstedelen renteoppgangen, som har slått veldig positivt på netto rentemargin (NII). Danske Bank har mer eksponering mot markeder som har hatt mer rentevest og har slått veldig positivt på rentenettoen, spesielt i Danmark og Finland.

Gjennom 2023 har vi fått en kraftig reprising av aksjen og handler på 1x bokført verdi. I fjerde kvartal annonserte de utbytte for 2023 på DKK 14.5 og tilbakekjøp for 5.5 milliarder og aksjen yelder nå rundt 10%. Gitt at danske har i realiteten har hedger på rentene i from at det tar lenger tid før man ser den fulle effekten av rentehevingene bør vi kunne se fortsatt vekst i NII frem til 2026. Mens norske banker sannsynligvis peake i 2024 som gjør at vi foretrekker danske fremfor norske banker. Management har også kommet med et lønnsomhetsmål på 13% ROE, og gitt at de klarer noe i nærheten bør Danske handle opp mot en historisk prising på 1.3x bok. Andre store nordiske banker handles også rundt 1.3x-1.5x bokført verdi, og Danske bør over tid handle i denne rangen.

### Kid



Kid  
INTERIØR

KID har vært en trofast følgesvenn i porteføljen vår de seneste årene. Vi mener det ikke finnes mange selskaper på Oslo Børs med lik kombinasjon av stabile marginer, sterk balanse, fornuftig avkastning på egenkapitalen, samt god vekst med høy yield. Ved investeringstidspunktet betraktet vi investeringen som todelt, der den første delen er den norske merkevaren KID. Vekstpotensialet i denne delen er relativt begrenset i form av ekspansjon da selskapet hadde 157 fysiske butikker ved slutten av Q4'23.

Den andre delen av investeringsbeslutningen er Hemtex, en svensk tekstilkjede som Kid kjøpte opp sent i 2019. Siden kjøpet har Kid forsøkt en turn-around på Hemtex ved reduksjon av overhead-kostnader, kombinert med grep på markedsføringssiden. Dette har Kid virkelig fått til på en god måte hvor Hemtex nå både vokser godt og er lønnsomme.

Noe som er unikt med Kid er selskapets sterke prisingsmakt, samt kontroll over kostnader gjennom en vertikalt integrert verdikjede. Dette blir særlig understreket ved bruttomarginen, som har ligget rundt 60 prosent historisk. I 2022 var marginen derimot tynget av høye fraktkostnader som ikke ble hensyntatt i selskapet kalkyler. Det førte til at selskapet ble kraftig dratt ned på børsen. På starten av 2023 handlet aksjen like over 60 kroner drevet av både frykt for lavere konsum og fortsatt lave marginer. Gjennom 2023 har aksjen virkelig fått seg et løft på solid like-for-like vekst og reversering av marginen.

Høyere inflasjon, lavere diskresjonært konsum og veksten fremover er utfordringene med investeringscasen. Vi tror imidlertid at markedet trolig undervurderer hvor robust etterspørselen etter interiør og hjemmeartikler er, også i krevende tider. Totalt sett mener vi at konsernet er veldrevet og med god kontroll over verdikjeden.

\* I slutten av Januar 2024 solgte Investeringssklubben IKNHHS seg ut av KID

### B3 consulting group



B3 er et anerkjent svensk IT-konsultentselskap som ble rangert som Sveriges nest beste arbeidsplass så sent som i 2020. Selskapet ble etablert i 2003 med fokus på erfarne konsulenter innen IT og ledelse. 2023 ble derimot ikke et veldig bra år for konsulentene i Sverige hvor EBIT ble 96 SEKm sammenlignet med 138 SEKm året før. Før B3 ble inkludert i porteføljen, gjennomgikk selskapet en periode med høy omsetningsvekst, men med synkende lønnsomhet. Med en EBIT-margin på kun 3,7% i 2019 og 4,9% i 2020 – langt under bransjesnittet – ble selskapet priset med forventningene om vedvarende lave marginer. Dette ble reflektert i fondets inngangsverdi med en pris/salg multippel på bare 0,4x. Investeringen ble gjort med troen på at B3 kunne øke marginene til målet på 8-12% gjennom bedre kapasitetsutnyttelse og andre strategiske initiativer.

