

NOMA CAPITAL

3. KVARTALSRAPPORT 2022

- Aksjemarkedene fortsetter den negative utviklingen i 3. kvartal. Aksjer globalt ned 26% så langt i år.
- NOMA Fokus utvikler seg godt relativt til aksjemarkedene som følge av god aksjeseleksjon og høy kontantandel.
- NOMA Vekst I med ny porteføljeinvestering.

Speakers' Corner

Koselig med alle som blir i Norge!

Mot slutten av 3. kvartal, og kun en drøy uke før offentliggjøringen av statsbudsjettet for 2023, kunngjorde regjeringen nye voldsomme skatter på fiskeoppdrett og kraftproduksjon. Hvorfor regjeringen kom med dette nå, henger trolig sammen med behovet for å finansiere fortsettelsen av en langvarig eksplosiv kostnadsøkning i offentlig sektor. Norge er godt forankret i OECD-toppen når det gjelder offentlig sektors andel av økonomien. Viljen og, ikke minst, evnen til å kutte i offentlige utgifter, virker totalt fraværende. Alternativet er kraftige skatteøkninger. Da passer den gjentagende retorikken knyttet til at de rike skal tas. For i et demokrati, hvor majoriteten av de stemmeberettigede nå mottar sin lønn eller trygd fra offentlig sektor, blir det for fristende å ty til minste motstands vei.

Det hjelper heller ikke at offentlig sektor har store utfordringer med å innføre mekanismer som skaper en større symmetri mellom utgiftsøkninger og utgiftsreduksjoner. Bedrifter greier det, fordi de må konkurrere. Husholdningene greier det, fordi de må. I offentlig sektor er det vanskeligere, blant annet fordi særinteressene er opptatt av sin egen sak, ikke av helheten. Ubehaget med å konfrontere «hylekoret» gjør at politikerne ikke tar de riktige grepene. Det gjelder alle regjeringer i ulik grad.

En tilsynelatende lite fagkyndig finansminister, som har sittet på skolebenken hos byråkratene i Finansdepartementet, og som med stor iver ønsker å fortelle det videre til oss andre, ser få negative konsekvenser av regjeringens skattepolitikk. Det svært utslitte og misvisende uttrykket «spleiselaget», som fremover inkluderer mer enn 40.000 eiere av fiskeoppdrettsselskapene, må ifølge finansministeren tåle denne deltagelsen.

Forslaget om innføring av grunnrentebeskatning kommer i forlengelse av en kraftig økning i skattetrykket for norsk næringsliv og dets norske eiere bosatt i Norge. Vesentlig økning i formueskatten og tilhørende behov for utbytte, med økt utbytteskatt, påvirker svært negativt. Utlendinger forundrer seg over regjeringens ønske om å påføre landet denne formen for selvskade i en situasjon hvor slike tiltak ikke er nødvendig, og hvor norske eiere bosatt i Norge må betale regningen for manglende styring av offentlige utgifter. Fremleggelsen av statsbudsjettet 6. oktober forsterker konklusjonen ytterligere. Oljepengebruken reduseres med 18 milliarder, noe som høres ut som et betydelig kutt. Problemet er bare at koronautgifter på 25 milliarder for 2022, blir i stor grad borte for 2023. Regjeringen kaller dette et stramt budsjett. Realiteten er det motsatte. I tillegg budsjetteres det med en skatteøkning på 47 milliarder, finansiert hovedsakelig av næringslivet og dets eiere. Staten tjener i tillegg 36 milliarder på økte strømpriser etter utbetaling av 43 milliarder i strømstøtte.

At mistanken om innføring av grunnrentebeskatning er foretatt i siste liten, bekreftes ved at Finansdepartementet ser ut til å ha forregnet seg i forhold til størrelsen på skatteinndragningen. Ifølge regjeringen vil beskatningen gi et proveny på 3,65 – 3,8 milliarder. Anslagene fra industrien er på mer enn 10 milliarder og bekreftes av nøytrale skatteekspertene. De mindre aktørene, som skulle skjermes, vil likevel bli beskattet fordi byråkratiet ikke forstår enkle biomassebegreper. En ytterligere bekreftelse på mistanken om hastverk er at

grunnrenteskatten starter opp 1. januar neste år, mens høringsfristen går ut 4. januar. Er det ikke selve definisjonen på en skinnprosess?

