

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 1. kvartal 2018

Avkastning 1. kvartal: 0,51 %

Verdi pr. aksje (estimat): 107,41

NOMA Fokus er et fond forvaltet og markedsført av NOMA Capital under konsesjon fra Finanstilsynet, og passer for investorer med en langsiktig investeringshorisont. Fondet har begrenset likviditet for investorene, med tegningsperioder to ganger i året, og innløsning en gang i året.

Fondet har en long/short investeringsstrategi med en konsentrert portefølje og betydelige frihetsgrader. Fondets hovedfokus er å ta del i den langsiktige underliggende verdiskapingen i kvalitetselskaper. Fondet investerer primært i de nordiske aksjemarkedene, men har også adgang til å investere i selskaper notert i andre OECD land og i unoterte verdipapirer.

Avkastning	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste kvartal	0,51%	-4,37%	-4,07%	0,21%
Avkastning hittil i år	0,51%	-4,37%	-4,07%	0,21%
Avkastning 12 måneder rullerende	4,77%	-2,19%	7,18%	0,75%
Avkastning siden oppstart	7,41%	5,45%	16,16%	1,23%

Netto avkastning til investor

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	Totalt
2016										0,28%	-0,07%	0,59%	0,80%
2017	0,92%	0,65%	0,13%	0,52%	1,63%	0,99%	1,47%	-0,10%	0,24%	0,86%	-1,01%	-0,40%	6,02%
2018	-0,24%	1,15%	-0,40%										0,51%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	7,6%
Norwegian Finans Holding	5,6%
Instalco	5,1%
Subsea 7	4,7%
Arcus	4,4%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	31%
Brutto aksjeeksponering	86%

Speakers' Corner

Mange har uttrykt bekymring for USAs tiltak mot frihandel den siste tiden. Senest denne uken uttalte Erna Solberg under Høyres landsmøte at USA fremstår som den største trusselen mot global frihandel. Hun har helt rett i dette. Globaliseringen og en stadig friere verdenshandel har gitt gode resultater. Den globale økonomien har 10-doblet seg siden 2. verdenskrig. Befolkningen er 3-doblet, og 2-3 milliarder mennesker lever ikke lenger i ekstrem fattigdom.

Det Solberg og andre synes å ikke ha fått med seg er at USAs agerende ikke er ny av dagen. President Trumps noe uortodokse tilnærming som inneholder en stor dose drama, har kun fremskyndet en strategiendring som ble

etablert av President Bush sr. for snart 30 år siden etter opphøret av den kalde krigen.

Det er viktig å huske på at global frihandel i et lengre historisk perspektiv er en anomali. Det var først i forbindelse med Bretton Woods-avtalen, som trådte i kraft mot slutten av 1945, at dagens system med frihandel ble etablert. Denne avtalen dannet grunnlaget for opprettelsen av Det internasjonale pengefondet (IMF), Verdensbanken og GATT-avtalen (forgjengeren til dagens WTO).

Amerikanernes tilnærming på dette tidspunktet var å gi de allierte mulighet til å etablere et nettverk hvor alle kunne handle med hverandre. USA ønsket å åpne sitt hjemmemarked, som i 1945 var større enn de 43 andre nasjonene i avtalen til sammen. Det var selvfølgelig en hake ved dette. Avtalepartnerne måtte akseptere at amerikanerne fikk styre sikkerhetspolitikken for å hindre at landene som var ødelagt av krigen skulle falle under kommunistisk innflytelse. Ut av dette kom blant annet NATO. Ideen var at alle sto på samme side militært, ledet av USA. Motytelsen var tilgang til frihandel hvor det amerikanske markedet var suverent det største og mest attraktive, og hvor USA subsidierte global handel mellom de allierte på den ene siden, og USA på den andre.

Avtalen var en stor suksess. Sovjetunionen med sine allierte tapte den kalde krigen, og stadig flere land deltok i en friere verdenshandel slik vi opplever den i dag. De positive økonomiske konsekvensene nevnt over taler for seg selv. Av den globale befolkningen på nesten 8 milliarder mennesker er nesten halvparten avhengig eller påvirket av global frihandel.