Fra andre halvdel av 2021 og gjennom de første tre kvartalene av 2022 har denne hypotesen blitt bekreftet, og selskapet har opplevd en reprising på børsen. Med en EBIT-margin på over 10% i hver av de siste fire kvartalene og en organisk omsetningsvekst på 25,4% de første tre kvartalene av 2022, har B3 vist betydelig fremgang. Videre merker vi oss at selskapet fortsatt er lavt priset sammenlignet med konkurrenter som Bouvet, som tidligere var en del av fondet.

I 2023 har derimot denne reprisings- og effektivitetshistorien opplevd en brems. Et ekstremt tøft marked gjennom 2023 hvor bedrifter har kuttet tilbake på it-spending har ført til at B3 ikke har klart å opprettholde den gode trenden i 2023. Omsetningen i 2023 endte på 1,142 SEKm mot 1,151 med en EBIT-margin på henholdsvis 12,0% og 8,4%.

Selskapet guider nå på en omsetning på 1,500 SEKm og en EBIT-margin på 10%. Vi tror dette er et godt og realistisk mål som selskapet er i stand til å oppnå. Hvis ledelsen tar de riktige valgene og leverer på målene som er satt handler aksjen altfor billig. 1,500 SEKm i omsetning



impliserer en Pris/salg multiplum på 0,51x. Hypotesen vår er at prisingen skal nærme seg 1,0x etter hevert som selskapet forbedrer marginen.



JYSKE BANK

### Jyske bank

Jyske bank er Danmarks 3. største bank med en relativt konservativ lånebok. Det er hovedsakelig boliglån, hvor gjennomsnittlig Loan To Value er 45%. I utgangspunktet mener vi på sikt at den underliggende verdien per aksje skal være det samme som de bokførte verdiene per aksje (BVPS).

Noen av grunnene til at investerte i selskapet mars 2022

- 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 ble en midlertidig svak lønnsomhet. Vi mente det var riktig at over tid burde lønnsomheten opp som følge av stigende renter, økt utlånsvolum og bedret kostnadsstyring ved at de klarte å kutte i antall filialer.
- 2) Vi likte Jyske Bank på bakgrunn av kapitalallokeringsstrategien om å bruke overskuddet til å kjøpe tilbake billige aksjer (langt under bokført verdi). Og parallellt til en av de beste nordiske investeringene siden 2000-tallet; TopDanmark, kommer inn. Selskapet leverte 30x mellom 1999-2019 (18.9% årlig), mens resultatet omtrent var flatt i perioden. Bakgrunnen var at TopDanmark hadde en buyback-yield på 9.5% i perioden på billige aksjer, før selskapet til slutt fikk en reprising. Jyske Bank har siden 2016 kjøpt tilbake rundt 40% av egne aksjer. I andre kvartal 2022 kjøpte de tilbake aksjer for over 500 millioner før de kjøpte Handelsbanken Danmark En transaksjon vi skriver mer om mot slutten av dette kapitlet.
- 3) I mars 2022 økte eksponeringen fra 5 til 7,5% for 60 øre for noe vi mente er verdt 1 krone. Empiri viser at de fleste banker med ROE på 9-10% bør banken prises lik bokført verdi. Bankene bør dermed over tid stabilisere tilbudssiden gjennom prisingsdisiplin, fremfor å jage utlånsvekst med lavere lønnsomhet. Videre har man sett at de danske bankene har innført negative innskuddsrenter, som igjen har ført til at man igjen har en positiv margin og tjener penger på folks innskudd. Det er viktig å huske at banken sin balanse hovedsakelig består av kontanter, og når man er priset langt under denne er man dermed incentiver til å krympe låneboken. Hvis lønnsomheten ligger under egenkapitalkravet så bør utlån-boken krympes 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).

