

NOMA CAPITAL

3. KVARTALSRAPPORT 2023

- Et salig kaos i Washington D.C. bidrar til konturene av en gjeldskrise i USA.
- NOMA Fokus med økt eksponering mot energi, teknologi og gjødsel.
- God fremdrift for porteføljeselskapene i NOMA Vekst I.

Speakers' Corner

Et salig kaos i Washington D.C.

Mange fikk med seg den amerikanske dramaserien House of Cards for 10 år siden. Serien følger den maktsyke og skruppelløse politikeren Frank Underwood og hans kone på deres felles reise mot toppen av den amerikanske maktpyramiden. Serien har klare paralleller til virkeligheten, men ble nok ansett av de fleste som i overkant urealistisk da den ble lansert.

I dag vil nok mange se tilbake på serien som et Northugsk barneskirenn sammenlignet med hva som utfolder seg i Washington D.C. Ved inngangen til 4. kvartal har USAs demokrati tilsynelatende nådd nok et bunnivå. Få trodde det var mulig etter fire år med President Trump ved roret. En periode som kulminerte med storming av Kongressen av Trumps MAGA-tilhengere.

I Representantenes hus ble speaker Kevin McCarthy nylig sparket med hjelp av egne rebelske partifeller, kun 10 måneder etter at det måtte 15 avstemminger til for å velge ham. Nå sliter republikanerne med å bli enige om hvem som skal erstatte McCarthy. Dette til tross for at republikanerne har flertall i Representantenes hus.

Det kan fort oppfattes som at stadig flere politikere har som mål å sabotere heller enn å finne kompromisser til det beste for USAs borgere. Kun fire ganger over de siste 50 årene har Kongressens medlemmer lyktes i å vedta et budsjett. Den økende polariseringen mellom partiene, og nå også åpenbart i det republikanske partiet, bidrar til en dysfunksjonalitet i Kongressen som er enestående.

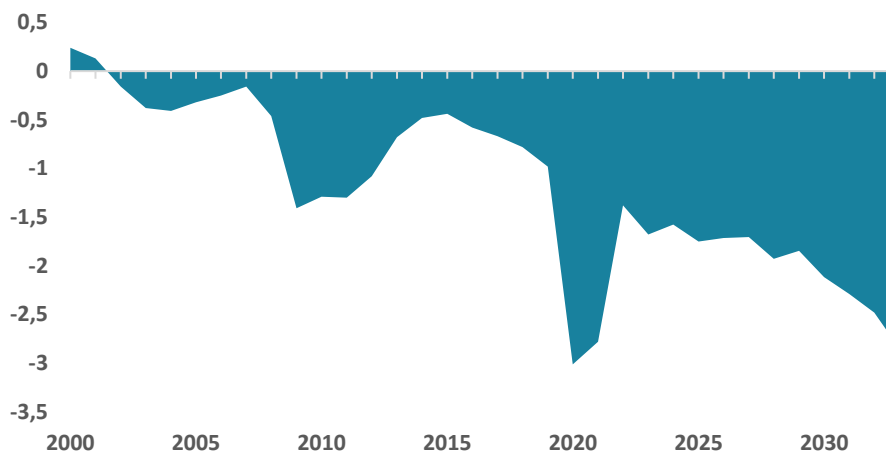
Parallelt med realitetsunderholdningen som utfolder seg i USAs hovedstad, er Donald Trump i gang med sin første av fem kjente rettssaker. Den tidligere presidenten står overfor ikke mindre enn 91 siktelsler. Ved dom risikerer han å sitte inne resten av sitt liv. En vei ut av uføre er å bli valgt som president på nytt. I et slikt tilfelle kan han trolig benåde seg selv i de føderale rettssakene. Men i ytterste konsekvens kan USA ha en president som styrer landet fra fengselscellen.

Men det stopper ikke her. President Bidens sønn skal om ikke lenge inn i sine egne rettslige prosesser for anklager hvor det er uavklart om faren har hatt en finger med i spillet. Medlemmer av Kongressen og Høyesterett er for tiden under mistanke eller etterforskning for bl.a. bestikkelser og korrupsjon. Det vil ingen ende ta.

Alder er også blitt et stadig viktigere tema. I landet som anser seg selv som det mektigste og mest innovative i historien klarer ikke partiene å stable på beina annet enn ledere som har passert gjennomsnittlig levealder i USA. En gåte gitt at det er ca. 140 millioner amerikanere over lovpålagt minstealder på 35 år å velge ifra.

