

NOMA CAPITAL

3. KVARTALSRAPPORT 2024

- God utvikling for NOMA Fokus vs. det norske aksjemarkedet.
- Fortsatt unormalt store utfallsrom i begge retninger for porteføljeselskapene i NOMA Fokus.
- Etter den søte kløe, kommer den sure svie?

Speakers' Corner

Etter den søte kløe, kommer den sure svie?

Dette året har vært en lærepenge i hvor nytteløst det er å spå den kortsiktige markedsutviklingen. Ved inngangen til 2024 forventet Wall Street-strateger i gjennomsnitt at det amerikanske markedet (S&P 500) ville stige med rundt 2%. Ved utgangen av 3. kvartal var det opp 21%.

Å forutsi markedets utvikling over lengre perioder er også vanskelig, noen vil si umulig. Men det hindrer ikke Wall Streets beste og skarpeste fra å kaste seg inn i kampen, år etter år. Sjeldent har deres spådomsevner vært mer i fokus enn ved inngangen til 4. kvartal, da Goldman Sachs advarte om at den årlige avkastningen for S&P 500-indeksen kan forventes til å bli beskjedne 3% over det neste tiåret. Over lang tid, dvs. i snart hundre år, har det amerikanske aksjemarkedet, målt ved S&P 500-indeksen, gitt en årlig rullerende 10-årsavkastning på ca. 11%. Det siste tiåret har tilsvarende årlig avkastning vært ca. 13%. Utfallsrommet er stort. På begynnelsen av 1960-tallet hadde aksjemarkedet over 20% gjennomsnittlig årlig avkastning i 10 år, mens avkastningen var -3% årlig for de foregående ti årene på vei ut av finanskrisen i 2009. Goldman Sachs tror utfallsrommet for de neste ti årene er fra -1% til 7% årlig avkastning. Ikke mye å rope hurra for sammenlignet med de siste 10 årene.

Hvorfor er det så vanskelig å forutsi aksjemarkedets fremtid? Hovedårsaken er de store, katastrofale hendelsene som former dets skjebne. Ting dukker opp ut av intet - en pandemi, kriger, oljeembargoer - og spådommer basert på at alt går som normalt, blir ofte revet i stykker.

Langsiktig aksjeavkastning påvirkes av veksten i selskapenes inntjening og endringer i verdsettelse. Å forutsi avkastningen krever derfor at man estimerer hvordan disse komponentene vil endre seg i fremtiden, og identifiserer variabler som er statistisk og økonomisk knyttet til fremtidige endringer i inntjening og verdsettelse.

For å modellere forventet aksjeavkastning på lang sikt, er det hovedsakelig fem variabler Goldman-strategene tar hensyn til: startverdien av verdsettelse, konsentrasjon i aksjemarkedet, hyppighet av nedgangstider, lønnsomhet i bedrifter og renter.

Det som skiller Goldman Sachs sin prognosemodell fra andre, er inkluderingen av markedskonsentrasjon som en variabel. Denne variabelen er ifølge Goldman Sachs spesielt viktig nå fordi det amerikanske aksjemarkedet for tiden er nær sitt høyeste konsentrasjonsnivå på 100 år. Når aksjemarkedets konsentrasjon er høy, blir fremtidig markedsutvikling sterkt påvirket av utsiktene til noen få aksjer, noe som i tillegg kan medføre større volatilitet sammenlignet med avkastningen i et mindre konsentrert og mer diversifisert marked. Selv om høyere volatilitet ikke nødvendigvis innebærer en økt sannsynlighet for en dårlig aksjemarkedsutvikling, bør verdsettelsesvariabelen inkludere en rabatt for høyere volatilitet og mindre diversifisering, ifølge Goldman Sachs. Utfordringen er at verdsettelsesvariabelen også er nær det høyeste nivået på 100 år.

Bakgrunnen for den stadig økende konsentrasjonen er drevet frem av et fåtall amerikanske selskaper som har blitt totalt dominerende innenfor sine markeder globalt. Denne suksessen har medført en enorm inntjeningsutvikling med påfølgende positiv multippel ekspansjon, noe som har økt disse selskapenes

andel av aksjeindeksene. Utviklingen er forsterket med en sterkt økende andel av sparekapitalen inn i indeksfond, som er konstruert for å følge S&P 500-indeksen slavisk.