- 4) I mars måned (2022) leverte banken en ROE på 7-8% og gitt at de kjøpte tilbake aksjer for overskuddet til P/BV 0.7x, vil BVPS vokse 10% i året. En norsk bank med 10% ROE, P/BV 1x og betaling av alt overskudd i utbytte vil tilsvarende levere 10% avkastning.

I 2022 kjøpte Jyske Bank Handelsbanken Danmark. P/BV økte fra 0,65 til 0,71 på kjøpet. Økningen er marginal fordi Handelsbanken Danmark var en relativt liten bankvirksomhet. Gjennom 2023 har Jyske fortsatt med oppkjøp når de i juni kjøpte opp PfA Bank til DKK 247.

Fokuset fremover vil bli utbytte som vil være DKK 500 millioner for 2023 og tilbakekjøp. I løpet av Q1/24 forventer vi at banken bør kunne kjøpe tilbake aksjer for DKK 3 mrd. og ser man dette sammen med utbytte har banken en svært attraktiv yield på nesten 12,2%.

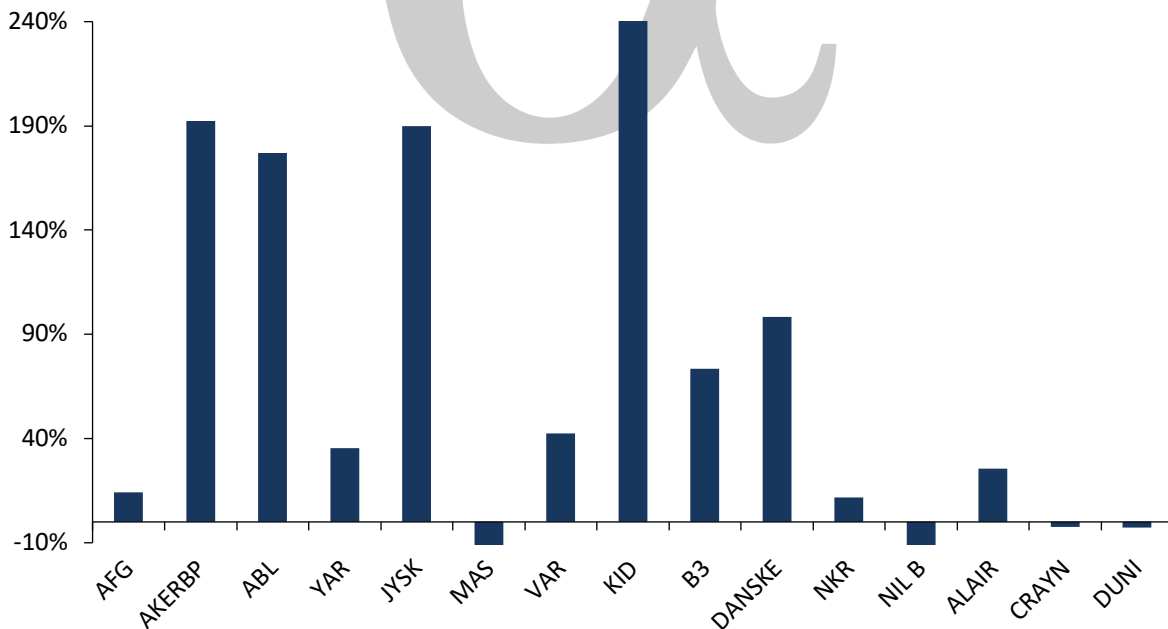




### Detaljert porteføljeoversikt per 1. januar 2024

Børsticker	Antall	GA-Kurs	01-Dec	Siste	Tot. Avk. %	Avk. MTD %	Verdi	Vekt %
<b>AFG</b>	1 252	141,1	115,8	124,2	14,2 %	7,3 %	155 498	3,5 %
<b>AKERBP</b>	755	118,5	310,1	295,5	192,2 %	-4,7 %	223 103	5,1 %
<b>ABL</b>	22 766	5,6	12,7	13,1	177,1 %	3,1 %	298 235	6,8 %
<b>YAR</b>	390	376,2	366,3	361,2	35,4 %	-1,4 %	140 868	3,2 %
<b>JYSK</b>	318	256,1	745,2	730,0	189,8 %	-2,0 %	232 131	5,3 %
<b>MAS</b>	3 993	49,5	26,0	26,0	-44,4 %	0,0 %	103 818	2,4 %
<b>VAR</b>	10 479	28,0	34,6	32,2	42,5 %	-7,1 %	337 005	7,7 %
<b>KID</b>	2 259	40,5	109,2	117,2	265,3 %	7,3 %	264 755	6,0 %
<b>B3</b>	4 112	68,8	87,9	111,4	73,5 %	26,8 %	458 211	10,5 %
<b>DANSKE</b>	1 968	141,1	278,6	272,1	98,2 %	-2,3 %	535 454	12,2 %
<b>NKR</b>	43 360	8,3	7,9	9,3	11,7 %	16,8 %	401 080	9,2 %
<b>NIL B</b>	3 519	88,3	63,3	60,8	-26,2 %	-3,9 %	213 890	4,9 %
<b>ALAIR</b>	5 400	37,4	47,1	47,0	25,5 %	-0,3 %	253 721	5,8 %
<b>CRAYN</b>	2 320	86,9	84,6	84,7	-2,5 %	0,1 %	196 504	4,5 %