Kaaset virker komplett og har klare konsekvenser på kort og lang sikt. Mangelen på politisk styring har bidratt til at underskuddet på statsbudsjettene blir stadig større. Forventningene tilsier at vondt blir til verre. Med den kraftigste renteoppgangen på 40 år, i kombinasjon med en sterk økning i amerikansk statlig gjeld, er USA på full fart inn i konturene av en gjeldskrise.

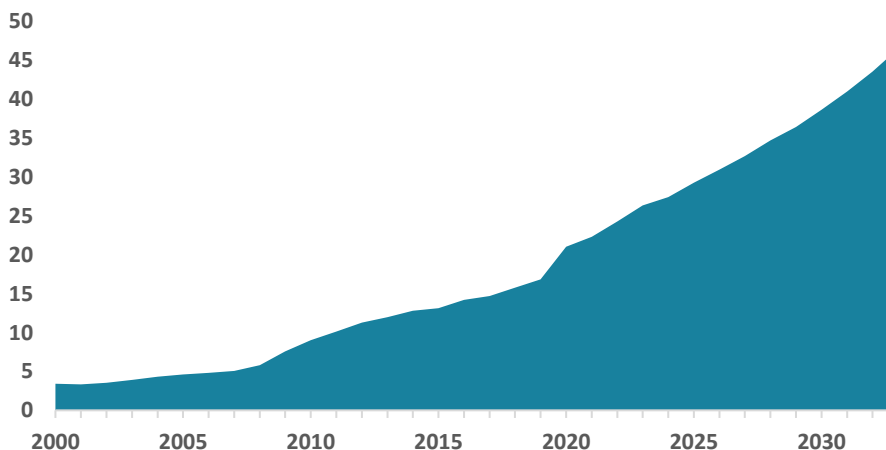
Utvikling amerikansk statsbudsjett 2000 - 2033
faktisk og forventet (i billioner USD)



Kilde: Congressional Budget office/WSJ

USA er allerede kommet inn i en ond sirkel det er vanskelig å komme seg ut av. Høyere renter forårsaker høyere finansieringskostnader, som bidrar til økt gjeldsutstedelse, som igjen forårsaker høyere renter, som tvinger investorene til å selge. Den utilsiktede konsekvensen setter USA i en uholdbar finanspolitisk posisjon, som også påvirker andre land og deres evne til å betjene sin gjeld. Tradisjonelle kjøpere av amerikansk statsgjeld som Kina, Japan og Russland, har redusert sin eksponering de siste årene. Amerikanske banker, som for ca. 10 år siden ble påtvunget å eie mer statsgjeld, har ikke lenger kapasitet eller appetitt til å være netto kjøpere. Noen av disse er allerede gått over ende tidligere i år. Hedgefond aktørene er allerede lastet opp med statsgjeld i forventning om en fallende rente fremover. Risikoen for nye kollapser blant gjeldsinvestorer er økende. Tilbuds- og etterspørselssiden er derfor i økende grad i ubalanse og bidrar til en høyere rentekurve enn utviklingen i inflasjonen tilsier. En rekordsterk amerikansk dollar hjelper heller ikke på situasjonen.

Utvikling amerikansk statlig gjeld 2000 - 2033
faktisk og forventet (i billioner USD)



Kilde: Congressional Budget office/WSJ

USA har i dag en gjennomsnittlig lånerente på i underkant av 3% på gjelden som utgjør ca. 26 billioner dollar (sentralbankens eierskap på ca. 5 billioner dollar er ekskludert). Gitt dagens rentekurve og den forventede gjeldsutviklingen, vil USA ha over 2 billioner dollar i rentekostnader i 2033. Med forventede inntekter på 7,1 billioner dollar i samme år, utgjør renteutgiftene alene ca. 30%. I 2022 utgjorde renteutgiftene ca. 10% av inntektene på statsbudsjettet.

Det haster derfor å få ryddet opp i kaoset i Washington D.C. Selv om USA trolig er mange år unna en faktisk gjeldskrise, vil enhver endring til det bedre i Washington D.C nå, bidra til å redusere risikoen for en slik krise i årene som kommer. Alternativet er at den amerikanske sentralbanken, som siste utvei, igjen må igangsette kvantitative lettelsener gjennom kjøp av amerikanske statsgjeld. Vi har alle fått erfare hva det har bidratt til.