Konsekvensene for Norge og norsk næringsliv er betydelige, både på kort og lang sikt. En drøy uke etter offentliggjøringen har den samlede markedsverdien av børsnoterte oppdrettsselskaper med virksomhet i Norge, falt med mer enn 60 milliarder. Utover dette kommer alle oppdrettere som ikke er notert på Oslo børs. Nedgangen i markedsverdien for de noterte er mer enn 16 ganger regjeringens eget provenyestimat. Alt annet like vil formueskatt provenyet falle med mer enn 500 millioner som følge av verdinedgangen.

Tilsvarende har næringen i løpet av en drøy uke kommunisert at investeringer på mer enn 15 milliarder settes på hold eller kanselleres permanent. Kyst-Norge vil merke dette de kommende årene. Paradoksalt nok er det ordførere fra regjeringspartiene i berørte kommuner som protesterer høyest, for de ser konsekvensene som kommer som følge av regjeringens iver etter skatteinntekter.

Grunnrentebeskatning for oppdrettsnæringen ble nøye vurdert i 2018 – 2019. Den ble ikke innført grunnet betydelig motstand fra bl.a. dagens regjeringspartier, noe som også bekrefter inntrykket av hastverksbeslutningen som nå har kommet.

Vi er ikke imot den prinsipielle begrunnelsen for å ha en grunnrenteskatt. Enkelte bransjer driver sin virksomhet med utgangspunkt i konsesjoner som gir tilgang til en begrenset naturressurs. Oppdrettsnæringen benytter seg av norske fjorder. Det er likevel viktig å merke seg at det er stor forskjell på oppdrettsnæringen og f.eks. olje- og gasskraftindustrien. Mens store deler av lønnsomheten i oppdrettsnæringen tilskrives mobile innsatsfaktorer, og ikke nødvendigvis tilgangen på lokaliteter, er olje- og gass begrensede stedbundne ressurser. En konsekvens er at de forskjellige industriene bør ha individuelle vurderinger og tilnærminger til grunnrentebeskatning som en del av totalbeskatningen.

For norsk næringsliv generelt, og oppdrettsindustrien i dette tilfellet, er det viktig å ha stabile og forutsigbare betingelser. Det er fraværet av uforutsigbare skatteendringer som har gjort Norge til et relativt attraktivt land å investere i. Når bedrifter skal bygges opp og arbeidsplasser skapes, er stabilitet og forutsigbarhet helt avgjørende. Som regel går det mange år før stabile overskudd inntreffer. For oppdrettsindustrien tok det over 30 år. Usikkerheten i perioden frem til solid lønnsomhet er som regel stor. Denne usikkerheten medfører at eierne som tar risiko må ha en utsikt til å beholde en god del av overskuddet når det først kommer.

Desto høyere usikkerhet, desto høyere avkastningskrav. Dagens regjering bidrar sterkt til å øke avkastningskravet som reduserer tilgangen på risikokapital. Kapitalen er avgjørende for all nyskapning og vekst i næringslivet. Det er kilden som skal finansiere sykepleiere, lærere og alle andre Norge trenger i fremtiden. Finansministeren ser åpenbart ikke et like sterkt behov for et næringsliv som må ha stabile og forutsigbare betingelser. De rike som ønskes rammet forsvinner ut av Norge. Men finansministeren synes det bare er koselig med alle som blir i Norge. Tilbake sitter eiere av små- og mellomstore bedrifter som må ta regningen. Altså vanlige bedriftseiere.

