

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 2. kvartal 2017

Avkastning 2. kvartal: **3,17 %**

Verdi pr. aksje (estimat): **105,77**

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 måned	0,99%	0,57%	-0,11%	0,07%
Avkastning hittil i år	4,93%	0,93%	15,49%	0,45%
Avkastning 12 måneder rullerende	N/A	8,19%	21,23%	0,93%
Avkastning siden oppstart	5,77%	6,06%	17,28%	0,73%

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%							4,93%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	10,8%
Norwegian Finans Holding	9,3%
Shelf Drilling	5,0%
Nordic Semiconductor	4,8%
Multiconsult	4,6%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	24%
Brutto aksjeeksponering	80%

Speakers' Corner

I denne utgaven av Speakers' Corner knytter vi enkelte deler av NOMAs investeringsfilosofi opp mot hvordan vi tenker rundt valg av investeringer i en bransje vi har fulgt i mer enn 20 år.

Definisjonen på galskap var ifølge Albert Einstein å gjøre det samme igjen og igjen og forvente andre resultater.

Hadde Einstein levd i dag ville han kanskje kunnet brukt seismikk industrien som et godt eksempel. I denne svært sykliske og kapitalkrevende bransjen har de fleste av aktørene gang på gang enten gått konkurs, eller blitt reddet av sine aksjonærer. Vi forundres stadig over at aksjonærene fortsetter å akseptere denne omfattende verdidestruksjonen. Seismikk er en relativt homogen industri. Det er likevel forskjeller blant aktørenes tilnærming til strategi, kapitalstruktur og

kapitalallokering. TGS-Nopec Geophysical Company («TGS») skiller seg her fra de andre konkurrentene, noe som også viser seg i verdiskapingen. Det er ingen hokus pokus bak selskapets forretningsmodell. Likevel fortsetter konkurrentene som før, med stadige forventninger om bedre resultater i fremtiden.

Men først en kort innføring for de som ikke er kjent med hva seismikk er. Seismikk brukes til å lage to- eller tredimensjonale kart og modeller av geologiske strukturerer under grunnen. Denne teknologien benyttes for å identifisere hydrokarboner både på land og under havbunnen. Innen marin seismikk brukes en luftkanon til å skape sjokkbølger som forplanter seg gjennom vannet og ned i havbunnen. Bak båten slepes lange kabler («streamere») som lytter til ekkoet fra disse sjokkbølgene. Teknologisk utvikling har over siste 20 årene gjort at antall streamere som trekkes av båtene har økt fra 1 til inntil 20 streamere. Hver av disse streamerne kan være fra 4.000 – 12.000 meter lange, og ligger under vannskorpen. Informasjonen som samles opp av disse streamerne prosesseres slik at man får detaljerte kart av grunnen under havbunnen. Desto bedre og mer detaljerte kart, desto større sannsynlighet for at olje- og gasselskapene finner hydrokarboner.

I NOMA Capital foretrekker vi selskaper med kapitallette forretningsmodeller. Det er særlig to grunner til det. For det første mener vi at vi fortsatt lever i en verden hvor inflasjon vil være det normale. Reinvesteringsbehovet til kapitaltunge selskaper vil da stadig stige, og over tid overgå avskrivningene. En stor og stigende andel av inntjeningen må i så fall holdes tilbake for å dekke reinvesteringene, snarere enn å komme aksjonærene til gode. For det andre kjennetegnes kapitalintensive selskaper av høye faste kostnader og begrenset fleksibilitet, noe som gir økt sårbarhet i nedturer. Kombinasjonen av kapitalintensitet, sykikalitet, og overdreven bruk av gjeld, er derfor ofte den perfekte oppskriften til verdidestruksjon.

Med det store fallet i oljeprisen fra 2014 har som nevnt de fleste aktørene kommet i uføre igjen. Franske CGG har nylig bedt om konkursbeskyttelse, og mindre aktører som Dolphin og Polarcus har enten gått konkurs eller blitt reddet gjennom gjentatte restruktureringer.

