

NOMA CAPITAL

4. KVARTALSRAPPORT 2021

- NOMA Fokus med sterk avslutning i desember etter en svak utvikling i oktober og november
- NOMA Vekst I med en solid utvikling i kvartalet
- NOMA Vekst I er fullinvestert for første del av kommittert kapital etter investeringen i Marketer i 4. kvartal

Speakers' Corner

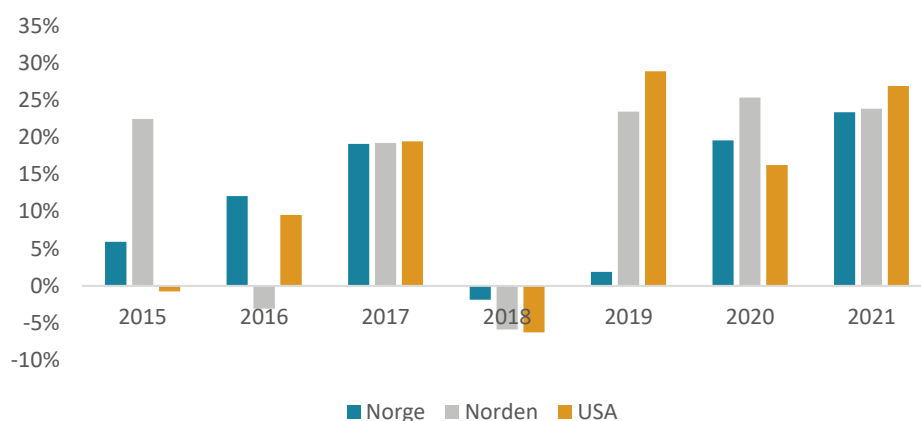
Tidevannet løfter ikke lenger alle båter

Ved inngangen til 2022 står vi trolig ved et veiskille. Faktorene som har gitt en sterk medvind til en langvarig aksjemarkedsoppgang, kan fort snu og bli til motvind. Hvis våre antagelser slår til, vil det gi en skuffende avkastning i forhold til forventningene til mange passive investorer i aksjemarkedet. Aksjemarkedene er generelt for høyt priset til at vi skal forvente bidrag fra ytterligere multippelekspansjon. Da gjenstår overraskelser fra allerede høye inntjeningsforventninger. Vi tror det er usannsynlig med store positive overraskelser utover disse forventningene.

I tillegg vil selskaper, sektorer og forskjellige aksjemarkeder utvikle seg med større forskjeller enn det vi har sett frem til i fjor. Vi går trolig inn i en fase hvor «stockpicking», det å investere i riktige selskaper og sektorer, blir avgjørende for å opprettholde avkastningen mange investorer er blitt vant med.

Vi har sett konturene av dette gjennom 2021. Stadig færre aksjer har bidratt til oppgangen. I Norden har 6 selskaper stått for ca. 80% av indeksoppgangen. Tilsvarende trend ser vi på Oslo børs. Gitt den sterke oppgangen, er det bemerkelsesverdig hvor mange selskaper som har mer enn halvert seg i 2021. Vi tror trenden vil forsterke seg fremover.

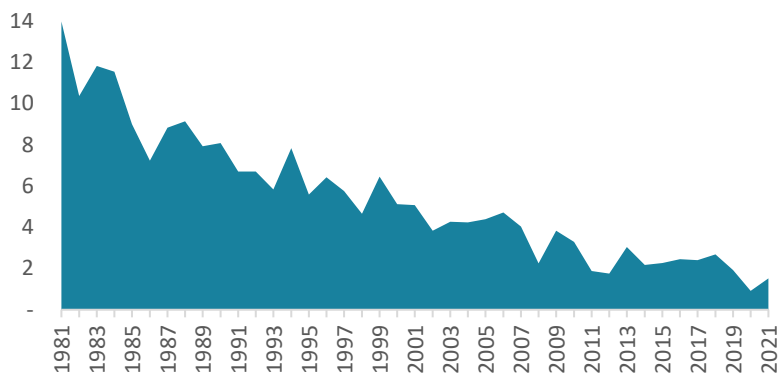
Årlig avkastning i Norge, Norden og USA 2015 - 2021



Hva ligger bak vårt syn?

