



# Børsgruppen Aktie

---

Porteføljerapport | September 2022

# Strategi og tilnærming

---

Børsgruppens strategi og tilnærming er å ignorere konkurransens varighet når vi setter sammen porteføljen, og heller fokusere på å levere en jevn og god avkastning over tid. Vi ser på det som gjevere å være blant de beste skolene over flere år fremfor å vinne en gang iblant ved å investere kortsiktig og gjøre det dårlig ellers. Vi mener også at en fundamental og langsiktig tilnærming gir betydelig høyere læringsutbytte for Børsgruppens medlemmer.



# Vårt syn på dagens marked



## *”Tiden er venn av det gode selskap”*

Aksjemarkedet preges i dag av stor usikkerhet knyttet til inflasjonsbekymringer, geopolitisk uro, energikrise og resesjonsfrykt. Det er i tider som dette svært lett å bli negativ til aksjer i frykt for tap, men det har over tid vist seg å være en dårlig strategi å la seg skremme ut av markedet. Det er tapt mer penger i forsøket på å time markedet enn å sitte stille gjennom rufsete vær på børsen.

Tiden er en venn av det gode selskap, og historien har vist at kvalitetsselskaper ofte kommer seg styrket ut av tøffe tider. Børsgruppen prøver dermed å investere i selskaper som vi mener er gode uten å betale for mye, og derav oppnå en god avkastning på sikt.





# Porteføljen

---



## Kort om selskapet:

Aker er et industrikonsern. Konsernet drives av flere datterselskaper med ulikt forretningsfokus innenfor den industrielle sektoren.

## **Kommentar til selskapet:**

**Aker** har vært en gjenganger i Børsgruppens portefølje siden 2018 og vi mener fortsatt selskapet tilbyr en attraktiv investeringsmulighet. Vi ser på Aker som et konservativt bet på gode assets og et bra management til en billig prising.

Gjennom AkerBP kan selskapet subsidiere vekst og nye initiativer i flere tiår fremover, og er med selskaper som Aker Horizons, Cognite, Aker Asset Management og SalmarAker Ocean mer diversifisert enn på lenge.

Til tross for at vi har noe tvil rundt verdien av datterselskaper som Aker Biomarine og flere av datterselskapene i Aker Horizons mener vi at 25 prosent rabatt til NAV er uberettiget gitt den gode «track recorden». Selskapet har de siste 20 årene gitt en årlig avkastning på drøye 20 prosent mot Oslo Børs' 8 prosent. De vil tvilsomt levere like bra de neste 20, men det trenger de heller ikke for å gjøre det betydelig bedre enn Oslo Børs.

# EUROPRIS

Ticker: EPR

Kjøpskurs: 59 kr



## Kort om selskapet:

Europris er en norsk dagligvarekjede som blant annet selger dagligvarer, klær, fritidsutstyr og artikler til hus og hjem.

## Kommentar til selskapet:

**Europris** er et annet kvalitetsselskap som vi liker godt. Lavpriskjeden har levert 30 år med kontinuerlig vekst, og prises til 8x inntjening. Det er ikke usannsynlig at veksten, marginene og inntjeningen vil være noe lavere i tiden fremover, men vi mener det allerede i stor grad reflekteres i kursen til Europris. At den gjennomsnittlige konsument får mindre å rutte med er selvsagt ikke positivt for konsum, men som en lavpriskjede tror vi at etterspørselen er mer stabil for Europris enn andre nisjeselskaper.

Om man tar et steg tilbake så ser man Europris et selskap i vekst med vedvarende høy avkastning på kapitalen, god kapitalallokering og som prises til en attraktiv multippel.



## Kort om selskapet:

AF Gruppen er et industrikonsern som tilbyr tjenester innenfor bygg og anlegg, offshore, samt energi- og miljøteknikk. Blant tjenestene som tilbys er konstruksjon og planlegging av fjernvarme- og kabelanlegg, kloakkanlegg og bergarbeid.

## Kommentar til selskapet:

AF Gruppen er et nytt tilskudd til Børsporteføljen og er utvilsomt et bra selskap som passer vår strategi om å kjøpe langsiktige vinnere. Selskapet har levert meget god avkastning på kapitalen over tid (over 20 prosent i snitt siden 2007), et kvalitetstrekk som ofte kan overvurderes på kort sikt og undervurderes på lang sikt.

Vi har den siste tiden bemerket oss at et av byens mest anerkjente meglerhus, og deres analytiker har hatt salgсанbefaling mer eller mindre utelukkende siden 2013 hvor verdsettelsen har vært det store ankepunktet. Vi mener derimot at en aksjes utvikling over tid vil tendere mot selskapets avkastning på kapitalen, og vi vil argumentere for at man kan oppnå et godt resultat de neste ti årene også, til tross for (en fortjent) høyere verdsettelse enn peers.

