

# Betraktninger mot slutten av et innholdsrikt år

## Innhold

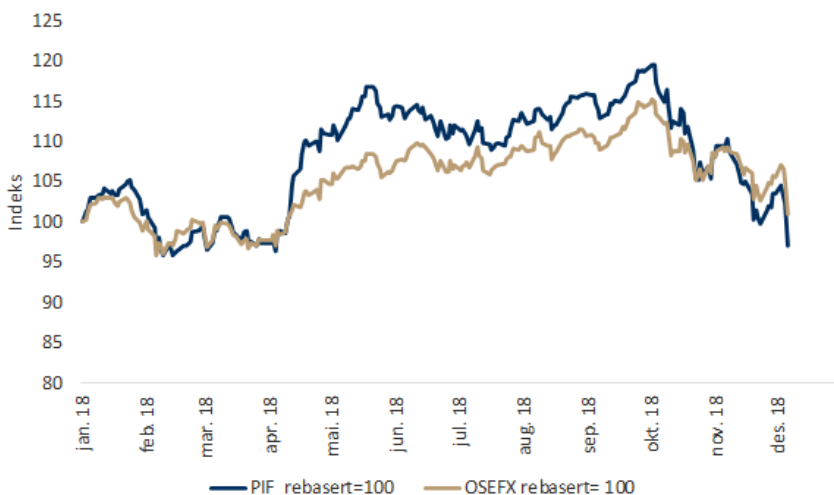
- 2 Innledning
- 3 Oljesektoren
- 5 Finans: Bank Norwegian, B2Holding og Protector
- 6 Nordic Semiconductor
- 6 Norwegian Air Shuttle
- 9 Konklusjon



# Innledning

Det har vært et år med store svingninger i avkastningen, både i absolutt og relativ forstand. Året begynte slakt: inntil begynnelsen av april var markedet og fondet på minussiden. Med en fantastisk april, der fondet steg 14 prosent, rykket vi fra markedet. På det beste lå vi åtte prosentpoeng foran. I oktober, før oljeprisen snudde, hadde fondet steget nesten tyve prosent fra årsskiftet. I skrivende stund er fondet svakt i minus, og omtrent fire prosentpoeng dårligere enn markedet. Den relative utviklingen vises nedenfor.

Figur 1: Pareto Investment Fund mot OSEFX (hittil i år, rebasert til 100)



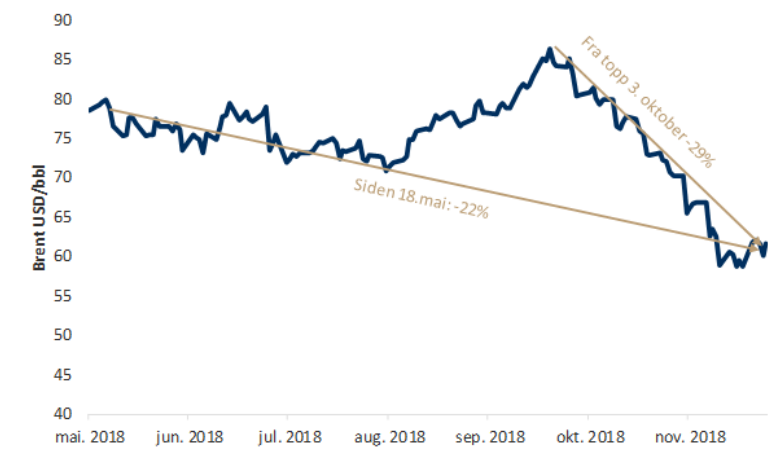
Hva er det som så er skjedd? Det kraftige oljeprisfallet siden 3. oktober har satt sitt preg på avkastningen, men kanskje ikke så mye som man kunne ha fryktet, gitt at vi har vært veldig optimistiske når det gjelder olje og oljeservice og således har hatt en stor sektorovervekt. Videre har sammensetningen av finanseksponeringen trukket mye ned. Nordic Semiconductor har hatt en miserabel kursutvikling. I tillegg har utviklingen i Norwegian hittil i år vært meget volatil. Lenge trakk aksjen opp, men det har vært en svak utvikling i det siste.

La oss se litt på hvert av de nevnte forhold.