Avslutningen av den kalde krigen mot slutten av 80-tallet endret mye av amerikanernes behov for å opprettholde status quo. Men frihandelen fortsatte sin fremvekst, og skjevheten som vi ser i dag med voldsomme handelsunderskudd for amerikanerne, er blant annet et resultat av denne utviklingen. Ett eksempel er bilimporten mellom Europa og Kina med USA. Når en bil produsert i USA skal importeres for salg i Europa og Kina er tollavgiften henholdsvis 10% og 25%. Hvis bilproduksjonen finner sted i Europa og Kina, og selges i

USA, er importavgiften 2,5%. Trump har kanskje et poeng?

USA har derfor sakte, men sikkert, blitt mer introverte over de siste 30 årene. Det har vært en bevisst strategi. At den kommer som en stor overraskelse for mange nå, skyldes nok mer at President Trumps har eskalert strategien, enn at strategien er endret. Selv Hillary Clinton påpekte under valgkampen i 2016 at hun ønsket å endre på frihandelsavtaler. Avtaler som hun selv var med på å forhandle frem da hun var utenriksminister under President Obama.

En handelskrig vil alle tape på, også USA. Imidlertid er kun 11% av USAs bruttonasjonalprodukt ifølge Verdensbanken knyttet opp til eksport av varer og tjenester. USA er med andre ord en relativt lukket økonomi. Med den sterke produksjonsutviklingen i skiferolje er også USA selvforsynt når det kommer til energi, som igjen er en kritisk faktor i å forstå hvorfor USA nå kan sette hardt mot hardt mot sine handelspartnere. USA er vesentlig mindre avhengige av andre, enn hva andre er av USA. Derfor er det ikke retorikk når Trump forsterker en lenge bevisst strategi fra USA.

Graden av Trumps villighet til å innlede en handelskrig vil avgjøre om vi er på vei inn i en global økonomisk nedgangskonjunktur. Hvem er så de største taperne? Dette vil være land med størst eksport i forhold til bruttonasjonalprodukt, og land med størst energiunderskudd. Europa ledet an av Tyskland, samt land i Asia som Sør-Korea, Kina og Japan er særlig eksponert. Sverige er også utsatt med sin høye andel eksport av BNP (44%). Norge kommer ikke langt bak Sverige med sin andel på 34%. Derfor er nok Erna Solberg med rette opptatt av utviklingen, selv om brorparten er eksport av energi som andre land vil ha behov for i lang tid fremover.

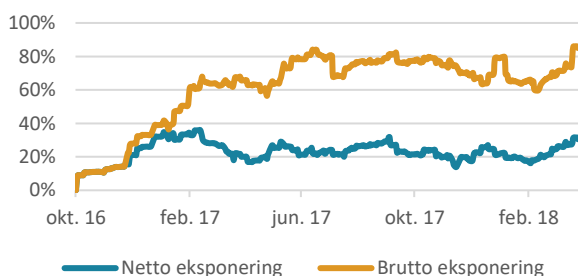
Som tilhengere av global frihandel er vi derfor bekymret for utviklingen og de negative konsekvensene dette kan få for den økonomiske utviklingen. Vi tror mange ikke er klar over amerikanernes endring i strategi og holdning over de siste 30 årene. Har vi rett i vår tolkning handler det ikke bare om kortsiktig usikkerhet, men om fortsettelsen av en strukturell endring.

Markedskommentarer

NOMA Fokus oppnådde i 1. kvartal en avkastning på 0,51%. Til tross for en moderat positiv avkastning er vi fornøyd med avkastningen i et kvartal hvor de fleste aksjemarkeder har opplevd betydelige fall. Det nordiske markedet målt i norske kroner falt i samme periode med 4,1%. Indeksen for sammenlignbare fond med NOMA Fokus falt med 4,4% i norske kroner (HFRX Equity Hedge Index).

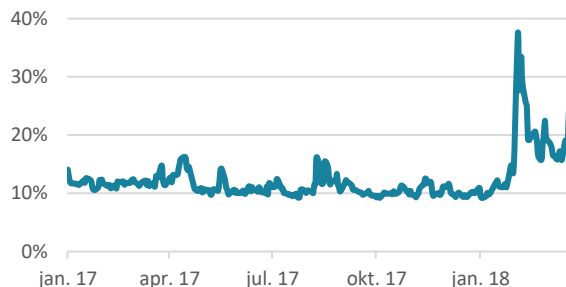
Fondet gikk inn i kvartalet med en eksponering mot aksjemarkedene på 21% (nettoeksponering). Gjennom 1. kvartal svingte eksponeringen mellom 16% og 32%, for så å ende opp på 31% ved utgangen av mars. Gjennomsnittet for kvartalet var 22%. Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt mellom 60% og 86% gjennom kvartalet, med et gjennomsnitt på 70%.