Hadde man kjøpt AF Gruppen i oktober 2013 med en P/E på 27 og pris/bok på 6,5 ville man fortsatt fått en årlig avkastning på over 20 prosent, til tross for at selskapet nå prises til en lavere multippel (P/E på 14). I det lange bildet gir P/E bare en engangseffekt.

Dagens makroøkonomiske bekymringer har bidratt til å senke kursen med over 20 prosent så langt i år, og AF Gruppen prises til sin laveste inntjenings-multippel siden 2014 (med unntak av mars 2020). Vi tror ikke selskapet trenger å levere en gjennomsnittlig omsetningsvekst på 15 prosent de neste ti årene slik som i de foregående ti for et godt investeringsresultat. Gode selskaper forblir som regel gode, og vi anser kjøpet av AF Gruppen som en fin diversifiseringsmulighet.



# VÅR ENERGI

Ticker: VAR

Kjøpskurs: 38 kr



## vår energi

### Kort om selskapet:

Vår Energi driver virksomhet i olje- og gasssektoren. Selskapet har spesialisert seg på leting og videre utvinning av olje og naturgass. Den største andelen av forsyningene består av olje og gass.

Virksomheten er lokalisert i Norden, hvor selskapet har produksjonsanlegg. Kundene består hovedsakelig av industrielle aktører rundt om i det globale markedet.

### **Kommentar til selskapet:**

Vår Energi er etter vår mening en «nobrainer» og et fint tilskudd til enhver portefølje. Selskapet tilbyr oss den olje- og gasseksponeringen vi tidligere har manglet i porteføljen gitt vårt positive syn på oljesektoren på lang sikt.

Men er det egentlig lurt å kjøpe (sykliske) oljeselskaper med dagens høye olje og gasspriser?

Slik vi oppfatter det preges oljemarkedet av betydelige underinvesteringer (siden 2014) i tillegg til en allerede svært lav restkapasitet. En svakere økonomisk vekst trenger dermed ikke å være sammenfallende med et fall i oljeprisen, tvert imot. Det er også påfallende hvor ofte «peak oil demand» forveksles med «peak oil price», og det er lett å glemme at selskaper som Vår og AkerBP skal drive i flere tiår fremover.

De to storeierne Eni og Hitechvision vil med all sannsynlighet selge seg ned over tid, noe som legger et kortsiktig salgspress/tak på aksjekursen. Dette påvirker derimot ikke nåverdien av selskapets kontantstrømmer og er rimelig ubetydelig på lang sikt. I tillegg til det anser vi det som nesten utenkelig at de selger seg ned med dagens prising.

Vår har med dagens energipriser en vanvittig sterk fri kontantstrøm, og kan i løpet av få år ha tjent inn hele markedsverdien av selskapet. Og dette til tross for at Vår skal øke produksjonen med 50 prosent de neste 3 årene. Med dagens prising trenger du knapt å regne inn en terminalverdi, og man trenger derfor ikke 100 dollar fatet for at det skal være en god investering.



# TGS

Ticker: TGS

Kjøpskurs: 159 kr



## Kort om selskapet:

TGS er et geoteknologisk selskap. Selskapet leverer geofysisk data og tilhørende tjenester til olje- og gassindustrien. Tjenestene brukes for å analysere jordskorpens innhold, og omfatter alt fra seismikk- og gravitasjonsdata og magnetisk data, til øvrige avbildningstjenester. TGS ble etablert i 1981 og har hovedkontor i Asker.

## Kommentar til selskapet:

**TGS** er en mindre investering gjort på bakgrunn av vårt fundamentale syn på et underinvestert oljemarked. Seismikkselskapet TGS er kapitallett og har til tross for flere år med underinvesteringer i leting levert en grei avkastning på egenkapitalen. Vi tror oljeselskapene kommer til måtte øke capex betydelig de neste årene til fordel for oljeservice-selskapene, og i «første linje» finner vi leting og biblioteket til TGS.

Selskapets ledende posisjon i Mexicogulfen kan vise seg å bli gullverdt om/når investeringsbølgen skulle komme.

# SPAREBANK 1 SMN

Ticker: MING

Kjøpskurs: 120 kr



## Kommentar til selskapet:

Sparebank 1 SMN representerer enn så lenge porteføljens finanseksponering etter at vi ble enige om å avstå fra Pareto Bank. Vi regner banken som blant de beste i klassen med gjennomsnittlige egenkapitalavkastning på godt over 10 prosent, pris/bok på rundt 1, og en P/E på under 10 for 2023.