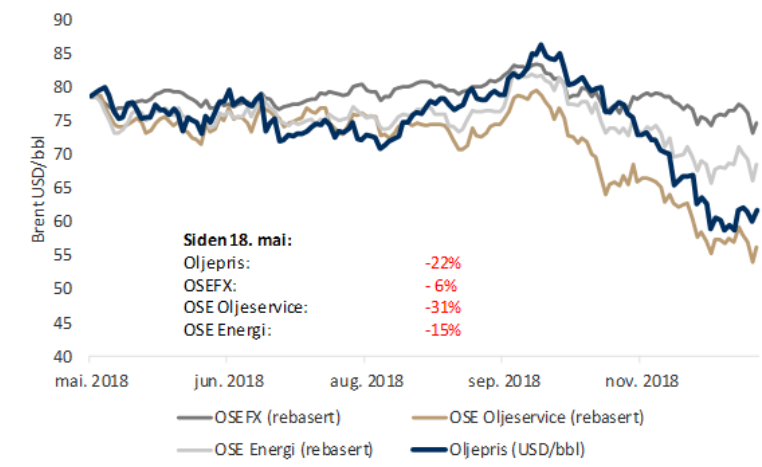
# Oljesektoren

Oljeprisen har falt 29 prosent fra 3. oktober til 6. desember. Det har gått hardt utover energiaksjene, som har falt 15 prosent siden 12. mai. Fallet i oljeservice er enda verre, 31 prosent. I samme periode falt OSEFX bare fem prosent.

Figur 2: Oljepris (Brent) siden 18. mai



Figur 3: Oljepris (Brent) mot OSEFX, Oljeserviceindeksen og Energiindeksen (rebasert)



Hva skjedde?

- Amerikansk oljeproduksjon har økt med 1,5 millioner fat om dagen.
- OPEC ble enige om å kutte 1,2 millioner fat med utgangspunkt i sin produksjon i oktober. I november produserte de mer, så reelt sett blir reduksjonen større enn annonsert
- Det ble betydelig lettelse i sanksjonene mot Iran de første seks månedene. Men det ser ut til at iransk eksport går ned, siden kundene forbereder seg på at sanksjonene får kraft på lang sikt
- Break-even-pris for Saudi-Arabia er 70 dollar eller mer pga. statsbudsjettet.
- For amerikanske oljeprodusenter bør den langsiktige grensekostnaden være det som bestemmer produksjonen. I en slik betraktning vil avkastning til kapitalen inngå og fordre oljepris vesentlig over dagens nivå
- På dagens oljepris (WTI) går de i omtrent i null, men da er det ikke mye kapitalavkastning å snakke omw
- Oljeselskapene kommer til å øke investeringene sine selv om de denne gangen utviser sterkere disiplin enn vi hadde trodd og håpet på
- Drapet på journalist Khashoggi har gjort det mulig for Trump å utøve uvanlig sterkt press på Saudi-Arabia for at de skal produsere maksimalt

**Er dagens pris på i overkant av 60 dollar nok for at det skal bli fart på oljeaksjene? Ja, vi tror det, men det negative sentimentet må legge seg først.**

Dagens oljepris er mer enn høy nok til at mange offshore-felter kan utbygges på en lønnsom måte.

Pga. ny teknologi og annen måte å gjennomføre på tar det mye kortere tid til den første olje.

De største leverandørselskapene i vår portefølje, Spektrum, Aker Solutions og Subsea 7, befinner seg helt klart på bunnen av en inntjeningsssyklus. Kursfallet de to siste månedene har vært for stort i forhold til oljeprisen. På dagens oljepris er det mange interessante prosjekter i årene fremover.

**EnSCO** er ikke konkurs, som enkelte hevder. Tvert imot anser vi at EnSCO er den mest interessante aksjen i riggsektoren. Selskapet har brukt nedturen til å ta over Atwood og Rowan og har således bidratt til en viktig konsolidering som gir rom for økt lønnsomhet i det lange løp.

Også i dette segmentet tar det lenger tid før man ser flåteutnyttelsen komme opp på kritisk nivå, men når det skjer blir det samme historie som før, at ratene går rett til værns.

- **Aker BP** er i hvert fall ikke dyrt på NOK 252
- Og i **DNO** renner pengene inn
- Det samme gjelder for **BWO**. P/E=5, og der vokser inntjeningen

## Finans: Bank Norwegian, B2 Holding og Protector

De tre har i sum gitt oss god uttelling over lang tid, men definitivt ikke dette året.

**Protector** har seg selv å skylde. Det har riktignok ikke vært noen fest i sektoren, men selskapet har hatt spesielle problemer: Danmark, Storbritannia og sist skjeggkre, i tillegg til generelt for høye kostnader.

