

Årsrapport 2022

Investeringsklubben NHHS AS

«Hauken har landet»

Innholdsfortegnelse

Aksjemarkedet i 2022	3
Veien videre	4
IKNHHS sin investeringsfilosofi.....	8
Porteføljen i 2022	10
<i>Porteføljesammensetning 1.Januar 2022.....</i>	<i>10</i>
Utvikling mot Oslo Børs i 2022	11
Avkastning mot sammenlignbare fond	12
Total avkastning for alle investeringer i 2022	12
Beste og dårligste investeringer i 2022	13
Porteføljrisiko	15
Porteføljen ved inngangen til 2023.....	17
<i>ABL Group</i>	<i>17</i>
<i>AF Gruppen</i>	<i>19</i>
<i>AKER BP.....</i>	<i>21</i>
<i>B3 consulting</i>	<i>23</i>
<i>Danske bank</i>	<i>24</i>
<i>Jyske bank.....</i>	<i>26</i>
<i>Kid</i>	<i>28</i>
<i>Måsøval</i>	<i>29</i>
<i>Nekkar.....</i>	<i>30</i>
<i>Self Storage Group.....</i>	<i>34</i>
<i>Vår Energi</i>	<i>35</i>
<i>Yara International.....</i>	<i>36</i>
Avsluttende ord.....	38

Aksjemarkedet i 2022

Året 2022 ble et dramatisk år på verdens børser hvor mange av de større indeksene falt stort. Ved første øyekast fremstår børsåret her hjemme i Norge som flatt og kjedelig hvor hovedindeksen er ned ett knapt prosent. Sannheten viser seg å være strake motsetningen.

Året har vært preget av høyere energipriser, rask renteoppgang og ikke minst et skattesjokk i oppdrettsbransjen. Oslo børs har nytt godt av de økte energikostnadene da diverse energiselskaper utgjør en stor del av indeksen. Dette har ført til at Oslo børs er blant de børsene som har stått seg best gjennom et begivenhetsrikt 2022.

Noteringstempoet på Oslo børs gikk betraktelig ned fra rekordåret 2021, hvor det endte med 68 nymoterte selskaper. 2022 endte med 17 nye navn på Oslo børs sine markedsplasser. En nymotering verdt å trekke frem er Vår Energi som i februar noterte seg på Oslo Børs. Her deltok fondet i børsnoteringen. Senere har Vår Energi også blitt inkludert i OBX indeksen.

Børsvinnerne skiller seg fra 2021 da vi har fått et skift fra det grønne og fornybare i 2021, til olje og shipping bransjen som gjerne blir ansett som strake motsetningen. I lys av årets energi utfordringer kommer det klart frem at vi ikke enda ser målstreken av det grønne skifte, og at verden fortsatt i stor grad er helt avhengig av olje og gass.

I 2022 kom det vi kan kalle baksmellen av all kapitalen som ble pumpet inn i markedene i 2020 og 2021. Allerede mot slutten av 2021 begynte inflasjonen å bite seg fast, og den har satt stort preg hele 2022. Sentralbankene har hyppig brukt både doble og triple rentehevinger for å få kontroll på inflasjonen. Videre har krigen i Ukraina ført til skyhøye energipriser i hele Europa som igjen førte til høyere inflasjon. Inflasjonstoppen i Norge for 2022 nådde vi i oktober hvor den var på 7,5%, før den senere avtok noe. Ved årsslutt endte inflasjonen på 5,9% og legger listen for et krevende børsår i 2023.

Årsrapport

Den store usikkerheten har ført til et skifte vi ikke har sett på lang tid. Investorer søker i større grad til selskaper som tjener penger i dag, og er mer skeptiske til vekstselskaper hvor inntjeningen ligger langt frem i tid. Økte renter og usikkerhet har gitt Nasdaq indeksen i USA det glatte lag der den endte året ned drøye 33%.

Svak kroneutvikling spesielt mot dollar har gjort at norske investorer med investeringer notert i dollar til dels har blitt skjermet mot den drastiske nedgangen vi finner over Atlanterhavet.

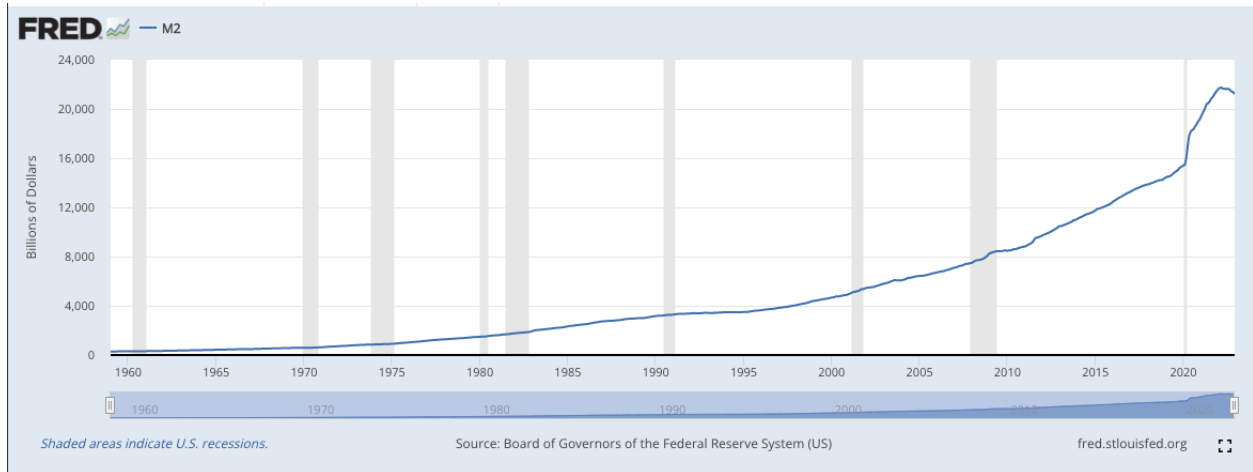
Her hjemme ble det i andre halvdel av året fremlagt forslag til grunnrenteskatt på blant annet oppdrettsnæringen. Dette førte til at sjømatindeksen på Oslo børs avsluttet året ned 18%.

Hvor nedgangen direkte kan knyttes til forslaget om grunnrenteskatt. I kjølvannet av dette har investeringer for titalls milliarder enten blitt satt på vent, eller helt avblåst. Forslaget har skapt stor offentlig debatt, hvor de to motpolene virker langt i fra en form for enighet. Laksebransjen peker på at forslaget virker forhastet, og 2022 blir stående som en milepæl i norsk oppdrettsnæring.

Veien videre

2022 ble et begivenhetsrikt år i finansmarkedene. Høy inflasjon, krig i Europa og økte renter satte sitt preg på fjoråret. Det er all grunn til å tro at disse temaene også vil være utslagsgivende for hvordan børsåret 2023 utarter seg.

Etter flere år med lav og stabil inflasjon, skjøt prisveksten fart i andre halvdel av 2021. Inflasjonen forble høy gjennom 2022, men falt noe i andre halvår. Selv om prisveksten falt noe i andre halvdel av 2022, er prisveksten ikke helt under kontroll ved inngangen av 2023. Pandemiårene var preget av ulike former for stimuli, som resulterte i at pengemengden (M2) økte betydelig. Gjennom fjoråret dro sentralbankene verden over hardt i bremsen, og gjennom kvantitative innstramminger ble deler av stimulansen reversert.



I tillegg til kvantitative innstramminger, har sentralbankene verden over også hevet styringsrentene. I 2022 har vi opplevd at rentene har steget rekordraskt, som har hatt store konsekvenser for verdens aksjemarkeder. Konsensus i markedet er nå at vi når en rentetopp i første halvdel av 2023. Om dette inntreffer eller ikke, er helt avgjørende for hvordan aksjemarkedet i 2023 blir.

Det er argumenter både for og imot at inflasjonen vil komme ned i løpet av 2023. På den ene siden har vi et stramt arbeidsmarked, og nylig statistikk viser at sysselsettingen fortsatt er på et høyt nivå. Dette øker sannsynligheten for at vi havner i en spiral av lønns og prisstigninger, hvor akselererende lønns- og dertil prisvekst til stadighet må kompenseres med høyere renter. Dersom dette skulle inntreffe, vil sentralbankene være nødt til å føre en strengere inflasjonsstyring, over en lenger periode. Dette vil isåfall slå hardt ut på prisingen av aksjer. På den andre siden virker problemene knyttet til globale forsyningskjeder å løsne. Samtidig er arbeidsmarkedet stramt, med arbeidsledighet på historisk lave nivåer både her hjemme og over dammen, som gjør det lønnsøkninger vanskelig å komme utenom. Gjennom pandemiårene ble vi oppmerksomme på hvor avhengige den vestlige verden er av asiatisk produksjon. Kinas strenge regime under pandemien medførte store forsinkelser i global varehandel, som var med på å akselerere prisveksten globalt. Dette ser imidlertid ut til å

bedres i 2023, og gjenåpningen av Kina etter pandemien kan ha stor effekt på prisveksten gjennom året.