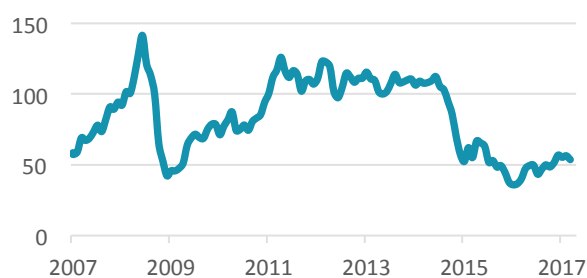
Petroleum Geo Services («PGS») er bokstavelig talt i samme båt. Aksjonærene har måttet trå til med mer egenkapital gjentatte ganger. Felles for alle disse selskapene er at de har valgt en forretningsmodell hvor de selv eier båtene som skyter seismikk. I tillegg har de i stor grad vært finansiert med gjeld.

For å vise forskjellene i verdiskapingen har vi derfor valgt å sammenligne ett av disse båtende selskapene, PGS, mot TGS over en lengre periode. Vi kunne valgt hvilket som helst av selskapene nevnt over. Resultatet ville vist poengene våre uansett. Valget av PGS er gjort fordi selskapet har god og relevant historikk i sammenligningsperioden, noe som mangler for de andre aktørene.

Gjennom 2006 skilte PGS ut sin FPSO virksomhet, og etter dette har PGS og TGS vært direkte konkurrenter innen seismikk med ulike forretningsmodeller. Sammenligningen er derfor fra utgangen av 2006 og frem til og med siste kjente kvartalsrapport (1. kvartal i år). Regnskapstall er hentet fra årsrapportene, og avkastningstall fra Bloomberg. Vi benytter rapporterte tall, ikke justerte tall som selskapene selv foretrekker. Vi i NOMA Capital kan ikke justere oss ut av dumme investeringer, så hvorfor skal selskapene få lov til det?

Forskjellen mellom PGS og TGS er, som nevnt over, at PGS selv eier spesialkonstruerte båter. Disse benyttes til å skyte kontrakts seismikk (på oppdrag for en kunde som da eier dataene), eller multi-klient seismikk (som lisensieres til mange kunder og hvor seismikkselskapet eier dataene). TGS eier ikke skipene, men leier disse inn ved behov. TGS selger utelukkende multi-klient seismikk.

Oljepris 2007 - 2017



I perioden fra utgangen av 2006 har oljeprisen vært svært volatil som følge av påvirkning fra både tilbuds- og

etterspørselssiden, noe som viser hvor syklisk denne industrien er. I perioden har vi opplevd oljepriser ned mot \$25 og opp mot \$150 fatet. Tilfeldigvis er oljeprisen omtrent den samme ved utgangen som ved starten av perioden.

I denne perioden ville en investering i TGS ha gitt en gevinst på 89%, mens en investering i PGS gitt et tap på 82%. Tallenes tale er klare. Hva ligger bak dette?

Alle tall i mill. USD	TGS	PGS
Akkumulert netto resultat	1507	625
Akkumulert utbytte	769	207
Akkumulert emisjoner	0	758
Endring netto rentebærende gjeld	-22	898
Akkumulerte multi-klient investeringer	3596	3489
Gjennomsnitt margin driftsres. (i %)	35%	8%

Forskjellene er enorme. Ved inngangen til denne perioden var markedsverdien til PGS nesten det dobbelte av TGS. PGS har siden hatt et overskudd på USD 625 mill. Av dette er USD 207 mill. betalt ut til aksjonærene, samtidig som PGS har hentet inn USD 758 mill. i ny egenkapital fra eierne. En stor andel av dette har kommet gjennom «nødsemisjoner». Antall aksjer i PGS har derfor økt med 88% i perioden, mens den i TGS er redusert med 3%. Netto har altså eierne måttet tilføre selskapet USD 551 mill. I tillegg er netto gjelden økt med nær USD 900 mill. Hvor er det blitt av pengene? Jo, de har gått til re-investeringer i nye og stadig dyrere