1. Etter 40 år med fallende renter er bunnen trolig nådd. Ved inngangen til 2022 opplever vi den høyeste inflasjonen siden tidlig på 80-tallet. Realrenten er derfor rekordnegativ. En høyere rente påvirker verdsettelsen av aksjer negativt, særlig der hvor kontantstrømmen ligger frem i tid. I tillegg vil mange selskaper med høy belåningsgrad oppleve høyere rentekostnader, som kan være tuen som velter lasset. Renteutviklingen i 2022 vil påvirke hvilke aksjer som vil gjøre det bra, og vi må forvente store svingninger gjennom året.

Amerikansk 10-års statsrente 1981 - 2021

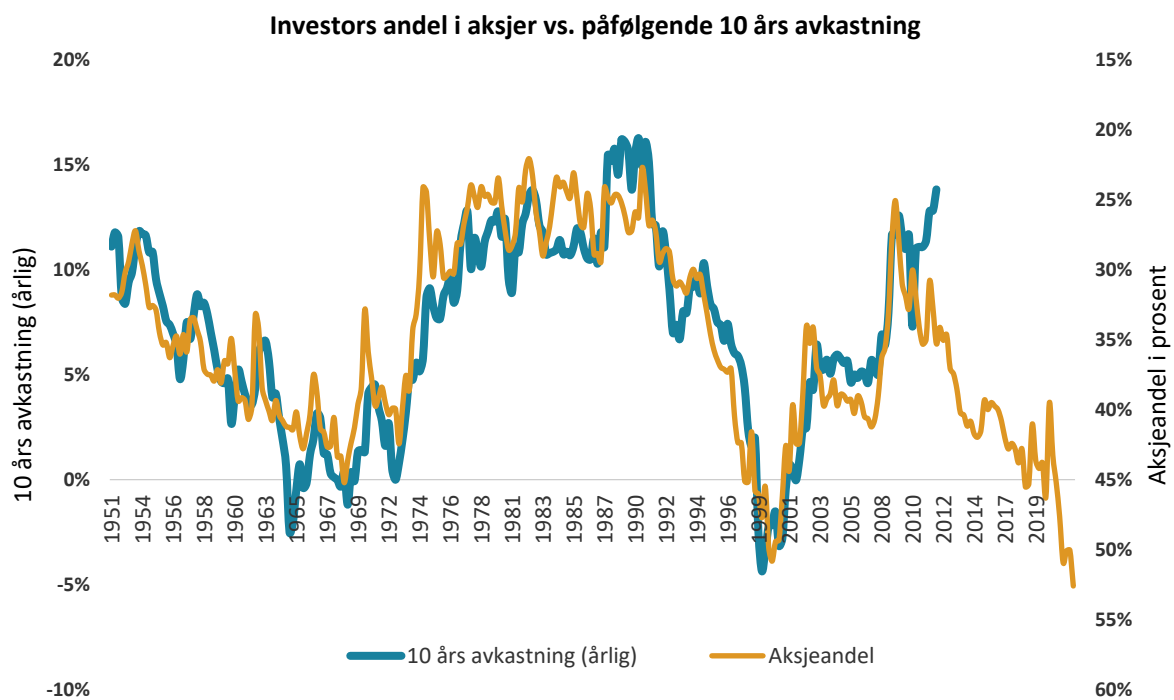


2. Sentralbankenes grenseløse pengetrykking, som hovedsakelig har endt opp i aksjer, obligasjoner og kryptovalutaer, går mot slutten. Fed, den amerikanske sentralbanken, har ved utgangen av 2021 akkumulert verdipapirer tilsvarende 37% av landets BNP, en dobling fra 2019. I 2022 vil reverseringen begynne, og det vil påvirke likviditeten i kapitalmarkedet.