NOMA Fokus

Avkastning 3. kvartal: 4,71%
Verdi pr. aksje (estimat): 121,22

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	Oslo Børs (1)	Norden (2)	HFRX (3)	1M NIBOR (4)
Siste kvartal	4,71%	6,33%	1,52%	0,21%	1,05%
Hittil i år	-1,25%	8,58%	6,20%	3,18%	2,72%
12 mnd. rullerende	3,62%	17,28%	20,63%	4,93%	3,47%
Siden oppstart	21,22%	111,62%	55,42%	30,98%	8,87%

Risiko	NOMA Fokus	Oslo Børs (1)	Norden (2)
Standardavvik (siden oppstart)	9,11%	14,75%	14,20%

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%				-1,25%

5 største investeringer

Storebrand	10,3%
Elliptic Laboratories	10,3%
Aker BP	10,1%
TGS	9,2%
Securitas	5,9%

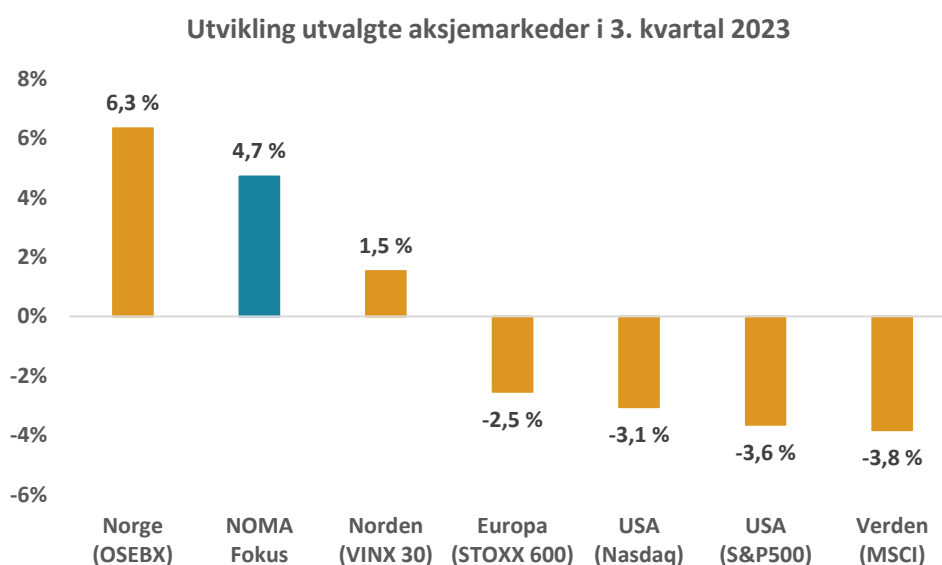
Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	78%
Brutto aksjeeksponering	78%
Andel unoterte	3%

NOMA Fokus porteføljekommentarer

Fra 1. mai er Thomas Raaschou ansvarlig porteføljeforvalter for NOMA Fokus.

De fleste aksjemarkeder utviklet seg negativt i 3. kvartal. Unntakene er de norske og nordiske markedene. I Norge har utviklingen i oljeprisen bidratt til en oppgangen. For den nordiske aksjeindeksen Vinx-30 har det danske farmasøytiske selskapet Novo Nordisk bidratt med 6,2%-poeng av indeksens avkastning på 1,5% i kvartalet. Uten Novo Nordisk ville indeksen falt med 4,7%. NOMA Fokus var opp 4,7% i 3. kvartal som følge av generell god utvikling i fondets største investeringer med unntak av TGS og Nordic Semiconductor.