Hvordan går det egentlig med TINA?

Renteøkningene i 2022 har hatt stor påvirkning på aksjemarkedet. Sentralbankenes null-rente-regime førte til at prisen på penger ble tilnærmet gratis. Med null, eller svært lav, løpende avkastning i obligasjoner, ble forvaltere tvunget lenger ut på risikoskalaen. Dette førte til et stort tilsig av institusjonelle penger inn i aksjemarkedet. Dette var med på å dra prisingen på verdens børser kraftig opp. Når rentene nå har kommet kraftig opp, har prisingen av aksjer falt noe tilbake. Renteøkningene har også gjort at obligasjoner ser mer attraktive ut enn på lenge. For første gang på over et tiår gir også denne aktivaklassen god avkastning, til en moderat risiko. Dette har gjort at det for første gang på lenge er et reelt alternativ til aksjer, som kan være med på å dra aksjeprisingen ytterligere ned. Samtidig gir dette økt finansieringskost for børsnoterte selskap, som senker inntjeningen ceterus paribus.

Ved inngangen til 2023 handler S&P 500, verdens viktigste aksjeindeks, på en Shiller P/E på rundt 30. Selv om denne indikatoren ikke er egnet til å spå kortsiktige topper eller bunner i markedet, kan den gi en god indikasjon på fremtidig forventet avkastning de kommende 20 årene. En multipl på 30 indikerer at markedet fortsatt er stivt priset, og at man ikke kan forvente høy avkastning i aksjer de neste 20 årene.



Selv om det globale aksjemarkedet i 2022 falt med nærmere 20%, er selskapenes inntjeningsestimater fortsatt høye, og det er ikke priset inn en resesjon i dagens marked. Dermed blir det viktigste i 2023 å følge med på hvordan selskapenes inntjening beveger seg. Selskapenes inntjening har i 2022 vist seg motstandsdyktig. Store deler av kostnadsøkningen selskapene har opplevd, har de klart å lempe over på kundene sine. 2023 kan fort bli året vi ser store revideringer av inntjeningsestimatene globalt. Hittil er estimatene kun justert ned 13 prosent, mens estimatene de foregående resesjonene har falt om lag 30 prosent. Nedsiden på selskapenes inntjening er dermed stor, dersom vi er på vei inn i en resesjon.

Vi går nå inn i et spennende år, hvor inflasjon, og måten sentralbankene håndterer denne, følges med argusøyne. Utfallet av sentralbankenes rentepolitikk vil være avgjørende for finansmarkedene i 2023. Investeringsklubben NHHS er, som en langsiktig investor i høykvalitetsselskaper, mest opptatt av de lange trendene. Selskapene i vår portefølje er av høy kvalitet, og skal, på lang sikt, dra nytte av urolige markedsforhold. Våre selskaper står i en sterk finansiell posisjon, har solide forretningsmodeller og skal være kunne håndtere ruglete markeder bedre enn deres konkurrenter.

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: En fremragende ledelse som kjenner industrien bedre enn noen andre; et bærekraftig komparativt fortrinn som skaper aksjonærverdier utover hva ens konkurrenter har mulighet til; en vanskelig replikerbar businessmodell som er robust i mange tenkelige scenarier. Listen kan forlenges til det kjedsommelige.

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 i. Flere av våre beste investeringer har vi sittet med i flere år. Vi søker å holde en diversifisert portefølje, hvor vi har mange kort å spille på, noe som vil eliminere store deler av den usystematiske risikoen. På den annen side vil vi ikke investere i flere selskaper enn vi klarer å ha en tett oppfølging av og fortløpende være oppdatert på status quo. Foruten å diversifisere på selskapsplan vil vi også etterstrebe og holde en portefølje som representerer mange industrier og næringer. 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.

Som nevnt ovenfor ønsker vi å være tilnærmet fullinvestert, som følge av økt markedsuro og utfordrende makroutsikter har kontantandelen vokst. Årsaken til dette er at vi ikke har funnet tilstrekkelige gode muligheter i forhold til risk/rewarden vi ønsker. Vi har mål om å redusere

andelen cash til nærmere 10%, og som et langsiktig fond vil markedsvolatiliteten kunne gi gode muligheter med tanke på tidsperspektivet vi opererer med. Samtlige i gruppen vil jobbe for at vi tar mulighetene som dukker opp og fortsetter å levere en god risikojustert avkastning for andelseierne.

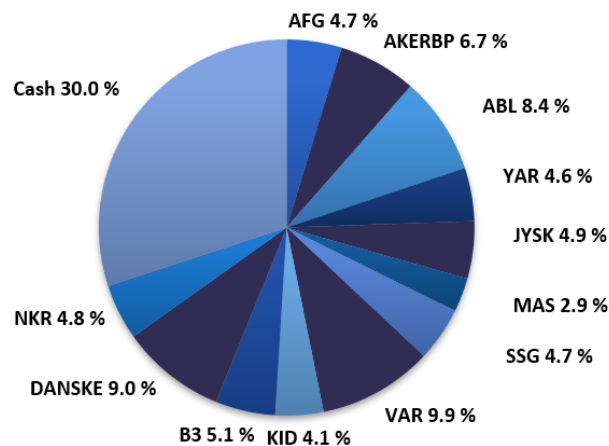


Porteføljen i 2022

PORTEFØLJESAMMENSETNING 1. JANUAR

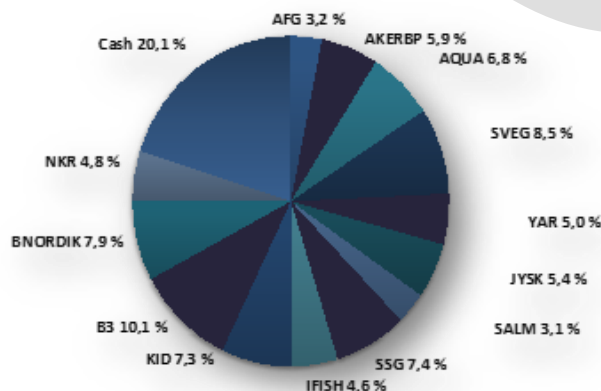
NØKKELDATA PER 1. JANUAR 2023

total avkastning 2021		9.78%
total markedsverdi fond	kr	3 849 339
andelsverdi	kr	9 466



IKNHHS leverte en avkastning på 9,78% i 2022. Til sammenlikning hadde Oslo børs en avkastning på -1.0% i 2022, og fondet oppnådde dermed en meravkastning på 10,78% mot Oslo Børs. Fra oppstart av fondet i 2013 har fondet levert svært god avkastning, 2022 er intet unntak. Den totale avkastningen til IKNHHS siden 2013 er nå 419,18% - til sammenlikning har Oslo Børs steget med 167,74%. Av fondets 13 posisjoner i 2022 har 7 vært positive for året. Aksjen med best avkastning er B3 (88,4%), ABL (52,9%) og JYSK (41,2%). Selskapene vi var investert i med svakest avkastning: Nekar (-38,8%), Måsøval (-36,7%) og Self Storage Group (-33,8%).

Porteføljesammensetning 1. Januar 2022



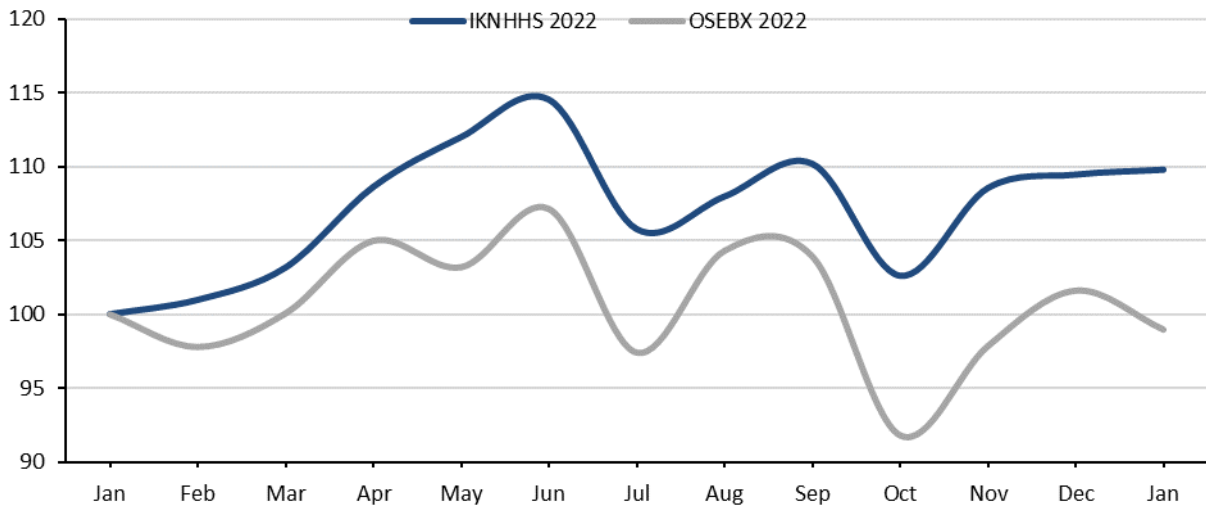
Solgt i 2022:

BNORDIK
IFISH
SALM
SVEG

Kjøpt i 2022:

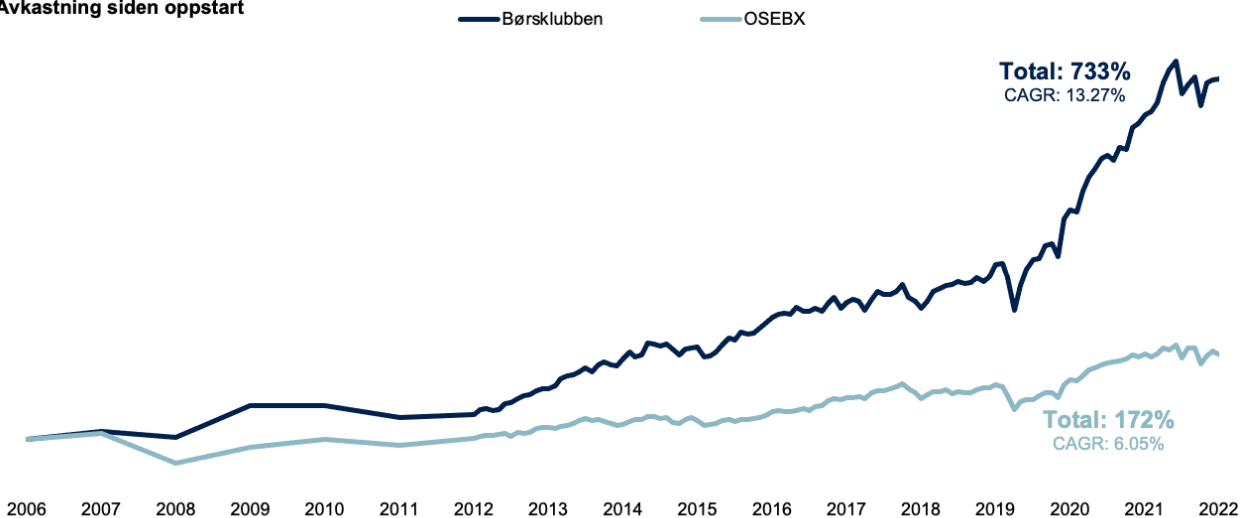
DANSKE
MAS
NKR

Utvikling mot Oslo Børs i 2022



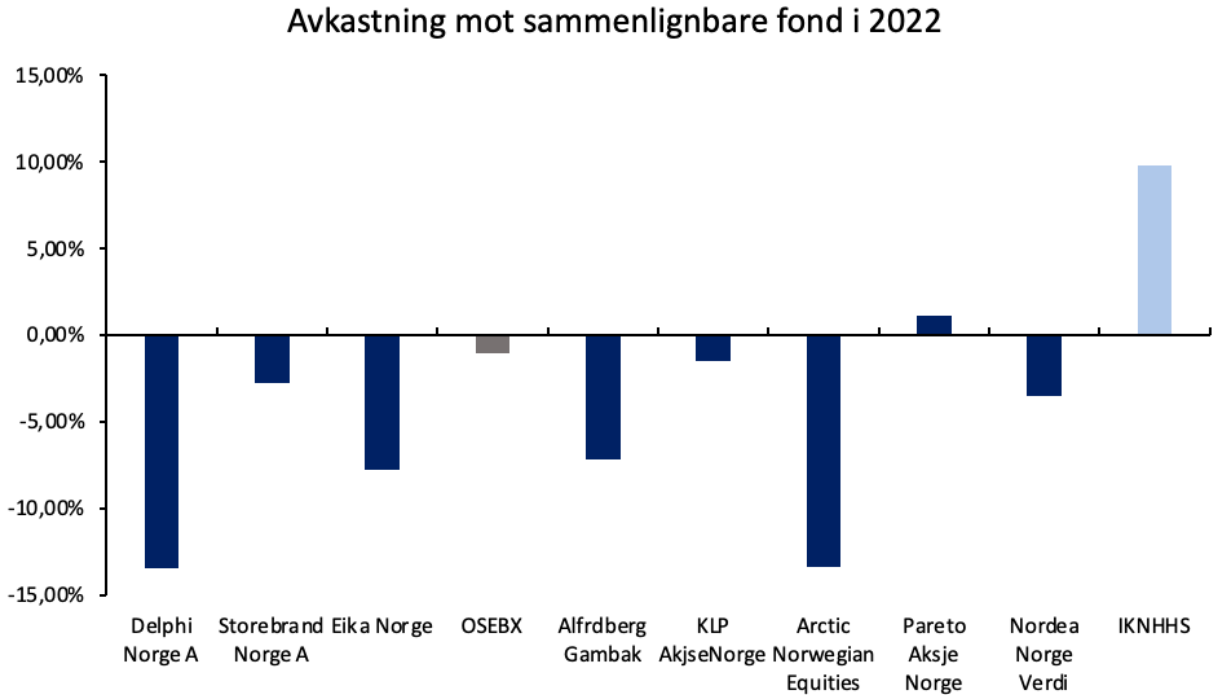
Utvikling mot Oslo børs siden 1. januar 2013