Netto og bruttoeksponering siden oppstart



1. kvartal ble et volatil kvartal. Dette kom ikke overraskende. Gjennom de siste kvartalsrapportene har vi fokusert på den historisk lave volatiliteten i aksjemarkedene gjennom 2017, og forventningene om en reversering i 2018. Når den først snudde opp, kom det raskt og voldsomt. Mye kapital har blitt investert i strategier som trodde på vedvarende lav volatilitet. Mange av disse investorene tapte det meste av kapitalen i løpet av noen få timer i begynnelsen av februar.

Volatilitet (VIX)



Siden oppstart i 2016 har vi i økende grad kommunisert at aksjemarkedene er for høyt priset til at vi vil ta signifikant risiko, målt ved nettoeksponering i fondet. Til tross for den negative aksjemarkedsutviklingen gjennom 1. kvartal, er overprisen fortsatt stor. Vår NOMA modell som estimerer 10 års forventet fremtidig avkastning for det amerikanske aksjemarkedet (S&P500), viser fortsatt kun ca. 1% årlig avkastning. Vår forsiktige strategi vil derfor fortsette inntil vi ser mer interessante verdsettelsesnivåer.

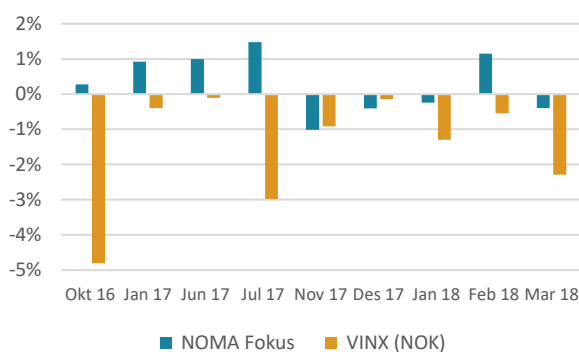
Vi ser imidlertid at den økte volatiliteten åpner for større muligheter til å utnytte feilpriser, og tror derfor at fondets bruttoeksponering (absolutte summen av long- og short investeringer), vil øke i takt med mulighetene.

Likevel er det viktig å understreke at vi beholder det meste av kruttet tørt. Under viser vi en oversikt siden oppstart i 2016 som understøtter hvor mye av risikobudsjettet som er benyttet så langt, og hvor mye vi kan legge til når vi oppfatter tidspunktet er riktig for å øke risikoen. Vi vet ikke når det skjer, men vi at det mulighetene kommer.

Nettoeksponering



I mellomtiden fokuserer vi på å oppnå avkastning på muligheter som i mindre grad er avhengig av et positivt aksjemarked. Grafen under viser hvordan fondet har utviklet seg i måneder med negativ markedsavkastning for det nordiske aksjemarkedet målt i norske kroner.



Vi benytter oss i hovedsak av tre strategier for å sikre fondet mot aksjemarkedsfall.

Shorting av enkelt aksjer: Det betyr i praksis at vi låner aksjer og selger dem i markedet i den tro at vi får kjøpe dem tilbake billigere på et senere tidspunkt. I kvartalet har NOMA Fokus vært short selskaper som Axfood, Tryg, Avanza, Marine Harvest, DnB, RCCL og Handelsbanken. Noen av disse er rene shortere, mens andre er som en del av en pair-trade. I sum gav disse positivt bidrag til avkastningen i kvartalet.

Shorting av indekser: Når vi ikke finner mange nok gode short kandidater til å oppnå ønsket markedseksponering i fondet (nettoeksponering), har vi anledning til å shorte diversifiserte aksjeindekser. I kvartalet har vi vært short norske og amerikanske indekser, noe som har gitt et mindre positivt bidrag i kvartalet.

Den tredje sikrings strategien er å kjøpe forsikringer mot markedsfall gjennom såkalte put-opsjoner. Dette gav det største positive bidraget i kvartalet.