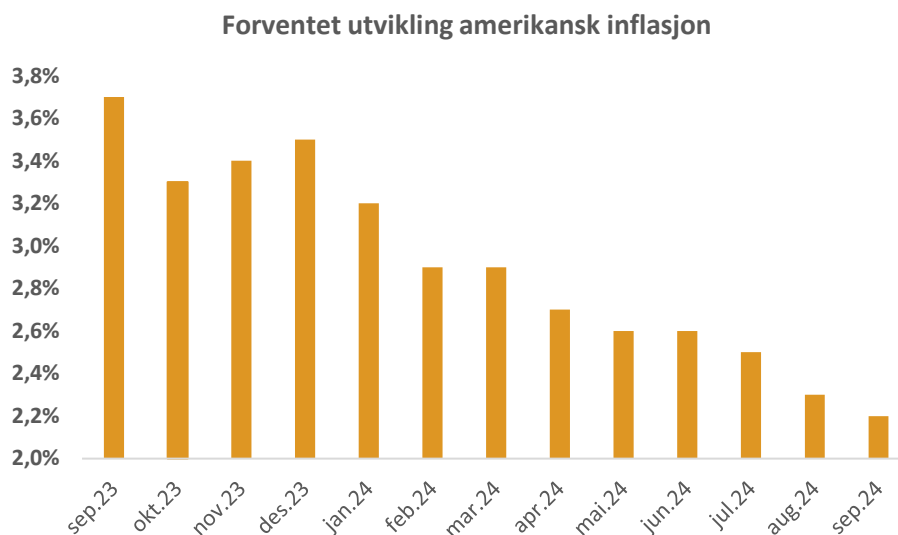


Gjennom kvartalet har fondets netto aksjeeksponering variert mellom 72% og 82%. Fondets posisjoner i TGS, Panoro Energy og Elliptic Labs er økt. Etter sterk kursutvikling er det realisert gevinster i Link Mobility og Xplora. Begge er kjøpt tilbake på lavere kurser senere i kvartalet. Yara er en ny posisjon. Fondet deltok i en emisjon i Pareto Bank, som senere er solgt ut med god gevinst. Frontline, Prosafe, Equinor og NRC er solgt ut av porteføljen.

Utviklingen i aksjemarkedene i 4. kvartal vil påvirkes av selskapenes rapportering av 3. kvartalsresultater, og enda viktigere, kommunikasjon rundt fremtidsutsiktene. Økt geopolitisk usikkerhet og det politiske kaoset i Washington D.C bidrar til en styrket amerikansk dollar og høyere oljepriser. Dette er negativt for aksjemarkedet generelt, men positivt for det norske aksjemarkedet, som i større grad er eksponert mot høyere råvarepriser og eksport.

For øvrig forventes markedets fokus å være rettet mot videre renteutvikling. Fed og andre store sentralbankers kommunikasjon til markedet etterlater ikke rom for nyanse eller tolkning. Inflasjonsmålene skal nås, koste hva det koste vil. Derfor vil styringsrentene forbli høye så lenge det er nødvendig. På tross av markedsforventningene om en fallende inflasjon i USA ned mot 2% mot slutten av neste år, forventer også markedet at inflasjonen vil stige noe frem mot nyttår i år. Det gjør at Fed høyst sannsynlig vil vente med å endre sin kommunikasjon til et stykke inn i 2024. Sammen med en økende ubalanse i tilbud og etterspørsel etter amerikanske rentepapirer, vil det på kort sikt gi økt sannsynlighet for enda høyere renter. Aksjemarkedet er derfor i økende grad utsatt for en

korreksjon. På lengre sikt vil en normalisering av inflasjonen legge til rette for et positivt aksjemarked gjennom lavere renter og høyere økonomisk vekst.



Kilde: Consensus Economics

Ved inngangen til 4. kvartal kan porteføljen i NOMA Fokus deles inn i noen få hovedkategorier. Fondet har en høy energieksposering som inkluderer Aker BP, Panoro Energy, TGS og Yara. Selskaper med eksponering mot fossil energi prises som om det er en solnedgangsindustri med rekordlave prisingsmultipler. Som vi har kommentert i tidligere kvartalsrapporter, tror vi verden trenger mer energi utover det fornybar energi vil kunne tilføre i mange tiår fremover. Vi mener derfor at det vil være vesentlig høyere etterspørsel etter fossil energi, og som en konsekvens av dette, større behov for tjenester og produkter fra underleverandørsindustrien over lengre tid enn det markedet legger til grunn i dag. Utviklingen i den globale oljebalansen i år er et godt eksempel på hva som kan utfolde seg i årene fremover.

Dernest er andelen av mer defensive selskaper økende gjennom fondets investeringer i Securitas og Mowi. Begge nyter godt av høy strukturell etterspørsel for deres produkter og tjenester. Prisingen av selskapene er på det laveste på mange år av ulike årsaker.

Innen finans er fondet eksponert mot Storebrand, som etter mange år med historisk lave renter, nå nyter godt av økende renter. Denne utviklingen vil bidra til høyere og raskere frigjøring av kapital som vil utbetales til aksjonærene gjennom utbytte og tilbakekjøp av aksjer. Vi tror markedet undervurderer effekten av denne kapitalfrigjøringen og den underliggende strukturelle etterspørselen etter pensjonssparingsprodukter.