Avkastning siden oppstart

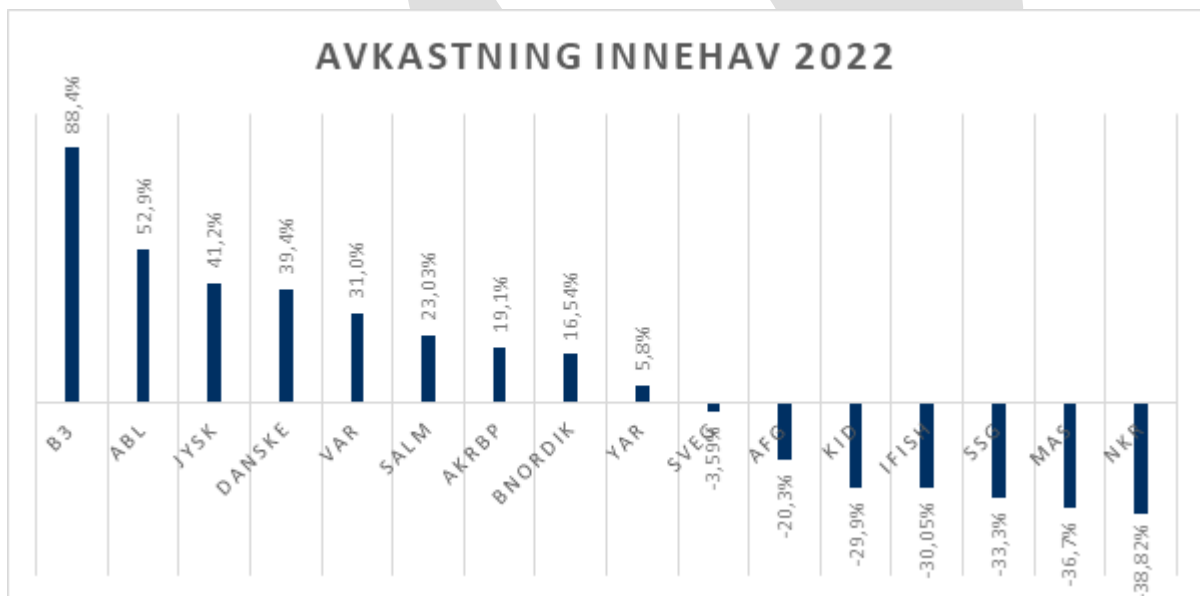


Last updated: Januar 2023

Avkastning mot sammenlignbare fond

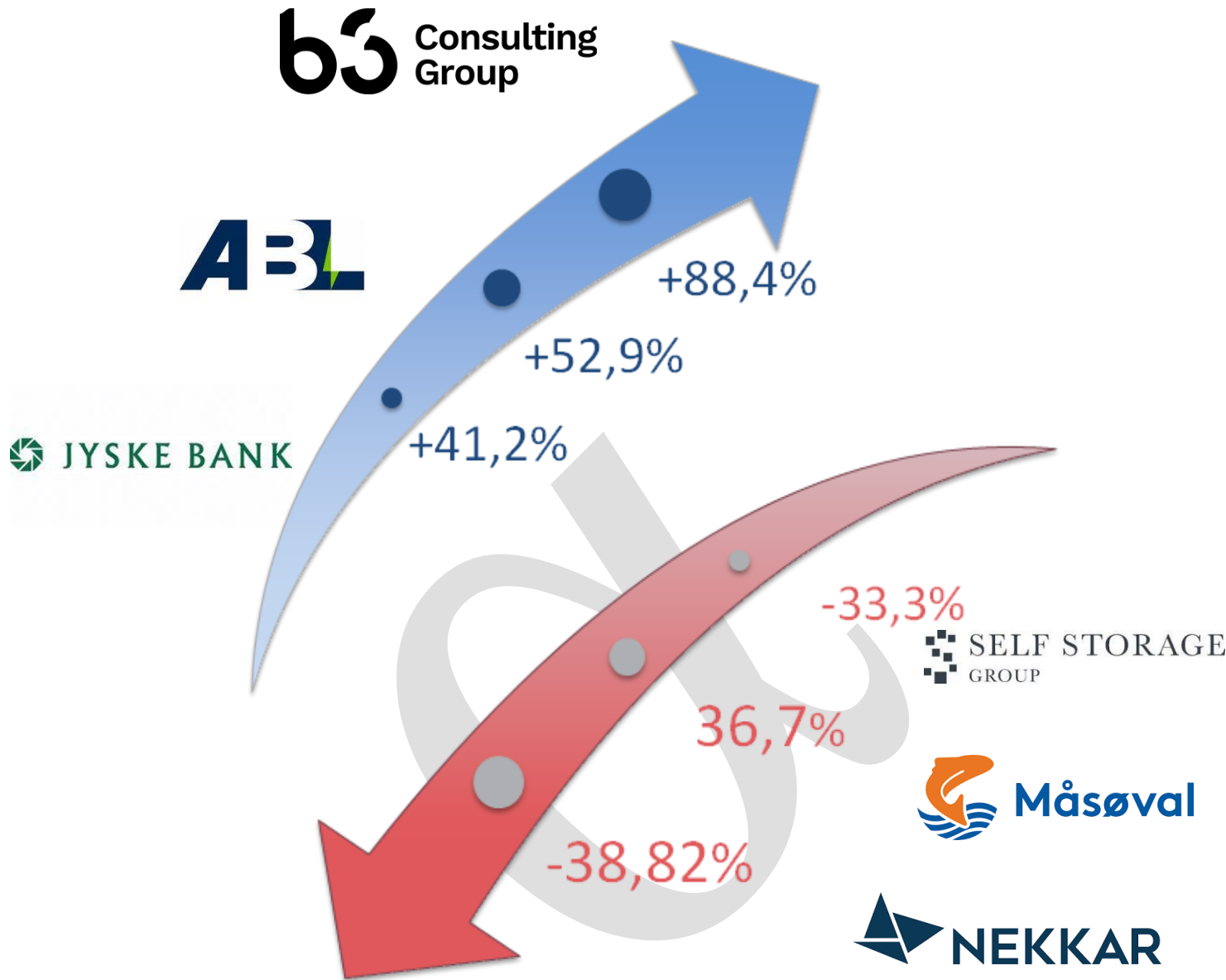


Total avkastning for alle investeringer i 2022



Årsrapport

Beste og dårligste investeringer i 2022



Beste investering – B3 Consulting Group AB

Årets beste investering ble det svenske IT-konsulentselskapet B3 Consulting Group AB (B3). Selskapet ble tatt inn i fondet i mars 2021 og har siden den gang levert en avkastning på hele 211,7%. I 2022 steg selskapets aksjekurs med 88,4 %.

Kursoppgangen i 2022 skyldes trolig en kombinasjon av sterk organisk vekst og at selskapet viser at de kan levere på margin. Før selskapet ble tatt inn i porteføljen hadde B3 vært gjennom en periode med sterk omsetningsvekst og fallende lønnsomhet. Med en EBIT margin i 2019 og 2020 på henholdsvis 3.7% og 4.9%, langt under bransjegjennomsnittet, ble selskapet priset på «evig lave marginer». Dette ble reflektert gjennom en prising ved fondets inngang som tilsa en price-to-sales ratio lik 0,4. Bakgrunnen for kjøpet var at vi mente at B3 burde være i stand til å øke marginen til målsetningen på 8-12% gjennom mer effektiv kapasitetsutnyttelse og andre initiativ. Gjennom andre halvdel av 2021 og de tre første kvartalene i 2022 har denne hypotesen spilt seg ut, hvilket har ført til en hyggelig reprising av selskapet. Selskapet har levert en EBIT margin på over 10% i hvert av de fire siste kvartalene og kan vise til en organisk omsetningsvekst på 25,4% for de tre første kvartalene i 2022.

Videre avholdt B3 en kapitalmarkedsdag i oktober, som kan ha bidratt til å bedre belyse hvilke verdier som finnes i selskapet. I forbindelse med kapitalmarkedsdagen la B3 frem deres nye finansielle mål for perioden 2023-2025. Blant annet har selskapet et mål om en EBIT margin på 12% og en omsetning på 1.7 milliarder SEK innen utgangen av perioden. Avhengig av hva omsetningen ender på for 4. kvartal 2022, impliserer dette en tosifret årlig omsetningsvekst og et sterkt marked for IT-konsulenter i årene fremover.

Dårligste investering – Nekkar

Nekkar var den dårligste investeringen i 2022. Selskapet har vært i porteføljen siden 2021, men posisjonen ble vektet opp i september 2022.

Bakgrunnen for at vi vektet oss opp i selskapet var kursfall på 40% siden starten av året, som dermed priset Nekkar til en EV/EBIT på 6.4 for 2022e. Prisingen fant vi svært attraktiv samtidig som nedsiden var begrenset da selskapet hadde en NIBD på NOK -146m og en ordrebok på NOK 800m. I tillegg så vi indikasjoner på kommende anbudsrunder for skipsheis etter to år med «tørke», og at Nekkar har svært gode muligheter til å vinne flere av kontraktene. Opsjonene i aftersales, Inteliwell, Starfish og Skywalker fant vi også svært attraktive.

Årsaken til det brutale fallet i Nekkars markedsverdi kan i hovedsak forklares av: 1) Nekkar vant ingen nye betydelige kontrakter, noe som førte til at ordreboken lå på et relativt lavt nivå, 2) Inntjeningen i 2022 ble lavere enn forventet som en følge av forsinkelser hos kunden, og 3) aksjen var svært illikvid og falt som de fleste andre illikvide aksjer gjorde.

Aksjen er p.t. opp 20% i 2023, likevel velger vi å beholde selskapet i porteføljen da vi er svært positive til 2023. De mest nærliggende triggerne er nye kontrakter til Syncrolift, Inteliwell og Starfish. På lengere sikt er det og mulig at Skywalker kan bli en gamechanger innen installering av vindturbiner, og at dette datterselskapet kan bidra til å dra opp markedsverdien til Nekkar.

Porteføljerisiko

Investeringer på børsen medfører alltid risiko, selv om det kan være stor variasjon i risikoen til ulike selskaper på børsen. Økt risiko innebærer også høyere sannsynlighet for økt

avkastning, og vice versa. Det er derfor et behov å balansere porteføljen slik at man følger ønsket risikoprofil, samt at man oppnår så høy avkastning som mulig.

Investeringsklubben eier ikke aksjer i hele aksjemarkedet, men forsøker derimot å slå markedet ved å plukke ut de vi anser som kvalitetsselskaper. Dette innebærer at man ikke er eksponert mot hele markedet, noe som isolert sett øker risikoen. For å kompensere for dette så velger investeringsklubben å eie mindre eierposter i mange selskaper, dette sprer risikoen. Vi ønsker heller ikke å være for eksponert mot en sektor, da dette øker risikoen betydelig uten å nødvendigvis skape meravkastning.

I året 2022 har investeringsklubben hatt en kontantandel på 15-30%. Dette er noe høyere enn nivået vi ønsker å ligge på, men er et resultat av vanskelige makroøkonomiske forhold. Året har i stor grad vært preget av usikkerheter som inflasjon, krig i Europa, høye energipriser, og økte internasjonale spenninger. Disse usikkerhetsmomentene kan på kort tid endre de forutsetningene som vi legger til rette ved vurderingen av et selskap. Vi i investeringsklubben ønsker på sikt å redusere kontantandelen ved å investere i ytterligere kvalitetsselskaper, men liker også opsjonsverdien ved å ha kontanter i usikre tider.

Et risikomoment som tidligere har vært underkommunisert til aksjemarkedet er statlige økonomiske inngrep i vestlige land. Vi har i løpet av 2022 opplevd «windfall tax» på britiske oljeselskaper, samt «lakseskatten» i Norge. Begge disse skattesjokkene er beskrevet som et resultat av makroøkonomisk uro og stater behov for ekstra inntekter. Ulike skattesjokk og statlige inngrep er dermed et risikomoment som tidligere har vært undervurdert i de vestlige aksjemarkeder, men som virker å være en fremtredende måte for stater å sikre seg inntekter i usikre perioder, og derfor burde tas hensyn til ved investeringer i selskaper.

I 2023 går vi videre inn i en svært usikker makroøkonomisk situasjon. Noe som vi drar fordel av med vår høye kontantandel på 30% ved årsslutt. Investeringsklubben fortsetter å være årvåkne for investeringsmuligheter i kvalitetsselskaper, og håper å også kunne levere god risikojustert avkastning for andelseiere i 2023.

