

Månedskommentar - mai 2019

Av Torbjørn Frønningen

Vi har jevnlig minnet om viktigheten av god drift og en solid balanse. Dette er egenskaper som bidrar til å sikre investor en trygg og god forrentning av sin kapital.

Disse egenskapene gir imidlertid også en opsjonsverdi: Solide selskaper kan bruke sin balanse til å gjøre strukturelle grep når gunstige muligheter byr seg. Videre er gjerne et veldrevet selskap en attraktiv partner for andre, da merverdier kan skapes ved å få tilgang til det veldrevne selskapets salgsapparat, dets effektive driftsmetoder, dets lave kapitalkostnad etc.

Denne måneden fikk vi to eksempler på at våre porteføljeselskaper benytter seg av muligheten til å skape verdier gjennom strukturelle grep: TGS Nopec overtar konkurrenten Spectrum, og Kid kjøper Hemtex i Sverige. Vi ser litt nærmere på disse to transaksjonene.

Styrene i **TGS** og **Spectrum** har foreslått at TGS kjøper Spectrum med oppgjør i aksjer. TGS er betydelig større enn Spectrum, men selskapene har ganske like forretningsmodeller og kjenner hverandre godt fra blant annet pågående samarbeidsprosjekter.

TGS sin solide kontantbeholdning og derav finansielle handlekraft er en viktig årsak til at Spectrum har valgt TGS som partner på et pågående stort prosjekt utenfor Brasil. Videre er TGS størst i verden på multiklient og har dermed betydelig større salgsapparat og prosesseringskapasitet enn Spectrum. Dermed er det gode grunner til at Spectrums bibliotek vil ha en høyere verdi som del av TGS.

Et godt eksempel er at Spectrum sitter på verdens største 2D-bibliotek. Enklere 2D-data er et viktig beslutningsgrunnlag for hvor en bør investere i å hente inn mer avanserte 3D-data. Det enkle faktum at TGS+Spectrum blir mange ganger større enn et frittstående Spectrum, øker verdien man kan få ut av et slikt beslutningsgrunnlag. Geografisk er Spectrum godt representert i Sør-Amerika, et marked som det er knyttet store forventninger til, og hvor TGS ikke er så godt representert – men ønsker å satse. Transaksjonen estimeres å gi 20 millioner dollar i kostnadssynergier.

Spectrums aksjonærer vil få oppgjør i TGS-aksjer, og antall utestående aksjer i TGS økes med 14 prosent. Basert på konsensusestimater for 2019 har TGS en P/E på det dobbelte av Spectrum, hvilket betyr at transaksjonen ventes å være innvannende på TGS' bunnlinje.

Spectrum føyer seg inn i en rekke eiendeler TGS har overtatt fra andre selskaper de senere årene. Bibliotek fra selskaper som Polarcus, Dolphin, MCG og Seabird har de siste årene havnet i TGS' portefølje. TGS har altså alene sørget for en betydelig konsolidering av en bransje som de siste årene har opplevd sin verste krise på flere tiår. Som aksjonærer har imidlertid vi kunnet glede oss over at TGS har betalt utbytter gjennom hele nedturen, og at selskapet i tillegg har holdt rekordhøyt tempo i innhenting av data. TGS er ikke bare suverent størst i verden i en bransje som nå viser bedring, men er også største post i vår portefølje.

Kid interiør har inngått avtale om kjøp av svenske **Hemtex** på gjeldfri basis for 226 millioner svenske kroner. I motsetning til Kid har Hemtex slitt med lønnsomheten de siste årene. I en bransje med store utfordringer fremstår Kid som et skoleeksempel, med et relativt stabilt høyt driftsresultat og organisk omsetningsvekst.

Førrige gang Kid forsøkte seg på ekspansjon i Sverige, bidro det til at selskapet gikk konkurs og ble overtatt av hovedkreditor DNB. Det er kun syv år siden Gjelsten kjøpte Kid fra DNB, og førrige svenskeraid er godt kjent både for dagens hovedaksjonær og for ledelsen i Kid. Vi tror Kid har gode muligheter for å lykkes med å sin plan om å få opp lønnsomheten i Hemtex. At kjøpsprisen er lav og at ledelse og hovedaksjonær har en klar plan for forsiktig overføring av 'best practice' fra Kid til Hemtex, ser vi som risikodempende. Skulle man lykkes, er potensialet stort!

Regner vi med litt runde tall og antar at man oppnår ti prosent driftsmargin i Hemtex, vil resultatet øke fra dagens nullnivå til omtrent 100 millioner norske kroner etter skatt. Gir man dette samme P/E som Kid har i dag (cirka 12), vil Kid-aksjonærenes verdier ha økt med ganske nøyaktig en milliard, eller i overkant av 50 prosent.

Forvalterteam: Einar Løvoll, Torbjørn Frønningen og Besim Zekiri

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondet/porteføljens risiko, samt kostnader ved forvaltningen. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursstap. Pareto Asset Management søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer Pareto Asset Management sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel. Rapporten 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