Markedskommentarer

Andre kvartal startet sterkt og avsluttet svakt for aksjemarkedene. De høye forventningene til Trump administrasjonens positive innvirkning på aksjemarkedet har i stor grad avtatt. Den "twitrende" presidenten har foreløpig ikke lyktes med å gjennomføre noen av sine ambisiøse reformer, reformer som generelt ble vurdert som positive av aksjemarkedet. På vår side av «dammen» fikk populistene seg et reelt tilbakeslag gjennom reformvennlige Macrons klare valgseier i Frankrike. Seieren var ikke overraskende, men etter flere «sjokk-valg» det siste året var lettelsen stor. Om franskmennene faktisk kan akseptere reformene de nå har stemt for, er langt mer usikkert. I Frankrike skal man

seismikkbåter- og utstyr, til utvikling av teknologi, og feilslåtte oppkjøp av selskaper. Det er utfordrende å finne spor av avkastningen på denne kapitalen i regnskapene (totalt USD 1,45 mrd.)

TGS har i samme periode et samlet overskudd på USD 1,5 mrd., hvorav USD 0,77 mrd. er betalt ut til aksjonærene. TGS har ikke bedt sine aksjonærer om ny egenkapital i perioden, og samtidig økt sin netto kontantbeholdning med USD 22 mill.

Alle tall i mill. USD	TGS	PGS
Markedsverdi 31.12.06	2176	4216
Netto gjeld 31.12.06	-223	196
Enterprise value 2006	1953	4411
Markedsverdi 31.3.17	2113	645
Netto gjeld 31.3.17	-246	1093
Enterprise value 2017	1867	1739

At to konkurrenter har så forskjellig utvikling i en homogen industri viser tydelig hvor viktig valg av forretningsmodell er. Derfor er PGS oppfattet som en spekulativ aksje som tiltrekker seg kortsiktige investorer. Dette er ikke overraskende når selskapet over så lang tid har destruert verdier. PGS kan fortsette å gjøre det samme og håpe på et annet resultat enn tidligere, eller gjøre ting annerledes.

ikke undervurdere makten til fagforeningene. Vi er ikke overrasket om skuffelsene i Frankrike ganske raskt ligner manglende fremgang i «Trumponomics». Politiske løfter har en tendens til å se bra ut på papiret, det er bare vanskelig å gjennomføre dem i virkeligheten.

Med unntak av noen få dager frem mot første valgongang i Frankrike den 23. april, samt på vår kjære nasjonaldag 17. mai, ble også 2. kvartal en stille og rolig periode med veldig lav volatilitet i markedene. April og mai endte med positiv avkastning, mens de fleste markedene falt tilbake i juni. For de nordiske markedene ble avkastningen for kvartalet +3,2% i lokal valuta.

Tilsvarende tall for Norge og USA ble hhv. +1,6% og +2,6%.

NOMA Fokus hadde i kvartalet en gjennomsnittlig nettoeksponering på 22%, og 23% ved utgangen av kvartalet. Nettoeksponeringen varierte mellom 17% og 29%. Vi varslet i forrige rapport at vi ønsket å fortsette med å holde nettoeksponeringen lav. Fokuset har vært å øke bruttoeksponeringen videre fra 1. kvartal. Bruttoeksponeringen har i gjennomsnitt vært 72% og 79% ved utgangen av kvartalet, opp fra 66% ved utgangen av 1. kvartal.