NOMA Fokus

Avkastning 3. kvartal: -1,31 %

Verdi pr. aksje (estimat): 116,99

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 kvalitetsselskaper. 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	-1,31%	-0,08%	8,89%	-4,12%	-1,94%	0,47%
Hittil i år	-7,53%	-4,80%	17,20%	-25,39%	-20,94%	0,96%
12 mnd. rullerende	-9,60%	-2,27%	20,87%	-18,86%	-15,52%	1,11%
Siden oppstart	16,99%	24,83%	63,69%	50,57%	72,62%	5,22%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	8,95%	7,29%	16,22%

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%
2022	-1,91%	-2,86%	1,76%	0,77%	-0,15%	-3,96%	2,89%	-1,37%	-2,74%				-7,53%

5 største investeringer

Storebrand	10,5%
Elliptic Laboratories	8,1%
Nordea	6,1%
Nordic Semiconductor	5,0%
TGS	4,9%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	41%
Brutto aksjeeksponering	61%
Andel unoterte	4%

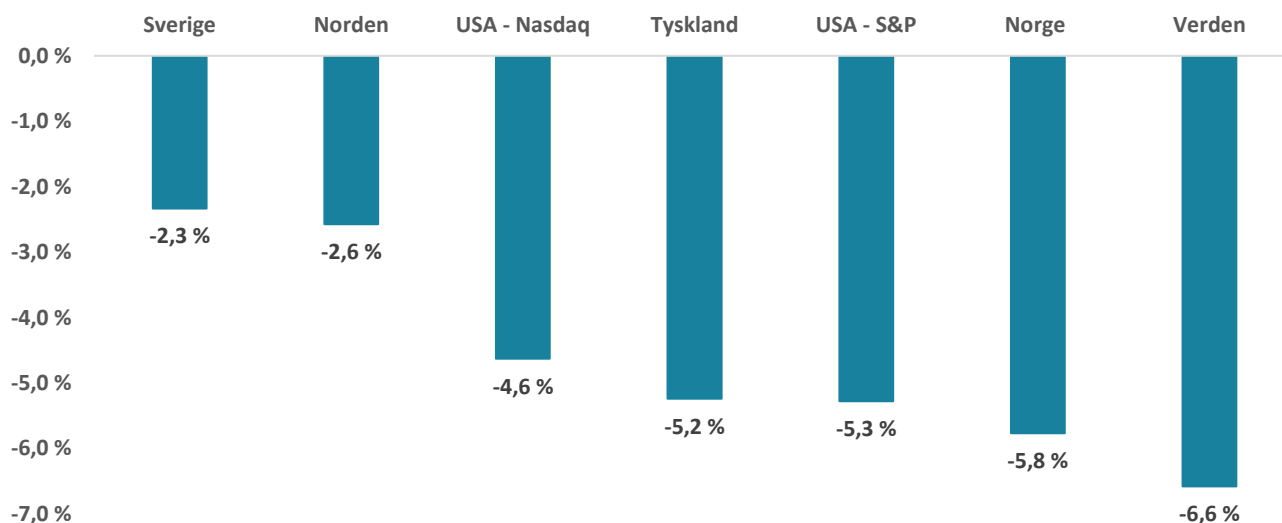
NOMA Fokus porteføljekommentarer

Aksjemarkedene falt ytterligere gjennom 3. kvartal. Ikke uventet opplevde vi en kort og kraftig rekyll i første halvdel av 3. kvartal. I andre halvdel av kvartalet var den sterkt fallende trenden tilbake, og markedene endte igjen betydelig ned for hele 3. kvartal. Sentimentet blant investorene fortsetter å utvikle seg negativt.

Inflasjonsutviklingen har ikke kommet ned like mye som markedet har forventet. Sentralbankene har derfor fortsatt med sine mest aggressive renteøkninger på over 40 år, med det resultatet at rentekurven har økt mer enn det som lå til grunn ved inngangen av 3. kvartal. Risikoen for at sentralbankene tar i for mye for raskt har økt muligheten for en negativ overreaksjon i aksjemarkedene. En ytterligere trussel er at et fåtall ledelser, styrer og investorer har erfaring fra perioder med kombinasjonen av høy inflasjon, kraftige rentehevinger og kvantitative tilstramninger samtidig. De aller fleste er i ukjent farvann nå.