I Norge har det vært en rekordinngang av sparemidler i aksjer. Samtidig opplever vi paradoksalt nok en stadig dårligere likviditet i mange selskaper. Snur medvinden til motvind, vil salgspresset mot de mer likvide selskapene øke, for å kompensere for mangelen på likviditet i andre selskaper som investorene ikke kommer seg ut av. Det gir økte ulikheter i avkastning mellom selskapene.

3. Pandemien har forsterket endringstakten i den underliggende økonomien, særlig innenfor digitalisering og e-handel. Vi opplever at verdikjeder redefineres, noe som bidrar til å flytte verdiskapingen mellom selskapene. Det påvirker hvem som blir vinnere og tapere, noe som gjenspeiles i økende kursutviklingsforskjeller.
4. Konsekvensene av store endringer i allokering av kapital mellom sektorer vil bli mer synlig fremover. F.eks. har reallokeringen fra tradisjonelle råvare-, energi- og industrielle selskaper over til «grønne» og «ESG»-fokuserte selskaper presset avkastningsmulighetene for sistnevnte, og vice versa for de førstnevnte.
5. Strømmen av nye børsnoterte selskaper nådde i 2021 det høyeste nivået noen gang. Mange selskaper er umodne og ikke tilstrekkelig kapitalisert til å kunne nå sine ambisiøse målsetninger. Etter hvert som selskapene blir tvunget til å hente mer kapital, eller redusere sine ambisjoner, vil det slå betydelig ut for mange. Det blir like viktig å unngå disse, som å finne vinnerne.
6. Tilsvarende gjelder for mer modne og større selskaper hvor forventningene til fremtidig inntjening er høye. Gitt en utvikling med økte avkastningsalternativer (bankinnskudd og obligasjoner) og lavere likviditetstilførsel, vil investorene være kyniske når selskapene ikke tilfredsstillter forventningene. Resultatet er ofte en brutal reprising av selskapene som skuffer.
7. Sist, men ikke minst, aksjemarkedsprisingen skal på et tidspunkt normaliseres, vi vet bare ikke når. Vår egen modell, som estimerer den kommende 10-års avkastningen, har truffet svært godt over tid. Nå viser den at vi må forvente en årlig negativ avkastning på ca. -5% de neste 10 årene.

Forvent derfor et mer utfordrende år hvor passiv indeksinvestering ikke er tilstrekkelig for å nå siste års utvikling. Utfallsrommet for selskapene og sektorene har i tillegg økt. Tidevannet løfter ikke lenger alle båter!



NOMA Fokus

Avkastning 4. kvartal: -2,24 %

Verdi pr. aksje (estimat): 126,52

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 i juni og desember, og innløsning i desember.

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 (USD) (1)	HFRX (NOK) (2)	VINX (EUR) (3)	VINX (NOK) (4)	1M NIBOR (5)
Siste kvartal	-2,24%	2,65	3,13%	8,75%	6,86%	0,15%
Hittil i år	14,99%	12,14%	15,91%	29,80%	23,83%	0,33%
12 mnd. rullerende	14,99%	12,14%	15,91%	29,80%	23,83%	0,33%
Siden oppstart	26,52%	31,12%	39,67%	101,81%	118,36%	4,22%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	9,01%	7,47%	13,76%

Nettoavkastning 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%	1,39%	0,40%	0,74%	0,16%	1,50%	-1,28%	-6,09%	-0,91%	-2,04%	-5,70%
2019	1,66%	2,72%	-0,65%	1,86%	-0,73%	-1,12%	-0,99%	-0,19%	1,53%	1,16%	0,22%	1,66%	7,25%
2020	-1,50%	-2,86%	-9,53%	6,12%	1,73%	1,25%	2,18%	-0,51%	-0,12%	-4,18%	8,80%	1,63%	1,79%
2021	2,45%	3,62%	7,23%	0,31%	0,26%	-0,55%	2,29%	-0,56%	1,56%	-3,28%	-1,61%	2,74%	14,99%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	12,3%
Storebrand	8,4%
Sampo	5,2%
Xplora Technologies	4,1%
Nordea	3,4%