<b>DUNI</b>	2 953	108,0	108,0	105,2	-2,6 %	-2,6 %	310 513	7,1 %
<b>Cash</b>							256 535	5,9 %
<b>Total</b>						2,86%	kr 4 381 319	100,0 %

### Avkastning siden kjøp



## Avsluttende ord

Vi vil rette en stor takk til alle våre aksjonærer for den tilliten dere har vist oss gjennom året. Å forvalte midler på vegne av medstudenter er et betydningsfullt ansvar som vi i Investeringsklubben NHHS tar svært seriøst.

I 2023 hentet børsene seg virkelig inn igjen etter et virkelig ruglete 2022. MSCI World klatret over 24% etter en nedgang på -18% året før. Oppgangen i de globale markedene har i stor grad blitt drevet av de store børslokomotivene som nå populært blir kalt «the magnificent seven». På starten av året var det derimot knyttet lave forventninger til børsåret, vi hadde nettopp lagt bak oss en rekke renteøkninger og inflasjonen så ut til å bite seg.

Videre er vi svært fornøyde med å nok en gang levere meravkastning i forhold til Oslo Børs til våre aksjonærer i 2023. Fondet oppnådde en avkastning på 14,00% mot Oslo børs sine 9,89% i 2023, noe som resulterte i en meravkastning på 4,11% prosentpoeng. De gode resultatene gir motivasjon til å fortsette å finne gode investeringsmuligheter i 2024. Samtidig anerkjenner vi det store ansvaret vi har påtatt oss med å forvalte medstudenters sine sparepenger. Risikoen i fondet vil til enhver tid gjenspeile dette gjennom at vi holder oss til våres investeringsfilosofi.

Avslutningsvis ønsker vi å takke ABG Sundal Collier for det gode samarbeidet vi har hatt i 2023. Støtter vi får fra ABG er helt avgjørende for å kunne drifte helt kostnadsfritt fond for studenter ved NHH. Vi er veldig glade for at ABG også blir med på laget i 2024 og vi ser frem til et fortsatt godt samarbeid.

## Kontaktinfo

Vi setter pris på tilbakemeldinger og spørsmål angående IKNHHS. Ta gjerne kontakt med oss via [post@iknhhs](mailto:post@iknhhs).