Intet selskap vokser inn i himmelen. Intuitivt vil det være svært vanskelig for selskapene å opprettholde høy omsetningsvekst og fortjenestemarginer over lengre perioder. Etter hvert som veksten og lønnsomheten for de største selskapene i en indeks avtar, vil også inntjeningsveksten og dermed avkastningen for hele indeksen avta.

Det interessante med analysen til Goldman Sachs er hvordan prognosen på 3% årlig avkastning det neste tiåret er fordelt basert på de forskjellige variablene. Ved å fjerne konsentrasjonsvariabelen øker prognosen til 7% årlig avkastning i samme periode. For de som ikke støtter tilnærmingen til investeringsbanken, gir dette et bedre utgangspunkt. Men det er uansett betydelig lavere enn det historiske gjennomsnittet og for de siste ti årene.

Siden etableringen av NOMA Capital i 2016 har andelen av de ti største selskapene i S&P 500-indeksen økt fra ca. 16% til dagens ca. 36%. Vi har vært vitne til hvordan denne sterkt økende konsentrasjonen påvirker markedet på godt og vondt. Liksom Goldman Sachs ser vi økende sannsynlighet for lavere aksjemarkedsavkastning gjennom det neste tiåret, sammenlignet med historisk oppnådd avkastning. Den geopolitiske situasjonen og den ikke bærekraftige globale gjeldsutviklingen øker risikoen ytterligere for at alt ikke blir som normalt det neste tiåret. Skulle Goldman Sachs sin konsensusavvikende prognose slå til, vil mange investorer få seg en ubehagelig vekker i årene som kommer.

NOMA Fokus

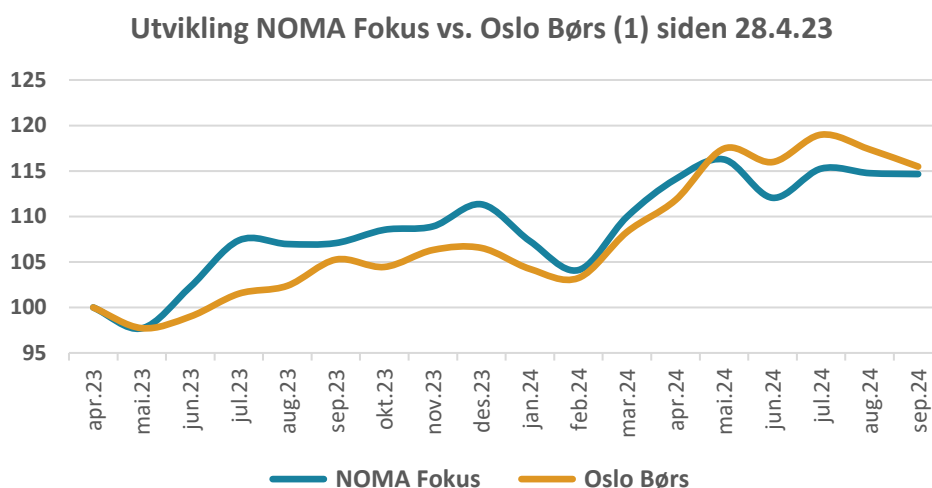
Avkastning 3. kvartal: 2,33%

Verdi pr. aksje (estimat): 129,80

Ansvarlig forvalter: Thomas Raaschou (fra 28. april 2023)

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 mars, juni, september og desember, og innløsningsperioder i juni og 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.