Fondet har også en høy eksponering mot vekstorienterte teknologiselskaper, som hovedsakelig er rettet mot konsumentmarkedet. Trekkspilleffekten av koronapandemien har vært større og vart lenger enn det vi har forventet. I tillegg er vekstselskaper i større grad påvirket av renteutviklingen, og høyere renter har trukket verdsettelsen av sektoren ned. Kombinasjonen av selskapenes verdsettelse og konturene til at etterspørselen for konsumentelektronikk snur opp igjen i 2024, gjør at vi forventer en god utvikling for disse selskapene over det kommende året. Selskapene vil i tiden fremover bidra til å lansere mange nye innovative

konsumentprodukter, som markedet i dag ikke er villige til å prise inn noen grad av suksess. Vi har opplevd dette i mange tilsvarende situasjoner tidligere, og hva som skjer om to til fire kvartaler er som regel ikke hovedfokuset for mange investorer. Et godt eksempel på dette er Xplora, markedsleder for smartklokker beregnet for bruk av barn. Kursen steg 71% i 3. kvartal etter at selskapets nye generasjon av klokker viste god markedsaksept blant foreldrene. De innovative klokkene tilfører en trygghet for foreldrene og positiv opplevelse for barna. I tillegg vil barn som bruker selskapets klokker i gjennomsnitt øke antall skritt fra ca. 9.000 skritt til ca. 15.000 skritt hver dag. Hvem vil ikke at barnet sitt går 6.000 skritt mer hver dag fremfor å sitte inaktiv foran en pad, pc eller tv-skjerm? Xploras produkter prioriteres derfor fremfor andre diskresjonære konsumentprodukter i en periode med redusert kjøpekraft.

Porteføljen består ved inngangen til 4. kvartal av færre selskaper enn tidligere og er derfor noe mer konsentrert. Andelen større selskaper målt i markedsverdi og likviditet er økt, noe som skaper større handlingsrom i en periode med tilsynelatende økt makroøkonomisk og geopolitisk usikkerhet.

NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 102,63

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%	-4,79%	13,04%
2023	-20,56%	-2,84%	-0,73%		-23,38%

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

Portefølje

Marketer	24,8%
Elliptic Laboratories	23,6%
Wheel.me	18,0%
ODI Medical *	17,6%
Kontur	9,6%
Nordic Semiconductor	5,9%

* Sum av aksjeholdning og konvertibel obligasjon

Aksjeallokering

Aksjeeksponering	98%
Andel noterte	30%
Andel unoterte	68%

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på -0,7% i 3. kvartal. Fondets verdjusterte egenkapital har falt med 9,2% siden oppstart den 9. september 2021. Til sammenligning har den amerikanske teknologiindeksen, Nasdaq-100, steget med 0,2%, og den norske teknologiindeksen, OBX Teknologi, falt med 43,9% siden fondets oppstart.

Fondets avkastning i 3. kvartal er negativt påvirket av kursutviklingen i Nordic Semiconductor, som falt med 15% i kvartalet. 28% av posisjonen ble realisert med gevinst før fallet mot slutten av kvartalet. I positiv retning trekker Elliptic Labs som steg med 2% i kvartalet. Gode 2. kvartalstall og nyheten om ny milepælskontrakt mot en av verdens største PC-leverandører for enhet-til-enhet interoperabilitet, bidro til oppgang på tross av et meget negativt sentiment for teknologiselskaper.

Gjennom 3. kvartal har fondet økt eksponeringen i Elliptic Labs, og deltatt i emisjoner i Kontur og ODI Medical. Sistnevnte gjennom en konvertibel obligasjon.

Samtlige unoterte selskaper i fondet står foran en spennende periode fremover. Felles for alle er at de har utviklet produkter eller tjenester som kundene etterspør. Selskapene bidrar med teknologi som gir kundene muligheter til å løse sine prosesser på en helt annen måte enn i dag. Utrulling er kun i startfasen og vi forventer derfor en gradvis høyere strøm av nyheter som leder til en s-kurve effekt i omsetningen for de neste årene.

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).
- (2) VINX30 - Nordisk aksjeindeks bestående av de 30 største og mest likvide selskapene (EUR).
- (3) HRFX Equity hedge index - Global alternativ investeringsfondsindeks (USD).
- (4) 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.