Selskapet vurderer nå å trekke seg ut av eierskifteforsikring og selge virksomheten, men å finne en kjøper som er villig til å sluke dette til en tilfredsstillende pris, blir nok ikke enkelt.

Når det gjelder Danmark og Storbritannia tror vi det er et spørsmål om tid før selskapet kan vise til tilfredsstillende lønnsomhet, men det skjer ikke med det første.

**B2 Holding** og **Bank Norwegian** er begge i bransjer der markedssentimentet har vært negativt i inneværende år.

**B2 Holding** er tilbake på samme kursnivå som da den ble børsnotert i juni 2016. I mellomtiden har selskapet hatt god vekst i inntjeningen, og aksjen er blitt billigere.

På to år har selskapet rukket å sette opp forretning i 25 ulike europeiske land, og det har kanskje den bredeste eksponeringen når europeiske banker skal kvitte seg med sure lån.

Over tid burde aksjekursen følge inntjeningen i selskapet.

**Bank Norwegian** er kommet til enighet med flyselskapet om at den skal kunne ekspandere ut av Norden til andre land der flyselskapet har rutevirksomhet.

Ekspansjon til nye markeder kan kompensere for lavere vekst i Norge og Sverige.

Selv om det ikke var tilfelle i tredje kvartal, vil kostnadene skaleres ned når veksten avtar. Rundt 70 prosent av totale kostnader er markedsføring, som bør være tett korrelert med vekst.

Mer regulering er ikke en trussel for Bank Norwegian. De har fulgt reglene hele veien. Det er mer utfordrende at kapitalkravet er blitt skrudd opp flere ganger.

Banken kan ved hjelp av høyere relativ prising ta over noen av de mindre aktørene som er kommet til. Konsolidering vil dempe konkurransen om nye utlån og burde være gledelig også sett med Finanstilsynets øyne.

Husk hvilken skalaeffekt det har vært på veksten så langt: Med en dobling i antall ansatte har banken gått fra null til 25 milliarder i utlån.

Aksjen ligger rundt 70 kroner, og det er rett og slett for lavt.

## Nordic Semiconductor: For mye negativitet priset inn

Selskapet sendte nylig ut resultatvarsel, i likhet med mange andre halvlederselskaper dette året. Sektoren har sett etterspørselen bli svakere igjennom året etter at kundene tar produksjonsplanene ned mens de avventer det politiske spillet mellom USA og Kina. En stor andel av produksjonen skjer i Kina, og de er derfor følsomme for økning i tollsatser.

Selskapet kritiseres for at varslene kom lovlig sent, og selskapet har historisk kommunisert overfor aksjemarkedet på en måte som ikke har vært tillitvekkende. Det hjalp heller ikke at styreleder ble tvunget til å selge en belånt aksjepost midt i det hele.

Gjennom historien har resultatvarslene vært en kjøpsmulighet i aksjen. Aksjen har falt fra 58 til 28,4 kroner. Og det er nok. Selskapet har ingen gjeld og 4 kroner i kontanter pr. aksje. Justert for dette prises egenkapitalen til 12 ganger neste års EBITDA, og under 10 dersom vi tar bort kostnadene i forbindelse med utviklingsprogrammet knyttet til tingenes internett i Finland.

Men Finland er neppe et evig tapssluk. De første inntektene ventes nå allerede denne vinteren. Med dette er selskapets teknologiske posisjon er bedre enn noensinne, og vi forventer at satsingen skal gi økt vekst og lønnsomhet fra 2020. I forhold til historisk prising av aksjen er vi på rekordlavt nivå nå.

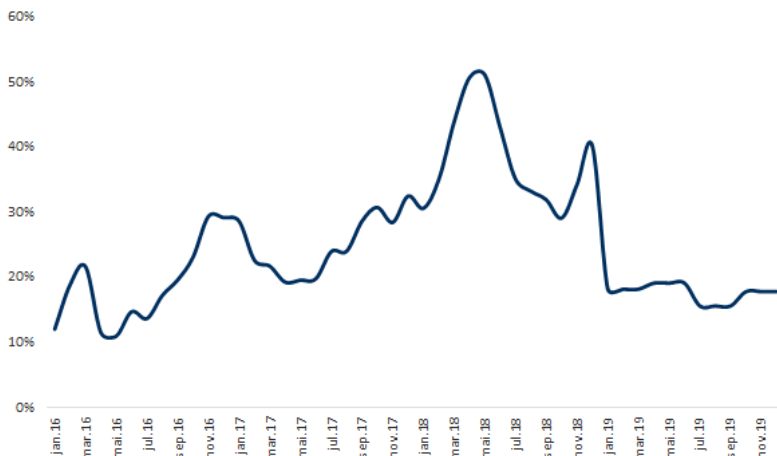
## Norwegian Air Shuttle (NAS): Triggerne ligger på oppsiden