På samme måte som at vi forsikrer huset og bilen, kan enhver også kjøpe forsikringer (put-opsjoner) mot aksjemarkedsfall. Når huset forsikres mot brann, tjener forsikringsselskapene gode penger på alle husene som ikke brenner, og taper på de få husene som brenner. I sum betaler forsikringskundene vesentlig mer i forsikringspremier enn hva forsikringsselskapene må betale ut til de uheldige som opplever en brann. Forsikringen har altså en kostnad for kunden. Dette er imidlertid en kostnad kunden er villig til å betale fordi konsekvensene av at huset brenner er stor.

Slik fungerer det også i aksjemarkedet. Investor kan kjøpe forsikring mot markedsfall, men det til en kostnad. Prisen på en forsikring avhenger av sannsynligheten for at det negative skal inntreffe (at huset kan brenne ned, eller at aksjemarkedet skal falle), og konsekvensene hvis det negative inntreffer (hvor dyrt blir det å bygge opp huset igjen, eller hvor langt kan markedene falle). Hvor mange hus som brenner hvert år varierer ikke veldig mye, men sannsynligheten for et større fall i aksjemarkedene kan variere betydelig. Det avhenger av hvor høy prisingen i aksjemarkedet er i forkant av fallet.

Volatiliteten i aksjemarkedene var historisk lav gjennom 2017, og inn i 2018. Investorer som skrev put-opsjonene (de solgte forsikringen) regnet derfor med at det var lite sannsynlig med et fall i aksjemarkedene, og solgte derfor forsikringene billig. I NOMA ser vi på verdsettelse som den viktigste faktoren for risiko i markedet. Vi har derfor gjennom vinteren ment at risikoen for et større fall har vært over gjennomsnittlig høy. Derfor har vi kjøpt disse billige forsikringene som har beskyttet fondets verdier gjennom 1. kvartals økende volatilitet og markedsfall.

Vi forventer et fortsatt urolig marked i månedene fremover.

Norwegian Finans Holding

Forestill deg at du kunne gå tilbake 5 år og se inn i krystallkula. Der blir du fortalt om et selskap som vil øke inntektene med over 40% i året de neste 5 årene, og det med en årlig egenkapitalavkastning på 35%. Hvilket selskap kan dette være? Mange ville nok raskt tenke på selskaper som Facebook, Amazon, Apple, Netflix eller Google, kjent som «FAANG». God vekst i omsetningen med tiltagende høy lønnsomhet har gitt aksjonærene i disse FAANG-aksjene super avkastning gjennom de siste 5 årene.

Men FAANG-aksjene når ikke opp i denne konkurransen. Som investor i NOMA Fokus er du medeier av et selskap som kan vise til betydelig raskere vekst, både målt i omsetning og i lønnsomhet. I tillegg har det vesentlig høyere avkastning på egenkapitalen enn FAANG-aksjene. Selskapet vi sikter til er det børsnoterte Norwegian Finans Holding, som er morselskapet til det mer kjente Bank Norwegian. I tabellen under vises gjennomsnittlig egenkapitalavkastning og årlig vekst i inntektene over de siste 5 årene for FAANG-selskapene sammenlignet med Bank Norwegian.

Selskap	Egenkapital-avkastning % 5 år snitt	Årlig vekst % inntekter siste 5 år
Facebook	15%	39%
Apple	37%	6%
Amazon	7%	19%
Netflix	11%	22%
Google (Alphabet)	13%	13%
Gjennomsnitt FAANG	17%	20%
Bank Norwegian	35%	42%

Hvilken inntjeningsmultipl (P/E) ville du vært villig til å betale etter ovennevnte 5-års periode? Vi ville nok antatt at selskapet kunne prises til nærmere 30 ganger årets inntjening. Ikke urimelig ettersom Avanza, en annen nordisk nisjebank, prises til P/E 31 ganger med en egenkapitalavkastning og vekst, som ligger vesentlig lavere enn hva Bank Norwegian kan vise til. Men på verdsettelse taper Bank Norwegian kraftig. Selskapet prises for tiden til moderate 8,5 ganger årets inntjening.