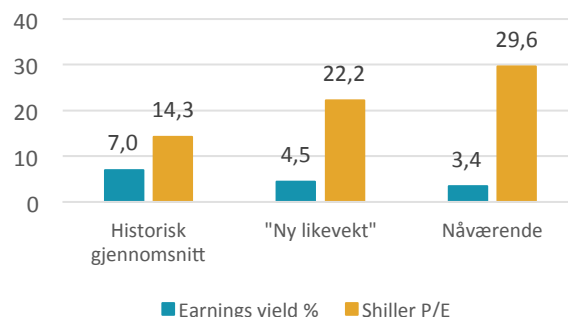
NOMA Fokus oppnådde nok et kvartal med positiv avkastning i samtlige tre måneder, og med fortsatt lav volatilitet. Vi har i hver rapport frem til nå påpekt at dette ikke vil fortsette, og med fare for å fremstå som om det er «hakk i platen», så må budskapet gjentas. Volatiliteten i kapitalmarkedene er unormalt lave, og fondets eksponering mot disse markedene er også relativt lav. Som vi påpekte sist, vil også økt bruttoeksponering bidra til volatilitet. At vi gjentar dette skyldes at vi mener det er viktig at våre partnere forstår hva som kan forventes fremover. Vi ønsker økt volatilitet velkommen. Kortsiktige svingninger i kursene er en mulighet, ikke en trussel.

I påvente av bedre muligheter fremover er strategien fortsatt å oppnå positiv avkastning uten å eksponere fondet for overdreven risiko. For 2. kvartal ble avkastningen på 3,2%, noe vi er godt fornøyd med hensyntatt den lave eksponeringen til aksjemarkedet.

I forrige rapport skrev vi om den positive utviklingen vi har sett i de makroøkonomiske forventningsindikatorne, og om hvorfor vi likevel ikke var villig til å eksponere fondet for vesentlig markedsrisiko. Høye forventninger betyr høye priser. De lave rentene har åpenbart også gjort noe med hvilken avkastning investorene er villig til å akseptere i aksjemarkedene (earnings yield er selskapets inntjening delt på markedsverdi).

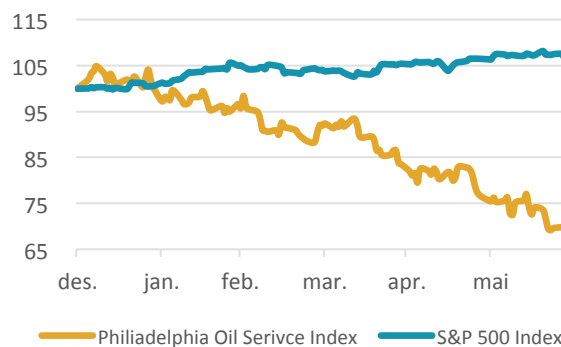
Dagens «priser» oppsummeres godt i følgende graf:

Sykeljustert prising S&P 500



Om de lave rentene er en ny varig tilstand, kan det argumenteres for at et nytt høyere prisingsnivå er riktig. Dagens prising ligger imidlertid langt over også en slik ny realistisk «likevekt». Tallene over bygger på det amerikanske markedet. Dette er styrende for markedsutviklingen såvel i Norge som i Europa. En tilsvarende graf for det norske markedet ville ikke sett like dyr ut. Dette skyldes at tunge norske sektorer som olje, olje service og shipping er inne i tøffe tider.

Olje service vs brede aksjemarkedet



Grafen viser kursutvikling for den amerikanske oljeservice indeksen relativt til det brede aksjemarkedet så langt i år, og forklarer i stor grad hvorfor det norske markedet ikke fremstår som like dyrt. Den videre utviklingen i energipriser og shippingrater vil avgjøre om også det norske aksjemarkedet er dyrt, eller ikke.

Vi vil minne om at det norske aksjemarkedet heller ikke i 1999-2000 fremstod som dyrt. Også da var de store norske sektorene inne i tøffe tider. Dette hindret ikke at

kursene mer enn halverte seg i perioden fra 2000 til 2003.