Porteføljen ved inngangen til 2023

ABL Group

Tidligere AqualisBraemar LOC ASA endret i juni 2022 navn til forkortelsen ABL group. ABL group er et norsklitet 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 2022 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 31% av inntektene kommet fra dette segmentet. 50% kommer fra olje og gassbransjen mens de siste 19% av inntektene stammer fra konsulenttjenestene innen maritime næringer. Selv om fremtiden innen olje & gass kan se lovende ut med en sterk forward kurve på oljeprisen er det innen fornybart selskapet venter å øke mest, der det guider at 50% av inntektene skal komme fra fornybart og energiomstilling ved utgangen av 2025. 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 1000 ansatte som er spredd på 62 kontorer i 38 land. Ved første øyekast 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 i følge selskapet selv, da nærhet til

oppdragsgiver, kort lead time på oppdrag og spredning mellom ulike underselskap og funksjoner.

ABL group bygget i 2022 videre på en god og verdiskapende historikk innen M&A. De to viktigste transaksjonene var nedsalg av Loss Adjustment virksomheten til ansatte innen den divisjonen for et vederlag på 6 millioner dollar, og oppkjøpet av Stavangerbaserte Add Energy. Oppkjøpet av Add Energy økte ABL Groups eksponering mot brønntjenester, og økte antall ansatte med i underkant av 10%.

ABL bekrefter gjennom Add Energy transaksjonen sin rolle som en konsoliderende aktør i et fragmentert marked. Transaksjonen 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 økte markant i 2022. kursen gikk 52.9% i 2022. Dette gjør at EV ved utgangen av 2022 lå på ca 1450 millioner kroner, hvor selskapet er velkapitalisert med en netto kontantbeholdning på 15 millioner dollar. Med en EBIT siste 12 måneder på 14.6MUSD er EV/EBIT nå oppe i rundt 10, så multippelekspansjon alene har gitt oss 30% avkastning i denne aksjen i 2022. Vi har nå mindre tro på multippelekspansjon som en videre avkastningsdriver i aksjen enn på samme tidspunkt i fjor, med god grunn gitt kursutviklingen siste år og inn i starten av 2023. Med bedret kapitalisering av selskapet det siste året har utbyttet også økt fra 0.5\$ til 0.6\$ som gir en 4% utbytteyield. Vi forventer at selskapet er i posisjon til å øke det halvårige utbyttet igjen i 2023.

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 konsulenttenester 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 lovende marked vil vi ikke betale for høy

multippel for selskapet. ABL group har utviklet seg til å bli en betydelig andel av fondet på 8.4% ved årsslutt. 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.

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 businessmodell, og lønnsom vekst over tid. Kundene til AF Gruppen betaler for oppdrag før selskapet må betale sine kostnader for prosjektet. Dette fører til at kundene i praksis finansierer selskapets vekst. Dette har vært sentralt for AF Gruppen, da de har hatt en omsetningsvekst på 14% 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 businessmodellen, har dette ført til at selskapet har kunnet levere gode utbytter til aksjonærene parallelt med veksten.

Basert på faktorene vi har nevnt ovenfor, mener vi at AF Gruppen er et kvalitetsselskap som passer godt inn i vår investeringsstrategi. Det passet derfor meget bra da børsfallet i mars 2020 ga oss mulighet til å kjøpe dette selskapet til en rabattert pris. Siden da har aksjekursen utviklet seg positivt, og per 31. Desember 2022 hadde vi oppnådd en avkastning på 23,5%. Utviklingen det siste året har riktignok ikke vært like god, da AF-Gruppen falt rundt 20% på børs gjennom 2022.

Fremover kan vi skille mellom utsiktene på kort og lang sikt. På kort sikt forventer vi at AF Gruppen vil bli negativt påvirket av rentehevingene vi har sett gjennom 2022. En stor del av AF Gruppens omsetning drives av boligbygging. Denne sektoren er svært sensitiv til endringer i renter. Vi vil derfor ikke bli overasket om selskapet ikke evner å nå målet om 40mrd i omsetning i 2024. Til dette tror vi ordreinngangen fra privat sektor gjennom 2023 vil bli for svak.

På litt lengre sikt tror vi AF Gruppen vil fortsette å levere gode resultater for aksjonærene. Vi tror AF Gruppen vil kunne benytte en eventuell nedtur til å styrke sin markedsposisjon på bekostning av mindre aktører. Videre er alle de langsiktige driverne for selskapet fortsatt intakt. AF Gruppen har klart seg godt gjennom nedturer tidligere, og vi tror ikke dette vil bli noe unntak. Bekymringene rundt makro har også en oppside for vår del. Som nevnt har prisingen kommet betydelig ned gjennom 2022. Dette benyttet vi til å øke vår posisjon i AF Gruppen tidligere i høst. Med vår langsiktige investeringsstrategi har i muligheten til å se gjennom kortsiktig motvind, og isteden fokusere på de langsiktige verdidriverne for selskapet.

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 godt gjennomførte M&A-transaksjoner har Aker BP vært en av de fremste suksesshistoriene på Oslo Børs de seneste årene. Denne suksesshistorien har vi i Investeringsklubben NHHS vært en del av, hvor vi ved utgangen av 2022 kan skilte med en total avkastning på rett i underkant av 180 % på vår posisjon i Aker BP.

Børsåret 2022 var preget av store svingninger i de sentrale råvareprisene, olje og gass. Oljeprisen er opp 8% for året etter en toppnotering på 133 dollar fatet. Økende resesjonsfrykt og problemer med gjenåpning av Kina anses som naturlige årsaker til den fallende prisutviklingen mot slutten av året. Oljeprisen kan derimot ikke kategoriseres som svak, hvor Aker BP realiserte over 100 dollar fatet i årets tre første kvartaler. Etterspørselen etter olje lå i 2022 stabilt rundt 100 millioner fat etter den markante etterspørselsøkningen som oppstod etter gjenåpningen av samfunnet. Samtidig har tilbudssiden vært treg på å komme tilbake, som følge av produksjonsproblemer som henger igjen etter pandemiens virkninger og oljeindustriens svake år. Dette har ført til at OPEC-landene har slitt med å holde følge med sin egen produksjonsøkingsplan. Dermed har vi sett et strammere oljemarked, som konsensus mener vil fortsette også videre i 2023.

Videre har også gassprisen lagt et utrolig år bak seg. Ved utgangen av 2021 begynte prisen å stige markant, hvor en energikrise og mangel på gass trumfet overskriftene i Europa. Russiske sanksjoner, kald vinter, treg overgang til fornybare energikilder, nedleggelse av atomkraftverk og lite vind skulle ble til en kraftig cocktail som sendte energiprisene i taket. Toppnoteringen endte på astronomiske 339 Euro/Mwh og var en klar driver for Aker BP sin sterke kursutvikling i første halvdel av 2022. Ved utgangen av 2022 er gassprisen betydelig lavere som følge av store deler av russisk gass i markedet i tillegg til en historisk varm vinter i Europa. Videre utgjør utgjør gass en betydelig lavere andel av total produksjon hos Aker BP etter den fullførte sammenslåingen med Lundin Energy. Etter å ha ligget stabilt på 20-25% av total produksjon det siste året er den nå nede på ~15%. Selskapet venter at denne andelen skal økes som følge

av dens posisjon i en grønnere energimiks, men også på grunn av høyere gassandel fra NOAKA og King Lear.

Årets begivenhet innenfor M&A var fullføringen av transaksjonen mellom Aker BP og Lundin sin olje-og gassvirksomhet. Etter en lengre prosess ble denne fullført 30 juni, hvor selskapet fra 1 oktober var fullstendig integrert operasjonelt. Lundin sin energiavdeling var i likhet med Aker BP anerkjent for god operasjonell ledelse, og er følgelig en transaksjon vi ser lyst på. Det integrerte selskapet vil ha tilsvarende lokale tilhørighet på norsk kontinentalsokkel og et ønske om en videreføring av lave operasjonelle kostnader. Etter fullføringen av sammenslåingen er Aker BP den nest største produsenten på norsk kontinentalsokkel og går inn i børsåret 2023 med høy produksjonsvekst, en solid balanse, og en historisk sterk fri kontantstrøm. Som nevnt i fjorårets årsrapport ville capex fra NOAKA-feltet tidligere redusere fri kontantstrøm betydelig fra 2023. Med Lundin fullstendig integrert vil Aker BP kunne opprettholde utbyttegraden selv med en økning av Capex etter de 10 nye POD'ene som selskapet leverte før nyttår.