Torsdag 6. desember falt **NAS** 15 prosent etter å ha lagt frem en skuffende november-rapport. Kursen har siden hentet seg noe inn, men er fortsatt under 200 kroner. Aksjekursen er med andre ord ned omtrent 40 prosent siden toppen i april, og en fot i bakken på investeringshypotesen er på sin plass.

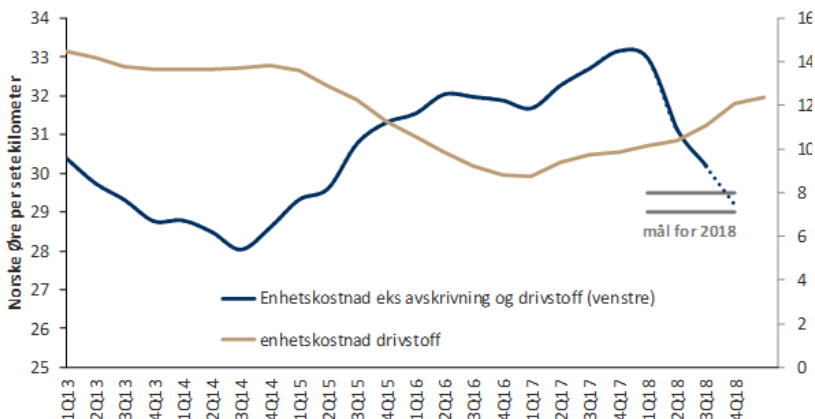
NAS opererer med en høyt giret balanse i en flybransje som kjennetegnes av lave marginer. Opererer man med mye gjeld i en operasjonelt giret næring, som attpåil er relativt konjunkturavhengig, blir naturligvis utslagene i aksjekursen store.

Norwegian har vært gjennom en periode med ekstrem vekst i kapasitet, spesielt på langdistanse. Veksten har tært på lønnsomheten både i form av lavere billettpriser og høye implementeringskostnader. Imidlertid viser inntjeningen tegn til bedring, i 2019 blir kapasitetsveksten mer beskjedent enn vi har sett de seneste årene. Med skalafordeler, et stadig sterkere merkenavn, en moderne flyflåte og et mer etablert rutenett bør inntjeningen bedre seg når veksten avtar i 2019.

Figur 4: Kapasitetsvekst for Norwegian (setekilometer) år over år



Figur 5: NAS enhetskostnad (norske øre per setekilometer)



Den kraftige veksten internasjonalt har også vekket interesse hos flere av de store europeiske flyselskapene. Da IAG (eier av British Airways) tidligere i år gjorde sin interesse (og eierandel) i Norwegian offentlig, gjorde NAS-aksjen et kraftig byks. IAG kom også med to offisielle bud på Norwegian, som ble avslått, et korrekt valg i våre øyne, da budene ikke reflekterte de potensielle verdiene i selskapet. Siden den gang har det vært relativt stille på oppkjøpsfronten, og aksjen har falt tilbake. Vi antar imidlertid at det fortsatt finnes strategisk interesse for Norwegian, og at IAG er den mest naturlige kjøperen for å skalere opp sin lavkostnads-langdistansesatsning og fjerne en sterk konkurrent over Atlanterhavet. Lufthansa har også uttalt at de er interessert i Norwegian.

I fravær av en transaksjon har imidlertid Norwegian måttet klare seg selv. Selskapet viste gode tegn til bedring med en sterk sommerperiode, stadig bedre kostnadskontroll og salg av overflødige fly i tråd med strategien. Trafikktallene utover høsten har imidlertid vært skuffende. Med høy vekst i lavsesong har man ikke klart å fylle flyene tilstrekkelig. Kombinert med tap på drivstoffsikring og et fall i Bank Norwegian-aksjen (hvor Norwegian har en stor eierpost) har risikoen for en emisjon steget betraktelig.

For å gjøre balansen mer fleksibel har Norwegian derfor gått inn i avanserte forhandlinger med en finansiell aktør om en felles eierstruktur der Norwegian kan selge seg ned i store deler av sin flyflåte. Dette ville fjernet mye av den finansielle usikkerheten og gitt selskapet tid til å få inntjeningen på tilfredsstillende nivåer.