Selskap	Pris/bok	P/E
Facebook	6,3	21,7
Apple	6,2	14,4
Amazon	26,1	176,0
Netflix	36,5	1062
Google (Alphabet)	4,5	23,8
Gjennomsnitt FAANG	15,9	68,4
Bank Norwegian	2,9	8,5

Vi har fulgt Bank Norwegian siden etableringen i 2007, og har vært aksjonærer siden 2011. Bank Norwegian var en av første investeringene som ble gjort da NOMA Fokus startet opp høsten 2016. Selskapet har vært en solid positiv bidragsyter til avkastningen så langt. Likevel mener vi kursutviklingen har vært skuffende. Der hvor FAANG-aksjenes popularitet inntil nylig har steget til stadig nye høyder, kan vel det motsatte sies om Bank Norwegian. Vi leter kontinuerlig etter upopulære aksjer, og Bank Norwegian faller, etter vårt skjønn, i denne kategorien.

Hva fremtiden bringer for FAANG-aksjene overlater vi til andre å vurdere i denne omgang. For Bank Norwegian tenker vi følgende:

1. Forbrukslån og kredittkort er kommet for å bli, noe som er kjennetegn for alle utviklede økonomier.
2. Tapene vil svinge i takt med arbeidsledigheten, og vil øke i økonomiske nedgangstider.
3. Den generelle markedsveksten vil avta fremover. I tillegg vil bankens utlånsvekst reduseres av stadig økende tilbakebetaling av tidligere utbetalte lån.
4. Konkurransen vil tilta på kort sikt, men inngangsbarrierene er på vei opp, og de mindre spillerne vil slite med å overleve.
5. Finansieringskostnaden vil øke med høyere markedsrenter, og vil bare delvis kompenseres på inntektssiden.

I sum vil dette ta ned lønnsomheten både i bransjen og for Bank Norwegian. Men vi mener at Bank Norwegian fortsatt vil ha en lønnsomhet som er betydelig over gjennomsnittet for bransjen.

Det har vært mye fokus i media på veksten i forbruksfinansiering. Bank Norwegian har som den største og mest etablerte spilleren fått rettet det meste av dette fokuset mot seg. Vi deler bekymringen for at veksten i forbruksgjeld kan bli for høy, og at mislighold vil kunne stige som følge av dette. Likevel registrerer vi at påstandene knyttet til Bank Norwegian er unyanserte og, i noen tilfeller, direkte misvisende.

Under har vi valgt å sammenligne Bank Norwegian med norske Komplett Bank og svenske Nordax. Vi betrakter disse som de mest sammenlignbare bankene. Nordax er nylig blitt kjøpt opp av Sampo og Nordic Capital med en verdsettelse som, ifølge våre modeller, ligger ca. 70% over verdsettelsen av Bank Norwegian.

Markedsføring av forbrukslån: Bank Norwegian's største markedsføringskanal er søk på Google og andre søkeplattformer. Her markedsfører banken seg mot potensielle kunder som allerede har identifisert et behov og/eller ønske om å ta opp et forbrukslån. Nordax benytter seg i stor grad av direkte markedsføring gjennom utsendelser til potensielle kunder rett i den gode gamle postkassen. Dette har fungert meget bra for Nordax, men er på en helt annen måte rettet mot å skape et behov, heller enn å tilfredsstill et behov som personen selv har identifisert. De øvrige norske bankene, Komplett Bank inkludert, benytter i større grad tv og radio som kanaler, som er egnet for å skape behov for forbrukslån. Vi oppfatter at det er stor forskjell mellom å tilfredsstill et behov kunden selv har identifisert, og aktivt å markedsføre for å skape dette behovet.

Reguleringer: Enhver bransje møter reguleringer og dette gjelder også forbruksbankene. Dette er positivt og en nødvendighet. Hvordan reguleringene utformes har en vesentlig betydning for utviklingen av bransjen. Det er imidlertid viktig at reguleringene skaper like konkurransevilkår, og at manglende etterlevelse følges opp overfor den enkelte bank snarere enn å være en «bransje straff» som rammer alle. Fra aktiv tv- og radioreklame, ser vi at Komplett Bank fortsetter å markedsføre sine såkalte «fleksible lån», hvor kunden slipper å betale avdrag, mens andre aktører i større grad forholder seg til ikke å gi lån som går utover den nylig innførte retningslinjen om maks. 5 års løpetid.