Aker BP fortsetter å være vårt valg i oljemarkedet, og gir akkurat den eksponeringen vi ønsker. Som en pure-play olje- og gass produsent vil Aker BP holde seg til det de kan aller best, og holde seg unna mindre lønnsomme investeringer i fornybar-segmentet. Innenfor energisektoren er selskapet blitt et prakt eksempar på en kvalitetsinvestering, med sin lave break-even kostnad og kontinuerlige ekspansjon som følge av en meget dyktig ledelse. I årene som kommer vil selskapet legge mye arbeid med de 10 nye utbyggingsplanene. Med over 90% av CAPEX dekket av staten anser vi anser selskapet til å være det selskapet på norsk kontinentalsokkel som vil nyttiggjøre seg best av skattesystemet. Videre vil selskapet gitt dagens energisituasjon være en cash-maskin i årene som kommer. Et strammere oljemarked som følge av kombinasjonen av treg tilbudsvekst og høy etterspørselsvekst gjør investeringer i olje-og gassektoren attraktivt. Her syntes vi fortsatt at Aker BP er et riktig valg.

B3 consulting

B3 er et svensk kvalitets IT-konsultentselskap, som senest i 2020 ble kåret til Sveriges nest beste arbeidsplass. Selskapet ble startet i 2003 og satset på senior konsulenter innenfor IT og ledelse. Kursoppgangen i 2022 skyldes trolig en kombinasjon av sterk organisk vekst og at selskapet viser at de kan levere på margin. Før selskapet ble tatt inn i porteføljen hadde B3 vært gjennom en periode med sterk omsetningsvekst og fallende lønnsomhet. Med en EBIT margin i 2019 og 2020 på henholdsvis 3.7% og 4.9%, langt under bransjegjennomsnittet, ble selskapet priset på «evig lave marginer». Dette ble reflektert gjennom en prising ved fondets inngang som tilsa en price-to-sales ratio lik 0,4. Bakgrunnen for kjøpet var at vi mente at B3 burde være i stand til å øke marginen til målsetningen på 8-12% gjennom mer effektiv kapasitetsutnyttelse og andre initiativ. Gjennom andre halvdel av 2021 og de tre første kvartalene i 2022 har denne hypotesen spilt seg ut, hvilket har ført til en hyggelig reprising av selskapet. Selskapet har levert en EBIT margin på over 10% i hvert av de fire siste kvartalene og kan vise til en organisk omsetningsvekst på 25,4% for de tre første kvartalene i 2022. Vi noterer oss at selskapet fremdeles er billig i forhold til peers som Bouvet, som tidligere har vært en del av fondet.

Videre avholdt B3 en kapitalmarkedsdag i oktober, som kan ha bidratt til å bedre belyse hvilke verdier som finnes i selskapet. I forbindelse med kapitalmarkedsdagen la B3 frem deres nye finansielle mål for perioden 2023-2025. Blant annet har selskapet et mål om en EBIT margin på 12% og en omsetning på 1.7 milliarder SEK innen utgangen av perioden. Avhengig av hva omsetningen ender på for 4. kvartal 2022, impliserer dette en tosifret årlig omsetningsvekst og et sterkt marked for IT-konsulenter i årene fremover. Når det kommer til risikomomenter anerkjenner vi at det er sterk konkurranse om de beste hodene innen konsulentbransjen, og en lønnsinflasjon som kan presse marginene til B3, men vi har tro på at denne i stor grad kan flyttes over på kundene.

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 sikrede 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 hvitvasknings-skandalen tilknyttet europeisk bank noen sinne 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 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 antar vil inntreffe mot slutten av 2023.

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 SpareBank 1 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 aksje på P/BV 0,5x, roe 7,5%, så ruller det frem 7,5% på bokført verdi som gir 15% i årlig avkastning. Dette ville være betydelig bedre enn SpareBank Vest som historisk ville levert en avkastning på investert kapital på under tosifret gitt prisingen i aksjemarkedet.

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 fortsatt har mer rentevest å gå på som vil slå veldig positivt på rentenettoen, spesielt i Danmark og Finland.

Avslutningsvis har vi mot slutten av 2022 og starten av 2023 sett at markedet har begynt å reprise aksjen og den i våre øyne kommer til å gå til pris over bokført verdi og tosifret PE. Nå prises aksjen til en forward P/E på 6-tallet for 2023 og 2024.

Jyske bank

Jyske bank er Danmarks 3. største bank med en relativt konservativ lånebok. Det er hovedsakelig boliglån, og gjennomsnittlig Loan To Value er 44%. I utgangspunktet mener vi på sikt at den underliggende verdien per aksje skal være det samme som de bokførte verdiene per aksje (BVPS). Derfor økte vi posisjonen i aksjen i mars, samtidig som vi solgte Sparebanken Vest, som forøvrig har vært en god investering for fondet.

Noen av grunnene til at vi økte eksponeringen i mars:

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 kapittelet.

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 utlånboken krympes ved å øke marginen. Hvis banken overpriser seg i forhold til konkurrenter vil hele låneboken forsvinne, men aksjonærene vil tjene penger på verdiøkning. Dette er fordi du får utbetalt de bokførte verdiene som kontanter (gitt at låneboken er trygg). For øvrig handler selv japanske banker, med null utlånsvekst og lav utbetaling, på P/B x1 over en 5-års periode.

4. I mars måned 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 (norske banker får ikke lov til å betale ut alt overskudd i utbytte av

Årsrapport

tilsynsmyndighetene). Så lenge strategien opprettholdes med høy utbetaling, mener vi det er overværende sannsynlig at vekst i BVPS vil være høyere enn alternativkostnad.

I Juni 2022 ble det annonsert at Jyske Bank kjøpte Handelsbanken Danmark. På ryktene reagerte markedet negativ og da det ble annonsert falt aksjen fordi aksjonærene ikke likte at den gjeldende kapitalallokeringsstrategien ble satt på vent. Vi venter ytterligere tilbakekjøp mot slutten av 2023. P/BV økte fra 0,65 til 0,71 på kjøpet. Økningen er marginal fordi Handelsbanken Danmark var en relativt liten bankvirksomhet. P/E falt fra 7 til 6x som følge av transaksjonen var fundet med gjeld, dette betyr at rentemarginen blir svekket. Dette impliserer at risikoen øker noe, CET1 ratioen ble redusert til rundt 14% mot 15-17% guiding. Kjøpet ble gjennomført til en P/BV til 1,6x, som er høyt, men selskapet mener oppkjøpet vil realisere synergieffekter på kostnadssiden. Det skal nevnes at Handelsbanken historisk har hatt bedre ROE på 9-10%. Etter transaksjonen var vår konklusjon at Jyske fortsatt fremstod billig. Aksjen fortsatte i etterkant å trende oppover sammen med den 3M danske Cibor-renten. Ettersom aksjen trendet oppover valgte vi i høst å redusere posisjonen som hadde vokst til å bli en betydelig andel av fondet. Dette grunnet at banken begynte å nærme seg fair pricing gitt nåværende egenkapitalavkastning og bokførte verdier.

Kid

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

Årsrapport

ytterligere ekspansjon da selskapet hadde 155 fysiske butikker ved slutten av Q3'22 som ligger over selskapets uttalte mål om 150 butikker.

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. Gjennom 2022 var Hemtex den største omsetningsdriveren for selskapet, og det forventes å øke med åpninger av nye butikker i nye markeder som Finland og Estland.

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. Gjennom 2022 var denne noe lavere (55,3% i Q3'22) blant annet grunnet høyere fraktkostnader som ikke ble hensyntatt i selskapets kalkyler. Selskapet har selv kommunisert at bruttomarginen igjen forventes å øke da de vil prøve å lempe kostnaden i større grad over på kundene, samt at fraktrater forventes å normaliseres på et lavere nivå, noe som allerede materialiserer seg.

Høyere inflasjon og lavere diskresjonært konsum er det største spøkelset ved dette 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. Vi mener også at Kid per nå fortsatt ikke er en dyr aksje og mener at det ser ut til å kunne ha oppsidepotensiale.

Måsøval

Måsøval er en fullintegrert lakseoppdretter som holder til på Frøya, med lokaliteter i Produksjonsområde 5 og 6 som strekker seg fra Sunnmøre til Sør - Trøndelag. Selskapet er relativt lite sammenlignet med de andre børsnoterte lakseoppdretterne, med et produksjonsvolum på rundt 23 000 tonn i 2022. Selskapet har et av de laveste

Årsrapport

kostnadsnivåene i sektoren, på et nivå med Salmar. Måsøval har også vist til god drift, ved å stadig ha lavere dødelighet på laksen, enn snittet for de gjeldende produksjonsområdene, som dessuten er blant de lavere i landet. Videre har Måsøval gjort flere oppkjøp, noe som vil vise seg i tiden fremover ved økt MAB utnyttelse, blant annet ved full integrasjon av lakseoppdretteren Vartdal Gruppen. Selskapet har en kort historikk på børs, samtidig som det er en lite likvid aksje. Dette er noe som kan gi feilprising, noe vi mente var situasjonen med Måsøval, når vi tok det inn i fondet. Etter dette kom forslaget om grunnrenteskatt. Dette påvirker selskapet betydelig, selv om et evt bunnfradrag på 5kt vil være «positivt». Vi anser selskapet til å være av høy kvalitet og god verdi, selv om vi ikke ennå vet utfallet av det foreslåtte forslaget angående grunnrenteskatt.