Aksjeallokering

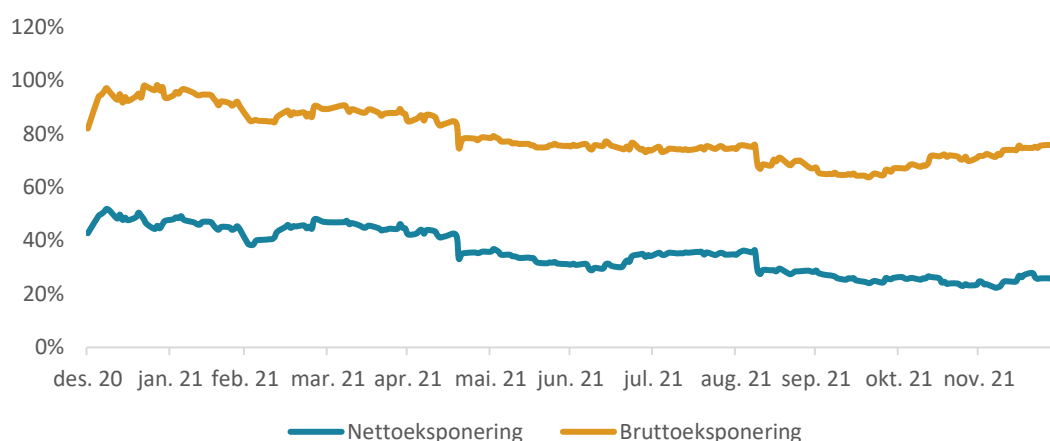
Netto aksjeeksponering	25%
Brutto aksjeeksponering	75%
Andel unoterte	2%

NOMA Fokus porteføljekommentarer

Til tross for en sterk avslutning endte 4. kvartal med en negativ avkastning på 2,2% for NOMA Fokus. Svake resultater i oktober og november på hhv. -3,3% og -1,6%, ble delvis oppveiet av en sterk desember måned med +2,7% avkastning. Fondets eksponering mot aksjemarkedet svingte mellom 22% og 29% i kvartalet, med et gjennomsnitt på 25%.

For året 2021 ble avkastningen i fondet på 15%. Denne avkastningen ble oppnådd med en gjennomsnittlig aksjeeksponering på moderate 35%, og har variert mellom 22% og 51%. Det norske og de nordiske aksjemarkedene (OSEBX og VINX i norske kroner), steg med hhv. 23,3% og 23,8%. Fondet oppnådde ca. to tredjedeler av markedsoppgangen med en eksponering på kun en tredjedel. Aksjeplukkingen fortsetter med andre ord å være meget god, men vi har, liksom tidligere år, vært for forsiktige med aksjeeksponeringen pga. den høye prisingen av aksjer generelt. Evnen til å plukke riktige selskaper tror vi blir enda viktigere i 2022.

Netto- og bruttoeksponering i 2021



Selskapskommentarer

- **Elliptic Labs** har fortsatt den positive nyhetsstrømmen fra 3. kvartal inn i 4. kvartal. En viktig forutsetning for selskapets ambisiøse målsetting om en omsetning på MNOK 500 i 2023, ble bekreftet i desember. Da annonserte Elliptic et større samarbeid med Intel, et av verdens største halvleder selskaper. Samarbeidet bidrar til at Elliptics teknologi kan implementeres på Intels mikrobruker, som benyttes av de fleste PC/laptop produsenter globalt. Vi venter en videre positiv operasjonell utvikling for selskapet gjennom 2022.
- Rentene har fortsatt å stige, særlig gjennom andre halvdel av 4. kvartal. Vi tror på en ytterligere renteoppgang i 2022. Oppgangen har bidratt til en videre positiv utvikling for fondets **Storebrand** posisjonen.
- **Nordea** har blitt ved sin positive kursutvikling, både absolutt og relativt til DnB. Som vi beskrev i forrige rapport, var fondets posisjon i Nordea vesentlig større enn vår sikring i DnB. Etter den siste tids oppgang i

Nordea kursen, har vi redusert posisjonen slik at det igjen er en markedsnøytral «pair trade».