Selskap	% vekt	Avkastning	NOMA Fokus	Oslo Børs (1)
Xplora Tech.	10,8%	Siste kvartal	2,33%	-0,43%
Elliptic Labs	9,7%	Hittil i år	2,98%	8,40%
Yara	9,2%	12 mnd. rullerende	7,08%	9,71%
TGS	8,8%	Fra 28. april 2023	14,65%	15,48%
Wheel.me	7,7%	Siden oppstart	29,80%	132,16%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	88%
Brutto aksjeeksponering	88%
Andel unoterte	8%

Risiko	NOMA Fokus	Oslo Børs (1)
Standardavvik (siden oppstart)	9,20%	14,13%

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%	0,67%	2,72%	1,47%	-2,98%
2023	1,63%	-1,27%	-3,97%	-4,29%	-2,30%	4,67%	4,99%	-0,37%	0,10%	1,36%	0,34%	2,23%	2,68%
2024	-3,63%	-2,96%	5,63%	3,76%	1,90%	-3,62%	2,86%	-0,43%	-0,09%				2,98%

NOMA Fokus porteføljekommentarer

Fra 28. april 2023 er Thomas Raaschou ansvarlig porteføljeforvalter for NOMA Fokus. Siden 28. april 2023 har NOMA Fokus steget 14,65%. Oslo børs (OSEBX) har i tilsvarende periode steget med 15,48%.

For 3. kvartal steg NOMA Fokus 2,33%, mens Oslo børs (OSEBX) falt 0,43%.

Gjennom kvartalet har fondets netto aksjeeksponering variert mellom 84% og 104%. Ved utgangen av 3. kvartal er netto aksjeeksponeringen 88%, som er en nedgang fra 94% ved inngangen til 3. kvartal. Flere av porteføljeselskapene er vesentlig redusert, eller solgt ut, som følge av kursmåloppnåelser.

For andre kvartalet på rad har det vært et usedvanlig stort utfallsrom i avkastningen for porteføljeselskapene i NOMA Fokus. I positiv retning trekker vekstselskapene Xplora Technologies, Elliptic Labs og Link med kursopp ganger på hhv. 86%, 33% og 13%. I motsatt retning er fondets avkastning for kvartalet negativt påvirket av energieksponeringen i Aker BP, Panoro Energy og TGS. Disse har falt med 15% - 22% justert for utbytter. I tillegg ble avkastningsvinneren for 2. kvartal, Nordic Semi, den store taperen med en nedgang på 25% i 3. kvartal. Selskapet gjennomførte, etter vår vurdering, en god kapitalmarkedsdag mot slutten av kvartalet, hvor selskapets planer og ambisjoner ble gjennomgått. Kursfallet i forbindelse med kapitalmarkedsdagen skyldes en uforståelig klønede forventningsstyring for veksten i 2025. Ledelsen uttrykte selv at kommunikasjonen ikke skulle fremstå som en guiding, da selskapet kun offisielt guider for ett kvartal fremover. Likevel tok investorene dette som en guiding med et påfølgende kursfall på over 30% i de påfølgende dagene, tilsvarende nesten 7 milliarder kroner. Vi forventer mer av styret og administrasjonen i Nordic Semi, og regner med at selskapet styrker sin kapitalmarkedskompetanse i begge ledd i tiden fremover. Tillit tar lang tid å bygge opp, men kan bli borte på en dag. Nordic Semi er et godt eksempel på dette, og vil nok bli trukket frem som et eksempel ved mange handelshøyskoler i fremtiden.

Vi er noe mer forsiktige til aksjemarkedet fremover etter å ha hatt et meget positivt markedssyn siden inngangen til 2023. Endringen skyldes en blanding av tegn til svakere global økonomisk vekst, økende og uoversiktlig geopolitisk risiki, høye konsensus forventninger til kommende kvartalers inntjening, høyere konsentrasjonsrisiko samt prising av aksjemarkedene. I denne perioden har den teknologitunge Nasdaq-indeksen og den bredere S&P500-indeksen steget med hhv. 83% og 50%, mens det norske og det nordiske markedet har hengt etter med en oppgang på hhv. 19% og 23%.

Utviklingen i USA skyldes en sterkere økonomi enn i verden ellers, kombinert med rentenedgang og rekordhøy flyt av kapital inn i teknologiaksjer og indeksfond, hvor disse selskapene utgjør en stadig høyere andel av totalen. Når konsentrasjonen er så høy som nå, er indeksene i økende grad avhengig av utsiktene til et fåtall selskaper. Sistnevnte minner mye om situasjonen på vei inn i 2022, da Nasdaq-indeksen korrigerte ned med mer enn 30% og dro med seg det globale aksjemarkedet for øvrig. Oppgangen gjennom 2023 og 2024 har vært teknologidrevet og konsentrert rundt kunstig intelligens. Særlig Nvidia, som er den ledende leverandøren av databrikker og maskinvare for kunstig intelligens, har bidratt med en oppgang på 731% i perioden. Enorme summer blir nå investert innen dette området, men det gjenstår å se hva avkastningen blir på den investerte kapitalen til kundene av Nvidia og andre tilsvarende tilbydere.