Med fallet i 3. kvartal begynner vi å se konturene av et mer fornuftig priset aksjemarked. Unntaket er det amerikanske aksjemarkedet, som fremstår fortsatt som høyt priset, hensyntatt historiske multipler. Vi forventer at fokuset fremover vil endre seg fra inflasjon til inntjeningsutsiktene for selskapene. Rapportering av 3. kvartalsresultater starter opp medio oktober og vil gi markedet en pekepinn på hvor mye den samlede inntjeningen vil falle fremover.

Utvikling aksjemarkeder 3. kvartal 2022



Blant utvalget i oversikten over falt Norge mest i kvartalet. Dette skyldes i stor grad regjeringens skattebombe for fiskeoppdrett og kraftproduserende selskaper som ble offentliggjort mot slutten av 3. kvartal. Verdensindeksen falt med 6,6%. En høy andel amerikanske aksjer samt en rekordsterk amerikansk dollar bidrar til fallet. Markedene og sektorene som falt mest i 1. halvår, har utviklet seg bedre relativt i 3. kvartal. NOMA Fokus falt med 1,31%. Som beskrevet i 2. kvartalsrapporten, har vi hatt et negativt markedssyn gjennom 2022. Etter vår oppfatning er prisingen av kvalitetsselskaper nå blitt mer interessant. Derfor har fondets netto aksjeeksponering økt fra 33% til 41% gjennom 3. kvartal. Den store kontantbeholdningen fortsetter å bidra til en god relativ utvikling mot aksjemarkedet. Fondets tre største investeringer, Storebrand, Elliptic Laboratories

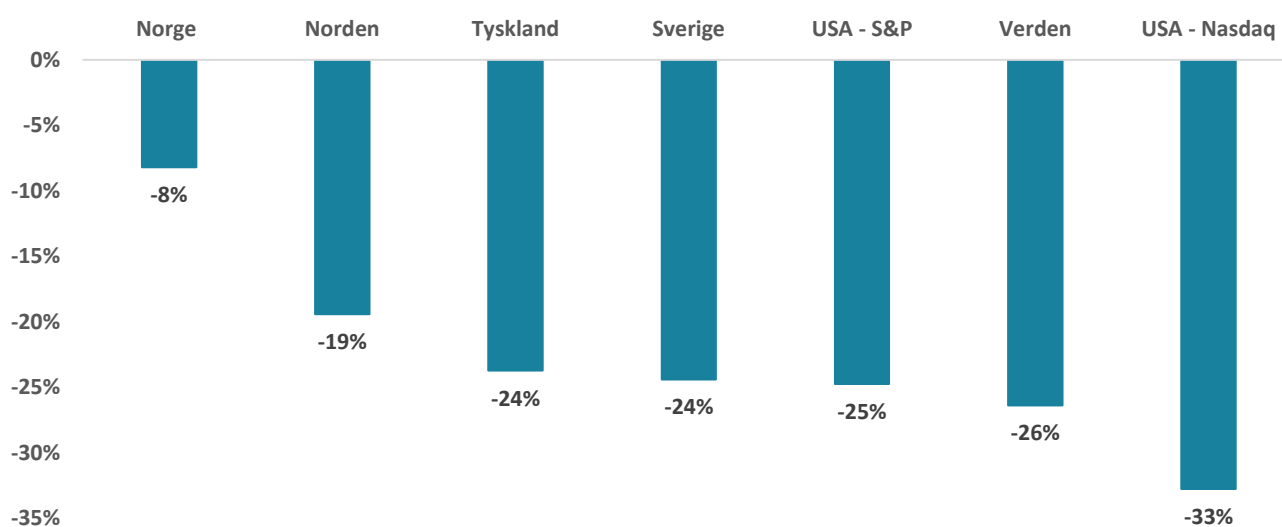
og Nordea, har også utviklet seg positivt i kvartalet. Fondets eksponering mot små- og mellomstore selskaper har i sum bidratt negativt i samme periode.

Fondets økte eksponering kommer fra inndecking av short-eksponering mot det norske aksjemarkedet. I tillegg er posisjonene i Storebrand, TGS, Nordic Semiconductor økt. Ny posisjon er verdens ledende sikkerhetselskapet Securitas, som er notert i Sverige. Blant de mindre selskapene i porteføljen er posisjonene i svenske Resurs Holding avhendet, islandske lakseoppdrettselskapet Ice Fish Farm og norske El-Importøren redusert. I programvareselskapet Sikri, er posisjonen økt marginalt.