- Gjennom sommeren 2021 annonserte den islandske lakseoppdretteren, **Ice Fish Farm**, at selskapet var i fusjonssamtaler med Laxar, en annen islandsk lakseoppdretter. Fondet ble aksjonær i Ice Fish da selskapet gikk på børs i mai 2020. Vi oppfatter nyheten og det foreslåtte bytteforholdet som positive. Selskapene har samme hovedeier i norske Måsølval-familien, ansett som en av de dyktigste oppdretterne i Norge. Begge selskaper er lokalisert på østkysten av Island, og eier smoltanlegg sammen i dag. En gjennomføring av fusjonen i 1. kvartal i år vil kunne redusere den operasjonelle risikoen og den betydelige likviditetsrabatten i aksjekursen. Utsiktene for laksemarkedet ved inngangen til 2022 ser også meget positive ut.
- Etter et større nedslag fra hovedeierne i **Aker BP** i midten av 4. kvartal, posisjonerte vi fondet i en såkalt markedsnøytral «pair-trade», ved å kjøpe Aker BP samtidig som vi solgte Equinor short. Vi er i økende grad overbeviste om en videre positiv utvikling i energiprisene, men forventer også høy volatilitet i 2022. I motsetning til Equinor, som re-investerer en stadig større andel av kontantstrømmen fra olje- og gass i fornybare prosjekter med lavere avkastning, vil Aker BP betale ut denne kontantstrømmen til sine aksjonærer. Vi tror at sistnevnte strategi vil gi en bedre avkastning for aksjonærene over tid.

Etter inngåelsen av denne pair-traden har gassprisene steget enda mer enn oljeprisen. Det slår i favør av Equinor med en høyere andel gassproduksjon av totalproduksjonen enn Aker BPs. Denne trenden vil nok reverseres med varmere vær i Europa. Videre annonserte Aker BP i etterkant av fondets inntreden at selskapet fusjonerer med svenske Lundin Energy. Begge har store eierandeler i Norges mest produserende felt, Johan Sverdrup. For øvrig er selskapenes produksjonsprofiler komplementære. I fasen hvor fusjonen skal gjennomføres vil det være et naturlig overheng av aksjer i både Aker BP og Lundin. Vi tror at strategien, relativ prisingen og selskapsspesifikke triggere i Aker BP, vil bidra til en bedre avkastning enn i Equinor fremover.

- I desember deltok NOMA Fokus i en emisjon i det unoterte selskapet **Wheel.me**. For mer detaljer om selskapet viser vi til NOMA Capitals 3. kvartalsrapport og ytterligere kommentarer under NOMA Vekst I senere i denne kvartalsrapporten.
- Gjennom kvartalet har **Telenor** og **Orkla** kommet inn som mindre posisjoner i fondet. Vi anser begge som solide og trauste selskaper, som ved investeringstidspunktet var priset fornuftig i forhold til sin egen historikk og markedet for øvrig. Begge bidro positivt i 4. kvartal.

NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 109,61

NOMA Vekst I er et lukket og tidsbegrenset fond for profesjonelle investorer forvaltet og markedsført av NOMA Capital under konsesjon fra Finanstilsynet, og passer for investorer med en langsiktig investeringshorisont. Fondet har begrenset likviditet for investorene.

Fondet har en long-only investeringsstrategi med en konsentrert portefølje og betydelige frihetsgrader. Fondets fokuserer primært på teknologiselskaper eller selskaper hvor bruken av teknologi skaper konkurransemessig fortrinn, og hvor forutsetningene for kommersiell suksess er etablert. Fondet investerer primært i norske selskaper, men har også adgang til å investere i selskaper med domisil eller hovedkontor i andre OECD land. Fondet kan være investert i inntil 100% unoterte verdipapirer. Fondet ble etablert 9. september 2021.

Netto avkastning til investor *

År	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	Totalt
2021			-0,19%	5,04%	4,84%

* Avkastning er basert på summen av innbetalt verdjustert egenkapital og ikke-innbetalt kommittert kapital.