Olje og oljeservice består i hovedsak av svært sykliske og kapitaltunge selskaper, men unntak finnes om man leter godt (se Speakers' Corner). Sektorer som er så «upopulære» vekker alltid vår interesse, og NOMA Fokus har etter det siste oljeprisfallet nå gjort sine første opportunistiske investeringer innen sektoren. Vårt fokus

«Pair trades»

I forrige kvartalsrapport gikk vi gjennom selskapet Storebrand og forutsetningene for investeringen i NOMA Fokus. Med bakgrunn i vårt markedssyn forklarte vi at posisjonen var redusert selv om vi fortsatt var positive til Storebrand. Et generelt markedsfall ville trolig påvirke Storebrand kursen negativt.

Vårt fokus vil være å ta del i den underliggende langsiktige verdiskapingen til kvalitetsselskaper. I påvente av at vi får kjøpt flere av disse til fornuftige priser, har vi et økt fokus på strategier som ikke innebærer å ta markedsrisiko. I denne rapporten fokuserer vi på såkalte «pair trades», som er en slik strategi. «Pair trades» har bidratt positivt til fondets avkastning siden oppstart i fjor.

NOMA Fokus har som kjent store frihetsgrader i forvaltningsmandatet. En av disse er muligheten til å «gå short» aksjer. Det betyr at vi søker å tjene penger på at prisen på en aksje faller. Dette gjøres i praksis ved at vi selger aksjer vi ikke eier i forventning om at aksjene kan kjøpes tilbake til en lavere pris en gang i fremtiden.

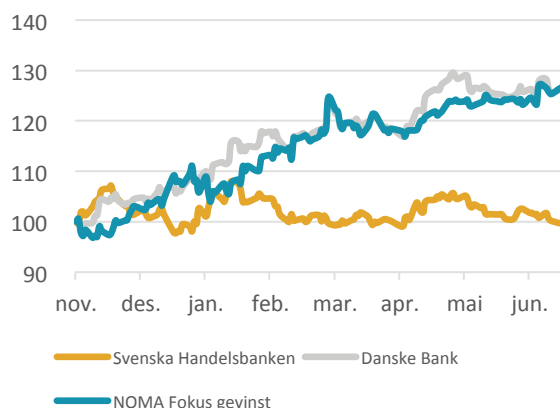
Slik «shorting» bruker vi også når vi ser feilprisinger mellom relativt like selskaper. Da kalles dette en «pair trade». I en homogen sektor som den nordiske banksektoren er dette kontinuerlig i fokus. En av «pair tradene» i NOMA Fokus er bygget på at Danske Bank er undervurdert relativt til Svenska Handelsbanken. Ved etableringen av denne «pair traden» hadde vi ikke noen klar formening om prisen på disse bankene skulle stige eller falle, men det var vår vurdering at Danske Bank

er som vanlig på selskaper med kostnadsfordeler, høy kvalitet og kapitallette forretningsmodeller.

Fremover vil vi på kort sikt se mer av det samme. Fortsatt lav nettoeksponering i påvente av bedre muligheter, samt en målsetting om økt bruttoeksponering. Utviklingen i bruttoeksponeringen avhenger av hvilke muligheter vi finner. Disiplin i forvaltningen vil alltid gå foran.

(«Danske») ville utvikle seg bedre relativt til Svenska Handelsbanken («SHB»).

Danske Bank vs Svenska Handelsbanken



Grafen over viser bankenes kursutvikling siden investeringen ble initiert. SHB er relativt uendret, mens Danske har steget med over 25%. Avkastningen til NOMA Fokus er således også rundt 25%, og er oppnådd uten å ta risiko relatert til utviklingen i aksjemarkedene.

Argumentasjonen for å gjøre denne investeringen var:

1. Kostnadsutvikling:

Historisk har SHB hatt vesentlig lavere kostnader enn konkurrentene blant annet som følge av et effektivt filialnettverk med stor lokal styringsrett. I tiåret før finanskrisen hadde SHB en kostnadsprosent som andel av inntekter («C/I») på 44% mot 52% for Danske. I dag gjør den teknologiske utviklingen at filialene er i ferd

med å bli en unødvendig kostnad. SHBs historiske fortrinn blir heller en ulempe.