At Måsøval har vært en svak investering for fondet så langt skyldes delvis den kommende grunnrenteskatten på havbruk innen lakseoppdrett. Vi tror på at norsk sjømat er en god investering over tid, og investeringen i Måsøval ble gjort kort tid etter vi solgte Salmar grunnet høy prising og Ice Fish Farm grunnet svak operasjonell utvikling. Etter en grundig gjennomgang av investeringen i oktober ble konklusjonen å beholde Måsøval i fondet da selskapet relativt til andre oppdrettere fremstår både billig, veldrevet og med gode vekstmuligheter. Det siste året har lakseprisene vært høye, en situasjon som ser ut til å vedvare da etterspørselen etter laks globalt øker raskere enn tilbudssiden. Verdens befolkning er økende, og trenger mer av sunne, miljøvennlige og billige proteiner. Derfor er fondet investert i laksesektoren hvor vi ser på Måsøval som et svært attraktivt alternativ.

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

Shipyardsolutions 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 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, 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 inntektsstrømmen. 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 kvalitetsselskap: 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 vil selges med dagrater og kontraktene vil typisk være like lange som kontrakten riggen er på. Inteliwell har vunnet en kontrakt, men ettersom riggen ble omplassert ble også kontrakten terminert. Det forventes nye kontrakter i nær fremtid. Intellilift eier 1/3 av Inteliwell.

Aquaculture

Innen havbrukssegmentet har Nekkar utviklet produktet starfish. Starfish er en fulldigitalisert lukket fiskemerde som beskytter mot lakselus og samler 90% av biologisk avfall. Merden er utviklet i samarbeid med Lerøy. Avfallet som samles kan omdannes til gjødsel og selges videre. Starfish reduserer oppdretternes OPEX samtidig som den hindrer rømning, bidrar til økt vekst og bedre kontroll over fisken. Dermed løser den flere aktuelle miljøutfordringer samtidig som den senker kostnadsnivået. Kommersialisering av merden forventes i 2023, der prisen på en merde trolig vil ligge på NOK 20-30m. Nekkar fikk en kontrakt på levering av merden, men kontrakten er nå satt på vent som en følge av grunnrenteskatten. Det betales betydelig mengder grants fra Innovasjon Norge til utviklingen av merden.

Det er omtrent 3,700 aktive merder i Norge, og gjennomsnittlige kostnader tilknyttet lakselus er omkring 2 millioner kroner per merde i året. I tillegg er lakselusen ett såpass stort problem at produksjonen i Vestland og Rogaland må reduseres med 6% gitt trafikklyssystemet til fiskeridepartementet. Merden tilbyr en løsning på luseproblematikken som gir oppdrettere gode grunner til å investere i Starfish. Dersom Nekkar klarer å levere 10 merder i året til en pris på NOK 25m og 5% EBIT margin, så vil det øke konsernets inntekt med over 50%, og EBIT med 17%. Setter man en EV/EBIT på 12x, så vil det øke selskapsverdien med NOK 150m, mot dagens markedsprisning på NOK 590M. Dette representerer en økning på 25%.

Renewables

Innen fornybarsegmentet utvikler Nekkar et selvklatrende vindturbindinstallasjonsverktøy som de kaller for Skywalker. Skywalker reduserer kostnader og klimaavtrykk tilknyttet installasjon av vindmøller. Vindturbindinstallasjonsverktøyet utvikles i samarbeid med BMS og Fred Olsen Renewables. I første omgang er Skywalker rettet mot landbasert vindkraft, men planen er å videreutvikle den slik at verktøyet også kan benyttes til havbasert vindkraft. I 2021 mottok Nekkar NOK 21m fra Innovasjon Norge i tilskudd.

Hva har skjedd med Nekkar det siste året?

Siden 2022 har aksjekursen falt fra NOK 11.5 til 6.8. Fallet kommer i hovedsak av: 1) Lavt ordreinntak som har medført at ordreboken har falt fra rekordhøye NOK 1,200m til NOK 900m. Det gir mindre visibilitet i fremtidig inntjening, 2) 2022 ble betydelig svakere enn 2021 ettersom forsinkelser på kundesiden har medført lavere inntekt. 3) rapportert EBITDA har svekket seg som en følge av økende dollarkurs. Dette er dog en non-cash event som blir reversert om dollarkursen faller. 4) Markedsverdien har falt i takt med et svakt aksjemarked.

Veien videre

Lavt ordreinntak i 2021 og 2022 skyldes at det ikke har vært nybyggebud i markedet, Nekkar har altså ikke tapt noen anbud. Investeringssbeslutninger ble satt på vent som en følge av Covid-19. Nekkar kommuniserer nå om svært god aktivitet i anbudsmarkedet både for nybygg og aftersales. Det er flere potensielle skipsheis-kontrakter på vei, deriblant: The Asmar project i Chile, the Brisbane project i Australia, og the Darwin project i Australia. Vinner Nekkar noen disse kontraktene vil ordreboken øke betydelig, noe aksjen kan gå mye på.

Basert på våre konservative 2023 estimerer prisen selskapet nå til 6x EV/EBIT og P/E på 9.5. Prisingen finner vi svært attraktiv gitt triggerne meldt ovenfor samt en rekke flere triggerer som ikke er nevnt.

Self Storage Group

Self Storage Group er et selskap som driver utleie av minilagerenheter i Norge, Sverige og Danmark. Selskapet passer godt inn i IK sin investeringsstrategi, da SSG er et selskap med god lønnsomhet, historisk sterk vekst og en svært kapabel ledelse. Aksjekursutviklingen til SSG gjennom 2022 var skuffende, med et kursfall på 33%. Dette er til tross for at selskapet har fortsatt å levere sterke finansielle tall. Kursen ved utgangen av året var på 24kr, som gjør at vi er tilbake på nivåene der vi kjøpte aksjen våren 2020.

Vi tror kursfallet i stor grad er drevet av sentimentet ovenfor eiendomsaksjer i Norden. Gjennom året har swaprentene i Norden steget kraftig, noe som øker lånekostnadene til høyt belånte eiendomsselskaper, hvorav flere av de fra før av har lav yield på eiendommene sine. Dette kan slå hardt på egenkapitalavkastningen dersom man har mye gjeld og lav yield på utleie. Vi mener dog at SSG ikke passer denne beskrivelsen, da de har moderat belåning og opererer i et svært lønnsomt eiendomssegment med høyere yield enn for eksempel kontorbygg og næringseiendom.

En annen faktor som nok har preget aksjekursen er relatert til utsiktene for lavere vekst som følge av økt konkurranse. SSG er markedsledende på minilagerutleie i Norge, mens de i større grad er i utfordrerposisjon i Sverige og Danmark. Second Space er en konkurrerende aktør som har slått seg opp i Oslo-området de seneste årene, mens konkurransen i Sverige også har økt de seneste årene etter det amerikanske oppkjøpet av 24Storage. Endringer i konkurransebildet kan gjøre det vanskeligere for SSG å ta nye markedsandeler, som potensielt legger en demper på fremtidig vekst.

Til tross for enkelte negative faktorer har den underliggende driften hos SSG gjort det bra gjennom 2022. For tredje kvartal kunne selskapet nok en gang vise til all-time high både på inntekter og EBITDA, og ved utgangen av kvartalet var CLA (current lettable area) for selskapet på 182.600 kvadratmeter, en økning på 10,5% på årlig basis. I tillegg har de 39.200 kvadratmeter under utvikling. Vekst i CLA er blant de viktigste parameterne å følge med på i selskapet, i tillegg til utnyttelsesgrad på enhetene og utleieprisen de oppnår per kvadratmeter. Samtlige av disse parameterne har utviklet seg i positiv retning gjennom året, som gjør at vi

fortsatt har tro på det fundamentale bildet i SSG. Freehold-andelen av eiendomsporteføljen, som er de eiendommene SSG eier selv, har også økt i henhold til selskapets strategi. Ved utgangen av tredje kvartal var freehold-andelen på 56%

Totalt sett mener vi at kursfallet i stor grad er et resultat av faktorer uten materiell påvirkning på caset, og vi er fortsatt positive til SSG-aksjen.

Vår Energi

Vår Energi er et lete- og produksjonsselskap (E&P) med aktivitet på norsk kontinentalsokkel som ble børsnotert på Oslo Børs i Q1 2022. Vår Energi har i forhold til Aker BP en gass tilt med 37% av volumene innen gass, og resterende 63% i olje. Selskapet har oppstått gjennom flere M&A-transaksjoner, blant annet ved en kombinasjon av Exxon Mobil og ENI sin portefølje på norsk sokkel, og har de siste årene vært eid av ENI (69,85%) og Hitec Vision (30,15%). Caset bygget ved noteringstidspunktet på høy produksjonsvekst og lovnader om god utbyttekapasitet, noe vi i investeringsklubben synes var attraktivt.