Situasjonen i Europa er både på kort og lengre sikt i stadig større grad urovekkende. Kinas mottiltak på sine stadig større utfordringer er blant annet å eksportere seg ut av problemene. Kinas satsing innen bilindustrien, og da særlig elbiler, har resultert i at landets produsenter nå utkonkurrerer europeiske bilprodusenter. Det er mange grunner til dette. Kvalitetsutjevning og vesentlig lavere priser betyr mye, men tilretteleggingen og støtten fra kinesiske myndigheter sammenlignet med de europeiske, er betydelig.

Europas strukturelle utfordringer skyldes særlig tilgang på energi. Nedleggelse av atomkraftproduksjon og en tvungen forsert overgang fra fossil til fornybar energi, bidrar til inntil fire ganger så høye energipriser for industrien og konsumentene, sammenlignet med Kina og USA. Resultatet er en pågående avindustrialisering, som igjen leder til lavere økonomisk vekst. Europas generøse offentlige velferdsordninger, strenge reguleringer av arbeidslivet, og inntektsfordelingsprioriteringer etter tenkte rettferdighetsprinsipper, forverrer konkurransekraften. Siden inngangen til pandemien har USAs økonomi vokst ca. 10%, mens Europas vekst kun er opp ca. 5%. Europas eksportorienterte økonomi er også utsatt for en reversering av global handel. Med Trump som vinner av valget, vil dette kunne gjøre vondt verre.

Frankrikes situasjon fremstår som et grelt eksempel på utfordringene. Budsjettunderskuddet målt mot landets bruttonasjonalprodukt (BNP) vokser uforminsket og er for tiden på mer enn 5%. Det nylige fremlagte budsjettforslaget for 2025 inkluderer betydelige skatteøkninger, og tilsvarer de skattelettelsene Macron har gitt til selskaper siden han ble president i 2017 med en pro-næringsliv-agenda. Den parlamentariske situasjonen gjør det umulig å ta tak i det som kan løse utfordringene på sikt, nemlig kostnadsreduksjoner og tiltak som bedrer produktiviteten i Frankrike. Resultatet av denne uforutsigbare la-næringslivet- og de-rike-ta-regningen, vil negativt påvirke vekstmulighetene ytterligere fremover.

NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 81,70

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 domil 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%	-4,79%	13,04%
2023	-20,56%	-2,84%	-0,73%	-6,93%	-28,69%
2024	-10,07%	-10,59%	6,38%		-14,46%

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

Portefølje

Marketer	31,2%
Wheel.me	28,9%
Elliptic Laboratories	24,6%
ODI Medical	8,0%
Kontur	7,3%

Aksjeallokering

Aksjeeksponering	100%
Andel noterte	25%
Andel unoterte	75%

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på 6,4% i 3. kvartal. Fondets verdjusterte egenkapital har falt med 27,1% siden oppstart den 9. september 2021. Til sammenligning har den norske teknologiindeksen, OBX Teknologi, falt med 17,6% siden fondets oppstart.

NOMA Vekst I er ved utgangen av 3. kvartal 2024 fullt investert. Fondet investeringsstrategi, som inkluderer både unoterte og noterte selskaper, fortsetter å gi fleksibilitet til å kunne delta i emisjoner i eksisterende unoterte porteføljeselskaper, som oppleves som attraktive.

I 3. kvartal har fondet redusert eksponeringen mot Elliptic Labs marginalt. Ellers er det ingen endringer i porteføljen. Kursoppgangen i børsnoterte Elliptic Labs gjennom 3. kvartal på 33%, forklarer den positive utviklingen for fondet for kvartalet.

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

Forklaringer:

(1) OSEBX – Oslo Børs hovedindeks (NOK).

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.