## Kort om selskapet:

SpareBank 1 SMN er en norsk bank som tilbyr finansielle tjenester som forsikring, lån, sparing og pensjonsordninger. Banken tilbyr ulike løsninger som inkluderer barn-, hus- og inntektsforsikring, bil- og boliglån, samt tradisjonell kapitalforvaltning rettet mot aksje- og fondssparing samt pensjon. Tjenestene tilbys både til privatpersoner og bedrifter.

# Wilh. Wilhelmsen Holding

Ticker: WWI

Kjøpskurs: 209 kr



## Kort om selskapet:

Wallenius Wilhelmsen leverer logistikk-løsninger for kjøretøysbransjen. Løsningene leveres hovedsakelig til biler, lastebiler og tyngre kjøretøy, og innebærer distribusjon og tjenester for havneterminaler, sjøfart, samt diverse forsyningskjeder. Selskapet er en del av Wallenius Wilhelmsen-konsernet, og ble etablert i 1999. Hovedkontoret ligger på Lysaker.

## Kommentar til selskapet:

**Wilh. Wilhelmsen Holding** tilbyr porteføljen shipping-eksponering med en ganske så hyggelig rabatt til underliggende verdier. Med eierandelene sine i de to rederiene Wallenius Wilhelmsen og Treasure (Glovis) er de rettet mot vedvarende gode tider innenfor bilfrakt. Dette er et segment som preges av en aldrene flåte med lav ordrebok, som gir et godt grunnlag for høye rater og inntjening. Med dagens rabatt til SOTP på 56 prosent mener vi nedsiden er relativt begrenset. DNB Markets regner seg frem til en SOTP på 654 kroner, som vil si at analytikerens estimater kan bomme totalt uten at det trenger å medføre en slakt i aksjekursen. God risk/reward samt diversifiseringsgevinster gjør at selskapet er en del av porteføljen.

# HUNTER GROUP

Ticker: HUNT

Kjøpskurs: 2,09 kr



## Kommentar til selskapet:

**Hunter Group** solgte (dessverre) tankskipene sine tidligere i sommer, og sitter nå igjen med en solid cash beholdning. Etter alt å dømme skal alt eller majoriteten av dette distribueres til aksjonærene. Med mer enn 12 prosents rabatt til NAV/cash mener vi derfor det er verdt å beholde eksponeringen vår i Hunter enn så lenge. Den stadig svakere kronen mot dollar bidrar i tillegg til noe oppside i NAV estimatet.

## Kort om selskapet:

Hunter Group, tidligere kjent som Badger Explorer, er et norsk selskap som har utviklet Badger Explorer-produktet og -teknologien, som er patentert i både Norge og USA. Det teknologiske produktet er en borenhet som utfører leting og kartlegging av hydrokarbonressurser, og borer seg selv inn i undergrunnen. Selskapet ble etablert i 2003, og har hovedkontor i Oslo.

# AUSTEVOLL SEAFOOD (Solgt)

Ticker: AUSS



## Kommentar til selskapet:

Vi startet skoleduellen med **Austevoll Seafood** i porteføljen, men snudde og solgte posisjonen med spekulasjonene rundt en grunnrentebeskatning for laksebransjen. At konsesjonsrunden ble flyttet til 12. oktober tilsynelatende uten grunn gjør at vi tror en grunnrenteskatt ligger i kortene. Med tvil og skepsis om hvordan denne kan ende opp med å se ut valgte vi en pragmatisk tilnærming i vente på et evt resultat den 6. oktober. Selskapet er vårt «top pick» i laksesektoren og vi vil fortsette å følge det nøye.

## Kort om selskapet:

Austevoll Seafood er et fiskeriselskap. Selskapet eier og driver flere fiskefartøy, og disponerer over hermetikk- og fryseanlegg. Virksomheten består av oppdrett av laks og ørret, samt salg av fiskeolje og øvrige produkter fra havet. Selskapets hovedvirksomhet finner sted i Europa og Sør-Amerika. Selskapet har sitt hovedkontor på Storebø i Norge.

# Avsluttende ord

---

Vi fortsetter å se etter gode investeringsmuligheter og har ingen problemer med å besitte en lavere cash-andel enn dagens 17 prosent.

Til slutt vil vi oppmuntre dere med ekstra kunnskap og interesse til å søke om deltakelse i Porteføljeteamet. Send en melding til Porteføljeansvarlig *Snorre Flesjø* om dette er noe for deg (frist 7.oktober).

(Takk til Sigurd Reiten for fancy Power Point)



Her: Snorre-A plattformen hvor Vår Energi har en eierandel på 19% . 😊

# Oversikt

---