Utlånstap: Det har vært mye skriverier i mediene om at mislighold og tap er på vei opp innen forbruksfinansiering. Dette er delvis korrekt, og en bekymring vi deler. Forskjellene på tap mellom de ulike aktørene er imidlertid store. I tabellen under har vi tatt for oss tapene i de tre bankene for 2017. Disse er justert for gevinster på salg av utlånsporteføljer. For å sammenligne «epler med epler» har vi også isolert utlånene og tapene i det norske markedet, som jo har vært fokuset i mediene.

2017 Norske forbrukslån (justert for porteføljesalg)		
Selskap	Tap/ utlån	Tap/inntekter
Bank Norwegian	1,54%	11,4%
Komplett Bank	3,69%	18,9%
Nordax	2,11%	23,5%

Det vi imidlertid ikke har gjort i tabellen over er å ta hensyn til hvor konservativt bankene har avsatt for fremtidige tap. Dette er hva de nye reglene under IFRS9 er ment å fange opp. Her må hver enkelt bank sette av for forventede fremtidige tap i resultatregnskapet allerede på utbetalingstidspunktet. Selskapene har nylig kommunisert disse IFRS9 effektene. For Komplett Bank og Nordax vil tapsavsetningene øke med henholdsvis NOK 170 mill. og SEK 177 mill. For Bank Norwegian vil tapsavsetningene være tilnærmet uendret.

Det er utfordrende å forklare hva de store forskjellene skyldes. Komplett Bank krever en vesentlig høyere rente fra sine kunder, og det er dermed grunn til å tro at noe av forskjellen forklares med en høyere risikoprofil. Bank Norwegian har med sin vesentlig lengre historikk bedre data til å vurdere kredittrisikoen i forbindelse med evaluering av nye lånesøknader.

Til tross for at Komplett er et sterkt merkenavn i Norge, er det også grunn til å påstå at kjennskapet til Bank Norwegian er best i bransjen. Mindre og nystartede banker sliter ofte med hva som i finansbransjen kalles «adverse selection». Det vil enkelt si at du søker lån hos de du kjenner til først, for deretter å gå videre og søke hos andre hvis du får avslag hos markedslederen. En konsekvens av dette er at de nyetablerte bankene får inn noe dårligere kunder enn de etablerte bankene. Bank Norwegian er trolig selv fortsatt inne i denne fasen

i Finland og Danmark. Her tar banken vesentlig høyere tapsavsetninger enn i Norge. Det at bankens identifiserte avsetningsbehov, som følge av innføringen av de nye IFRS9 reglene, er ubetydelige, gir imidlertid grunn til å tro at avsetningene deres er tilstrekkelige og konservative.

Det er også viktig i denne sammenhengen å nevne Bank Norwegians evne til å tåle tap. Med bankens sterke lønnsomhet og geografiske diversifisering, står den trolig desidert sterkest av de norske forbruksfinansieringsbankene i perioder med høyere tap i ett spesifikt marked. Skulle tapene i bankens største marked - Norge - øke fra 1,5% til 10% neste år, så ville banken fortsatt gå med overskudd, alt annet like. Det må sies å være en solid stresstest all den tid tapene på kredittkort i USA toppet ut på 6,5% under finanskrisen for 10 år siden. Det var som vi alle vel husker en meget tøff tid for amerikanerne.

Kostnader: Forbruksfinansiering som bransje har skalafordeler. Delvis skyldes dette tilgang på gode dataserier som bedrer kredittvurderingen og reduserer tapene, og delvis kommer dette gjennom kostnadseffektivitet. Bank Norwegian er uten sidestykke den mest effektive banken i bransjen. Om vi sammenligner størrelsen på utlånsboken for Nordax, Komplet og Bank Norwegian, med antall ansatte i de respektive bankene, er hver ansatt ansvarlig for henholdsvis SEK 53 mill., NOK 88 mill. og NOK 480 mill. Det skal bemerkes at Bank Norwegian har utkontraktert visse funksjoner. Inkluderer vi 40-50 utkontrakterte ansatte, vil tallet fortsatt være NOK 300 mill. pr ansatt. Dette må sies å være et meget stort konkurransefortrinn! I bransjen er et viktig nøkkeltall kostnader delt på totale inntekter (cost/income eller C/I). Holdes markedsføringskostnader utenfor, er nøkkeltallet for de tre bankene som følger:

2017	Kostnader ex markedsføring
Selskap	C/I
Bank Norwegian	7,8%
Komplet Bank	19,4%
Nordax	25,8%

Vi er åpne for at vi utenfra ikke helt klarer å sammenligne «epler med epler» her. Men når Nordax har 255 ansatte mot Bank Norwegians 69 ansatte sier det mye om effektiviteten. Konklusjonen endrer seg ikke vesentlig om vi inkluderer 40-50 personer utkontraktert hos Bank Norwegian.

Kundebase: Bank Norwegian har over 1,2 mill. kunder i Norden. Til sammenligning har Nordea ca. 0,9 mill. personkunder i Norge, og DNB ca. 2,1 mill. personkunder totalt. Bank Norwegians kunder utførte 2,6 transaksjoner i sekundet, og logget inn på bankens mobilapp totalt 2 million ganger gjennom 4. kvartal i fjor. Vi vet ikke om noen annen forbrukslånbank i Norden som er i nærheten av slike tall. Vi tror det er et signifikant potensial for mersalg ved å kapitalisere på denne sterkt økende web- og mobilapp trafikken.

Vi ser for oss at banken utvikler dette fortrinnet videre og lanserer flere kapitallette produkter. Over tid tror vi Bank Norwegian vil bli sett på som en innovativ diversifisert nisjebank, snarere enn som en ren forbrukslånbank.

Vi legger selvfølgelig ikke til grunn at Bank Norwegian kommer til å oppnå en prising i nærheten av det FAANG aksjene har i dag. Videre er vi sikre på at dagens meget gunstige makroøkonomiske klima for forbruksbankene med ekstremt lave renter og lav arbeidsledighet ikke vil vedvare i evig tid. Vi tror rett og slett at lønnsomheten i bransjen skal ned til et mer normalisert nivå. Bank Norwegian vil, imidlertid, forbli en relativ vinner når dette skjer, og fortsette å oppnå en avkastning på egenkapitalen som ligger langt over gjennomsnittet for bransjen. Vi oppfatter deler av bankens virksomhet som misforstått og aksjen som upopulær, noe som vi i NOMA mener gir et godt utgangspunkt for attraktive investeringsmuligheter.

På lang sikt bestemmes kursutviklingen av fundamentale forhold. Aksjen har allerede gitt et solid positivt bidrag til avkastningen i NOMA Fokus, og om vi har rett i vår analyse, vil de fundamentale forholdene reflekteres i aksjekursen i større grad enn det vi observerer nå.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdjusterte egenkapital pr. 31. mars 2018: 11,8%

Neste tegningsperiode: juni 2018.

Tegningsblankett og informasjon om NOMA Fokus kan lastes ned fra nomacapital.no, eller ved å henvende seg til NOMA Capital på post@nomacapital.no.

Forklaringer:

- (1) HRFX - Global alternativ investeringsfondsindeks i norske kroner.
- (2) VINX - Nordisk aksjeindeks i norske kroner.
- (3) 1M NIBOR - «1 måned Norwegian Interbank Offered Rate».

Definisjoner:

Med long posisjoner menes de posisjonene fondet har kjøpt med det formål å tjene på kursoppgang.

Med short posisjoner menes de posisjonene fondet har solgt som Fondet selv ikke eier med det formål å tjene på kursnedgang.

Med brutto eksponering menes den absolutte summen av alle long og short posisjoner i fondet.

Med netto eksponering menes summen av fondets long posisjoner fratrukket fondets short posisjoner.

Kvartalsrapporten gir informasjon om NOMA Fokus AS ("Fondet"), B-aksjer. Fondet er et alternativt investeringsfond i henhold til lov 20. juni 2014. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, Fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Eventuelle tegnings- og innløsningskostnader er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for Fondet, kostnadene vil kunne påvirke avkastningen negativt. NOMA Capital 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 NOMA Capital 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. NOMA Capital påtar seg intet ansvar for direkte, eller indirekte tap, eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Fondets nøkkelinformasjon, Informasjonsmemorandum, vedtekter, samt års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.nomacapital.no. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.