### **På kort sikt ser vi derfor tre mulige utfall for Norwegian:**

1. Man gjør en emisjon i første kvartal, og kjøper seg på den måten tid til å enten bedre egen lønnsomhet eller forhandle med en potensiell beiler
2. Man får på plass en felles eierstruktur med en finansiell aktør og unngår med dette en emisjon
3. IAG eller en annen strategisk kjøper selskapet.

Til tross for at vi anser scenario 1 som mest sannsynlig, mener vi nedsiden i et slikt tilfelle er begrenset og relativt oversiktlig. Risikoen er også mer enn oppveiet av oppsiden i scenario 2 og 3, som kan inntreffe når som helst. Med flere positive triggere enn negative anser vi Norwegian som en god investering på dagens kurs. Så får vi heller tåle å sitte gjennom de store kursutslagene. En emisjon representerer i våre øyne en nedsiderisiko på rundt 20 prosent fra dagens nivåer. På den annen side vil en transaksjon med en finansiell eller strategisk aktør kunne flerdoble kursen. Husk at aksjen la på seg over 60 prosent bare på offentliggjøringen av IAGs interesse. Mye gjeld på balansen har stort sett vært et ankepunkt, men i et oppkjøpsscenario er det viktig å tenke over at en minimal budpremie på selskapsverdien vil representere massiv oppside på markedsverdien av egenkapitalen.

### **Så hva er Norwegian verdt?**

Å verdsette egenkapitalen til Norwegian er en nær umulig oppgave, men å ha et forhold til risiko sett opp mot potensiell avkastning er nøkkelen i et slikt investeringsobjekt. Norwegian's egenkapital kan meget vel ende opp med å være tilnærmet null verdt om man ikke bedrer lønnsomheten fra historiske nivåer, men i et slikt tilfelle bør en strategisk spiller kjøpe opp selskapet. Tror man imidlertid at Norwegian kan være i nærheten av å oppnå samme lønnsomhet som sammenlignbare selskaper som easyJet og Ryanair, kan man absolutt regne hjem en aksjekurs på over 800 kroner. I vårt syn ligger antakelser om økte billettpriser og fallende enhetskostnader fremover. Da bør aksjen være en flerdoblingskandidat. Dette har også IAG, Lufthansa og andre spillere regnet på. De seneste flysalgene tyder også på at Norwegian sitter på merverdier i form av en moderne flyflåte. Sist kursen var på disse nivåene, ble IAG sin interesse kjent. Vi antar at de fortsatt er interessert. Et bud må i våre øyne ligge på rundt 500 kroner pr. aksje for å anses akseptabelt.



# Konklusjon

Det er ingen tvil om at det har vært en trist utvikling i fondet siden mai. Samtidig er vi trygge på at det som har trukket ned er riktig å sitte på i et lengre perspektiv. Vi tror på høyere oljepris, at økte investeringer vil øke inntjeningen i oljeserviceselskapene. Nordic Semiconductor har et godt utgangspunkt for å holde på markedsandelen i sine nåværende markeder samt å få sin del av et gigantisk marked som kommer de nærmeste årene. Vi er faste i troen på at Norwegian igjen skal bli lønnsomt når flåteveksten avtar. Til slutt kommer aksjekursen til å følge inntjeningen også i Bank Norwegian og B2 Holding.

Oppsummert representerer den svake utviklingen siden mai en sjelden kjøpsmulighet.

Oslo, 12. desember 2018

## Forvalterteam:



## Disclaimer

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets/porteføljens risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Eventuelle tegnings- og innløsningshonorarer er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for våre fond, honorarene vil kunne påvirke avkastningen negativt. Forventninger om fremtidig avkastning kan ikke anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Slike forventninger har ikke hensyntatt effekten av inflasjon og skatt, som vil slå negativt ut i reelle termer. Fondenes nøkkelinformasjon, fullstendig prospekt og års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på [www.paretoam.com/fondsrapporter](http://www.paretoam.com/fondsrapporter). Pareto Asset Management AS søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne presentasjonen er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i presentasjonen reflekterer Pareto Asset Management sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette kan bli endret uten varsel. Denne presentasjonen skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. Pareto Asset Management påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av denne presentasjonen. Kilden er Pareto Asset Management AS med mindre annet er oppgitt.