2. Regulatorisk utvikling:

SHB er en kvalitetsbank som tar lav risiko på sine utlån. Dette har medført at banken historisk har blitt påført lave tap. I det gamle regulatoriske regimet kunne SHB derfor binde meget lite av bankens egenkapital bak hvert lån, som igjen bidro til høyere avkastning på egenkapitalen enn konkurrentene. Før finanskrisen inntraff hadde SHB en 10 års gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 18% mot 15,6% for Danske. Etter krisen har myndighetene innført et gulv for hvor lave risikovekter utlån kan ha, og SHB er tvunget til å binde vesentlig mer egenkapital bak sine utlån, til tross for den lave risikoen banken utsetter seg for. Dette bidrar til at SHB ikke lenger klarer å levere høyere egenkapitalavkastning enn konkurrentene.

3. Makroøkonomi:

For SHB er Sverige naturligvis det største markedet. Sveriges boligmarked ligner på det norske. Det er med andre ord en risiko for at vi kan få en nedgang i økonomien drevet av et større fall i boligmarkedet. For Danske er ikke overraskende Danmark det største markedet. Danmark hadde i motsetning til Norge og Sverige en tøff periode under finanskrisen med kraftig fall i boligprisene, store tap på lån til landbruket, og flere bankkonkurser. Danskene har altså hatt sin krise allerede, noe som ikke kan sies for Norge og Sverige med mindre vi går så langt tilbake som tidlig på 90-tallet.

4. Prising:

Det viktigste argumentet er selvsagt prising, og det henger sammen med punktene over. SHB har grunnet sin høye egenkapitalavkastning vært priset langt høyere enn sine konkurrenter på bokførte verdier (P/B). I tiåret før krisen var SHB i gjennomsnitt priset til 2 ganger bokført egenkapital, mens tilsvarende for Danske var 1,6. Gitt utviklingen beskrevet over synes vi ikke lenger det er rimelig at SHB skal prises til en vesentlig høyere premie til sin bokførte egenkapital enn Danske. Ved etableringen av denne «pair traden» var P/B-multiplene 1,26 for Danske og 1,66 for SHB.

Ved utløpet av juni er P/B for SHB tilnærmet uendret, mens den for Danske er steget til 1,45. Ser vi på forventningene til fremtidig egenkapitalavkastning til bankene, her presentert med SEBs estimater, så er de relativt uendret for SHB mens de har steget vesentlig for Danske. SHB er altså ikke lenger i en egen divisjon når det gjelder fremtidig kapitalavkastning. Fortsatt prises imidlertid egenkapitalen til en vesentlig høyere premie enn de andre bankene. Justert for utviklingen i den forventede egenkapitalavkastningen er premien nær uendret siden NOMA Fokus initierte denne «pair traden», til tross for en allerede oppnådd avkastning på 25% ved utgangen av juni. NOMA Fokus har derfor opprettholdt denne investeringen med tro på videre positiv avkastning.

Estimater fra oktober 2016	2016	2017	2018	2019	P/B	ROE (18)/(P/B)
Danske Bank	12,3%	11,4%	11,9%		1,26	9,4%
Svenska Handelsbanken	12,5%	11,4%	11,4%		1,66	6,9%
Estimater fra mai 2017	2016	2017	2018	2019	P/B	ROE (18)/(P/B)
Danske Bank	12,7%	12,9%	12,9%	13,1%	1,45	8,9%
Svenska Handelsbanken	12,3%	11,4%	11,3%	11,4%	1,68	6,7%

(Kilde: SEB/ NOMA Capital)

Andel unoterte i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 30. juni 2017: 15,7%

Neste tegningsperiode: desember 2017.

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.