Portefølje (6)

wheel.me	20,7%
Marketer	14,0%
ODI Medical	10,7%
3D-Radar	7,1%

Aksjeallokering (6)

Aksjeeksponering	52%
Andel unoterte	52%

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på 10,02% i 4. kvartal. Inkludert ikke-innbetalt kommittert kapital var avkastning på 5,04%. Fondet har ved utgangen av kvartalet fullinvestert kapitalen som ble innhentet i september 2021. Det planlegges for innbetaling av resterende kommitterte kapital i løpet av 1. kvartal 2022.

Wheel.me inngikk selskapets første internasjonale rammeavtale i 4. kvartal. North American Lighting vil benytte Genius, selskapets autonome hjul, til intern transport og logistikk i sine fabrikker i USA. Wheel.me forventer å inngå flere slike rammeavtaler i tiden som kommer.

Mot slutten av kvartalet gjennomførte Wheel.me en emisjon rettet mot eksisterende og nye aksjonærer. Ca. MNOK 120 ble innhentet på kurs 40, opp 33% fra fondets inntreden gjennom 3. kvartal. Etter emisjonen er selskapet fullfinansiert for den sterke veksten som forventes gjennom 2022.

NOMA Vekst I foretok sin fjerde porteføljeinvestering i forbindelse med en kombinasjon av emisjon og nedslag i Marketer Real Estate Technologies AS (Marketer) i kvartalet.

Marketer er et norsk teknologiselskap etablert i 2016. Basert på en proprietær teknologiplattform, og med støtte i maskinlæring og menneskelig kompetanse, tilbyr Marketer en automatisert totalløsning for digital markedsføring og salg av eiendom rettet mot internasjonale eiendomsutviklere og eiendomsmeglerkjeder.

Inkludert i virksomheten er de to eiendomsportalene for nybygg Eiendom.no og NewBuilds.com, samt rådgivningsselskapet Marketer Consulting Services AS.

Siden oppstarten i 2016 har Marketer ekspandert betydelig internasjonalt. Ved inngangen til 2022 har selskapet kunder i mer enn 20 land over hele verden.

Gjennom det siste året har Marketer gått fra å primært levere digital markedsføring av eiendom, til å tilby komplette løsningsplattformer. Plattformen inkluderer alt som behøves av verktøy for å generere salg, gjennomføre transaksjoner og følge opp boligkjøpere gjennom hele prosessen. Selskapet leverer nå tjenester til ca. 40% av bruktboligmarkedet i Norge. I tillegg er Marketer desidert størst på markedsføring av nybygg, og samtidig sterkt voksende innen næringseiendom.

Eiendomsbransjen er mindre digital og mer fragmentert enn andre sammenlignbare bransjer. Konsekvensen er lavere grad av overført erfaring, kunnskap og fakta mellom de ulike leddene i en normal transaksjonsprosess, som igjen fører til tapte muligheter og svakere verdiskaping på kort og lang sikt. Forbrukere forventer digitale kunde- og kjøpsprosesser på tvers av alt, med sterkt fokus på et tilpasset utvalg, enkel handleprosess, rask betaling og sømløs levering. Marketers proptech løsning bidrar til at disse prosessene forenkles og tilfører verdi for alle involverte parter i eiendomstransaksjoner.

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 lokal valuta (USD).
- (2) HRFX - Global alternativ investeringsfondsindeks omregnet i norske kroner.
- (3) VINX - Nordisk aksjeindeks i lokal valuta (euro).
- (4) VINX - Nordisk aksjeindeks omregnet i norske kroner.
- (5) 1M NIBOR - «1 måned Norwegian Interbank Offered Rate».
- (6) Prosentuell vekt baseres på summen av innbetalt verdijustert egenkapital og ikke-innbetalt kommittert kapital

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, B-aksjer og NOMA Vekst I AS, B-aksjer ("Fondene"). Fondene er alternative 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, Fondenes risiki, 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 Fondene, 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. Fondsdokumentasjon herunder nøkkelinformasjon, Informasjonsmemorandum, vedtekter, samt års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.nomacapital.no. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.