Mot slutten av 2021 hadde vi en sterk oppgang i olje- og gasspriser. Denne oppgangen fortsatte inn i de første månedene av fjoråret og ble ytterligere forsterket av Russland sin invasjon i Ukraina. Prisoppgangen kom som følge av gjenåpning i store deler av verden etter COVID, samt et stramt oljemarked på tilbudssiden. Når 1/3 av Europas gassforsyning stod i fare for å forsvinne etter invasjonen ble disse faktorene forsterket særlig prisen på europeisk gass gikk til himmels.

Vår Energi har en produksjon på rundt 250 000 fat med oljeekvivalenter per dag, og skal øke denne med nærmere 50% til rundt 350 000 fat per dag i 2025. Dette gjør selskapet til det tredje største oljeselskapet på norsk sokkel. Hvorvidt selskapet klarer å levere økt produksjon på tid og kost har vært et tema under børsåret 2022. Selskapet har både økt tids- og kostnadsestimater for sine utbyggingsprosjekter, hvor særlig prestisjeprosjektet Balder X i Nordsjøen har vært påvirket.

Nye guidinger på produksjon samt nedslag fra majoritetsaksjonærene ENI og Hitec Vision har skapt en negativ newsflow for aksjen i 2022, noe som har satt aksjen under press. Disse faktorene kombinert med at olje- og gassprisene har falt tilbake en god del, har ført til at utviklingen i aksjen har vært noe svakere enn forventet i børsåret 2022. Fondet sitter likevel på en urealisert avkastning på 31% ved årsslutt. Vi mener at selskapet har et godt potensial dersom olje- og gasspriser holder seg rundt dagens nivåer, samt dersom selskapet klarer å bevise ovenfor markedet at de klarer å levere økt produksjon slik de guider.

Yara International

– “The crop nutrition company of the future.”

Yara har helt siden 2019 vært en posisjon i fondet. Selskapet har en ledende posisjon i det globale markedet for nitrogengjødsel og har historisk hatt en sterk kostnadsposisjon. Samtidig har de vært tidlig ute med dekarborisering og bruker naturgass og ikke kull i sin produksjon. Uten at globalt jordbruksareal har økt markant har konsumet av kjøttprodukter nærmere doblet seg siden 1990. Gitt at kjøttproduksjon krever større landområder og mer produktivt landbruk er kunstgjødsel helt sentralt. Selv om vi ser trender som mer økologisk jordbruk ser dette per i dag ut som en dårlig løsning. Det kan her være relevant å se på utviklingen på Sri Lanka etter at de endret jordbruket og sluttet å bruke kunstgjødsel. Etter mindre enn to år så vi et betydelig fall i yield. Dette er en utvikling som må tas alvorlig og det er med en viss uro at vi ser at Nederland som er en svært betydelig mateksportør tvinger igjennom ett kutt i bruken av nitrogen.

Året 2022 har også vært et veldig begivenhetsrikt år for Yara. Selskapet har prestert mesterlig i en svært utfordrende situasjon knyttet til innsatsfaktoren naturgass. Dette kan selvsagt delvis forklares ved den store oppgangen i gjødselpriser som fulgte av nedstengninger av anlegg,

men Yara har også vist at den store geografiske spredningen og spesielt den globale logistikken ga betydelige fordeler. Mens andre aktører umulig kunne drive lønnsomt i Europa klarte Yara og importere store mengder urea og utnyttet mesterlig arbitrasjen mellom Canadisk AECO gass og Europeisk TTF. I det denne rapporten skrives har i tillegg en historisk mild vinter ført til gasslagrene i Tyskland nærmer seg historisk fulle. Dette har ført til et betydelig prisfall og dersom lagrene fylles helt vil det kunne oppstå situasjoner som svært lave eller negative gasspriser. Omfanget av det sistnevnte vil være begrenset. Det strukturelle problemet er imidlertid løst og selv om betydelig LNG og regassifiseringskapasitet har kommet opp vil situasjonen kunne være utfordrende også neste vinter. Den lavere gassprisen vil imidlertid fjerne deler av arbitrasjen mellom AECO og TTF og vi kan mulig vente oss noe lavere resultater. Prisingen på Yara fremstår imidlertid fortsatt attraktiv og den handles med en rabatt til nærmest alle peers noe som er uvanlig. Til tross for at de eksepsjonelle resultatene vil falle i en mer normalisert situasjon ser ikke prisingen ille ut sett med historiske øyne. Yara har også klart å øke sin frie kontantstrøm betydelig etter de store moderniseringsprosjektene i 2013-2016. Dette har økt utbyttekapasiteten betydelig og vi forventer å få godt betalt for å sitte på Yara aksjene i en turbulent periode fremover.

Avsluttende ord

Vi ønsker å takke alle våre aksjonærer for tillitten dere har gitt oss gjennom året. Det å forvalte medstudenters penger er et stort ansvar som vi i Investeringsklubben NHHS tar på alvor. Dette vil gjenspeiles i risikoen fondet tar. Warren Buffet pleier å si at det finnes to regler når man investerer:

Regel 1: Aldri tap penger

Regel 2: Aldri glem regel nr 1

Dette er regler vi forholder oss til i forvaltningen av fondet.

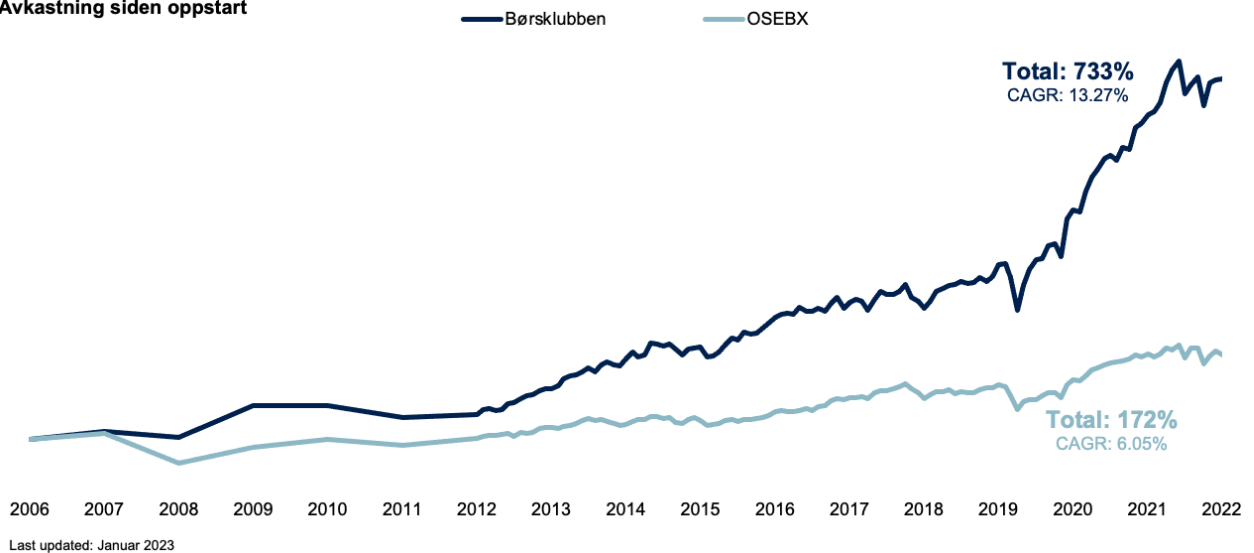
Investeringsklubben NHHS leverte en avkastning på 9,78% i 2022. Gjennom samme periode leverte Oslo Børs -1,03%. Vi er svært fornøyde med å levere meravkastning for våre aksjonærer nok en gang. Dette gjelder spesielt gjennom et så innholdsrikt og volatilt år som 2022. Anført av US FED har sentralbanker verden over hevet rentene langt raskere enn hva forventningene ved utgangen av 2021 skulle tilsi. I tillegg har krigen i Ukraina bidratt til ekstrem volatilitet i energipriser, der spesielt naturgass har hatt enorme prissvingninger gjennom året. Her hjemme har den nye grunnrenteskatten på laks ført til store kursutslag også i denne sektoren.

Samtidig som vi er fornøyde med avkastningen i 2022, er vi også oppmerksomme på at avkastning kan svinge betydelig fra år til år. Våre investorer bør derfor bedømme oss ut fra avkastning over lengre tidsperioder. Siden tallmaterialet vårt startet i 2006 har Investeringsklubben levert en CAGR på 13.27% sammenlignet med 6.05% for Oslo børs.

Årsrapport

Utallige medlemmer har kommet og gått siden den tid, men strategien om å kjøpe selskaper for mindre enn de er verdt har bestått. Vi har stor tro på at dette vil fungere også i fremtiden.

Avkastning siden oppstart



Til slutt vil vi takke vår sponsor ABG Sundal Collier for støtten gjennom året. Denne støtten er uvurderlig for at vi skal kunne drifte fondet, samt arrangere lærerike aktiviteter for våre medlemmer. I tillegg har vi hentet stor inspirasjon fra våre møter med ABG gjennom 2022, og ser frem til flere av disse i 2023.

Kontaktinfo

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

Andelsverdi

	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	9,78 %
2023	9 466												0,0 %