Strategien fremover er uendret. Vi forventer at aksjeandelen i fondet vil øke i takt med fallende prisingsmultipler for selskapene vi følger. Fokuset fortsetter å være relativt bredt i forhold til bransjer, markedsverdi og geografi. Ettersom vi foretrekker større kvalitetsselskaper med relativt forutsigbare inntjeningsutsikter, alt annet like, er oppmerksomheten ved inngangen til 4. kvartal rettet mer mot hvilke og investeringstidspunktet for disse.

Konturene av god avkastning i 2023 har økt. Selv om vi opplever å stå midt i en storm med negative nyheter fra alle kanter, har aksjemarkedet en evne til å prise inn slike perioder relativt raskt.

Utvikling aksjemarkeder hittil i år



NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 140,70

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%
2022	9,93%	7,70%	0,29%		18,73%

* Avkastning er basert på summen av innbetalt egenkapital i emisjonene gjennomført 9.9.21 og 31.3.22.

Portefølje

Wheel.me	28,2%
Marketer	18,1%
ODI Medical	12,0%
Elliptic Laboratories	11,0%
Kontur	6,0%
Nordic Semiconductor	5,5%

Aksjeallokering

Aksjeeksponering	81%
Andel noterte	17%
Andel unoterte	64%

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på 0,29% i 3. kvartal. Fondets verdjusterte egenkapital har steget 24,5% siden oppstart den 9. september 2021. Fondets pengevektede avkastning, som tar hensyn til når kapitalen er innbetalt, har steget 30,8%.

Den positive avkastningen i 3. kvartal skyldes utviklingen i fondets to børsnoterte investeringer Elliptic Labs og Nordic Semi. Fondets unoterte aksjer er uendret gjennom kvartalet. Gjennom 3. kvartal har NOMA Vekst I økt posisjonen i Elliptic Labs. Nordic Semiconductor er en ny posisjon fra og med juli, og er gradvis økt frem mot utgangen av 3. kvartal. I september deltok fondet i en emisjon i ODI Medical på uendret kurs fra utgangen av 2. kvartal i år.

Som kommunisert i forrige kvartalsrapport opplever vi at selskapene i porteføljen i varierende grad er påvirket negativt av forstyrrelser i forsyningskjedene. Den forverrede makroøkonomiske utviklingen vil i mindre grad påvirke selskapene med unntak av fondets siste investering, Nordic Semiconductor. For Nordic Semiconductors del er paradokset for tiden at selskapet ikke klarer å levere tilstrekkelig med produkter til sine kunder, samtidig som selskapets kursutvikling korrelerer tett med den negative utviklingen for globale halvlederselskaper.

Prisingen av Nordic Semiconductor er nå på sitt laveste siden selskapets kommersielle gjennombrudd for mer enn 10 år siden.

For de unoterte selskapene i porteføljen forventer vi i større grad enn tidligere at utviklingen tar noe mer tid enn opprinnelig kommunisert fra selskapene. Det endrer ikke potensialet og mulighetene, men betyr at det vil kunne være behov for mer kapital enn det som er kommunisert tidligere. Samtidig er markedet for innhenting av kapital for vekstselskaper betydelig svekket gjennom det siste året. Det skaper større utfallsrom for prisingen ved kapitalinnhentingstidspunktet.

Ved inngangen til 4. kvartal har NOMA Vekst I ca. 19% i kontanter av fondets verdjusterte egenkapital. Strategien ligger fast. Vi vurderer fortløpende om fondet skal delta i emisjoner i eksisterende unoterte porteføljainvesteringer. Dernest vurderes kontinuerlig nye unoterte investeringer. Til slutt, og liksom investeringen i Nordic Semiconductor 3. kvartal viser, er prisingen av noterte vekstselskaper falt betydelig. Mulighetene for attraktive investeringer fortsetter derfor å være gode.

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

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.