

## Utdrag fra NOMA Fokus 1. kvartalsrapport 2019

### Vekstaksjenes knusende seier over verdiaksjer siden finanskrisen

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.

#### Speakers' Corner

##### Verdiaksjer vs. vekstaksjer

Kun tre ganger de siste 100 årene har verdiaksjer gitt en lavere 10-års avkastning enn vekstaksjer globalt. Første gangen var på 1930-tallet. Deretter fulgte en lang periode frem til dotcom-boblen sprakk ved årtusenskiftet. Siste periode startet i forkant av finanskrisen i 2008 og vedvarer fortsatt. For sistnevnte periode er den akkumulerte meravkastningen på 70%, som gir en årlig meravkastning på 5%. Det spesielle med denne perioden er at vekstaksjer har gjort det bedre både under nedturen i finanskrisen, men også i den langvarige oppturen i etterkant. Kombinasjonen har vi ikke opplevd tidligere.

##### Relativ utvikling vekstaksjer vs. verdiaksjer (globalt)



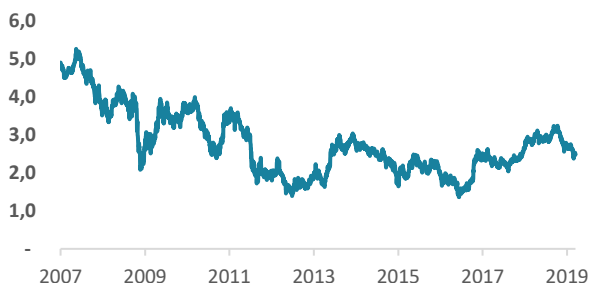
Hvorfor har vekstaksjer gjort det så mye bedre enn verdiaksjer de siste 12 årene? Forklaringen til det er mangfoldig.

Forholdet mellom tilbud og etterspørsel avgjør prisen. Som andre varer preget av knapphet, er også vekstaksjer blitt en mangelvare som dermed prises høyt. Produktivitets- og befolkningsveksten i den vestlige verdenen har falt de siste 12 årene, og har bidratt til en lavere nominell BNP-vekst. Færre selskaper oppnår høy omsetningsvekst og vinnerne tar en større del av kaken. I tillegg er det en klar trend at bedrifter med høy vekst velger å børsnotere seg stadig senere i vekstfasen.

Etter finanskrisen har institusjonelle investorer, som følge av regulatoriske forhold, eller egne pålagte mandatbegrensninger, i mindre grad anledning til å investere i ikke-børsnoterte selskaper. Begrensningene gjør det enda vanskeligere for mange institusjonelle investorer å oppnå eksponering mot vekstaksjer. Knappheten på børsnoterte vekstaksjer gjør at de fleste dermed prises meget høyt.

Utviklingen i rentenivået siden finanskrisen er også en viktig forklaring.

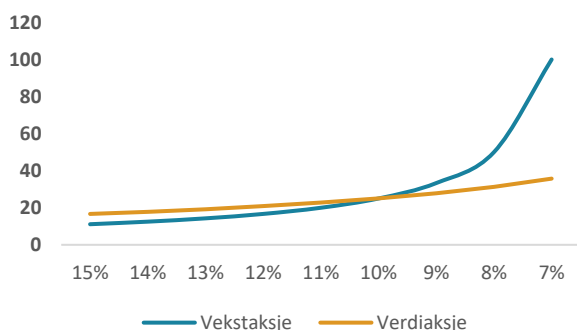
US 10-års rente 2007 - 2019



Kilde: Infront

Når renten faller vil avkastningskravet til en investor, alt annet like, reduseres. Med lavere avkastningskrav vil verdien av fremtidig kontantstrøm øke. Dette gjelder for alle aksjer. Effekten er imidlertid vesentlig sterkere for vekstaksjer.

Verdi av kontantstrøm gitt diskonteringsrente

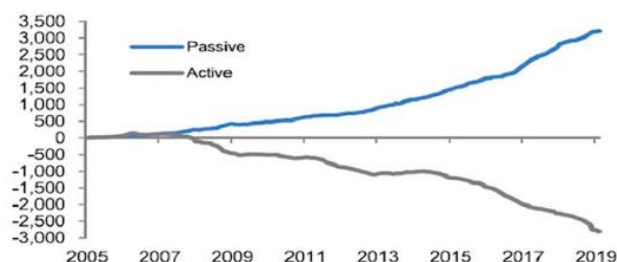


Kilde: NOMA Capital

Som vist i grafen over vil vekstaksjer teoretisk øke mer i verdi når rentene faller. Dette fordi det meste av kontantstrømmen ligger lengre frem i tid enn for verdiaksjer. Verdiaksjer har normalt høy kontantstrøm i dag, men begrenset vekst fremover. Et fall i diskonteringsrenten vil da ikke slå like mye på den teoretiske verdsettelsen.

Rentefallet er imidlertid ikke den eneste grunnen til at vekstaksjer har gjort det best siden starten av finanskrisen. Siden finanskrisen har brorparten av ny sparekapital gått inn i indeksfond som følger indeksene slavisk.

Akkumulert nettosparing i indeksfond vs. aktive fond



Source: J.P. Morgan Quantitative and Derivatives Strategy, EPFR

Etterhvert som vekstaksjene har utviklet seg bedre enn verdiaksjene, har vekstaksjenes andel av indeksene også økt betydelig. Dermed har en positiv sirkulær trend oppstått. Fondene må da kjøpe mer av disse aksjene for å holde seg innenfor sine mandater. De berømte FAANG-aksjene, Facebook, Amazon, Apple, Netflix og Google, er gode eksempler på denne utviklingen. Desto mer kursene øker relativt til verdiaksjer, desto høyere vektning i indeksene. Den stadig større andelen av indeksfond-investorer er dermed blitt momentum investorer, trolig uten at de er særlig klar over det selv. Reverseres utviklingen vil nok dette bli en del av pressens forsidefokus i neste markedsnedtur.

Hva er konsekvensen av denne utviklingen? Som vi har kommunisert i tidligere kvartalsrapporter, mener vi at aksjemarkedene generelt er høyt priset. Dette er i stor grad drevet av vekstaksjenes utvikling. Men ikke alle aksjer er dyre, og etter det store børsfallet gjennom 4. kvartal i fjor fremstår mange verdiaksjer som attraktive. I diagrammet på neste side sammenlignes sektorprising i forhold til bokført egenkapital, med hvilken avkastning de har hatt siden 2006 (MSCI global).

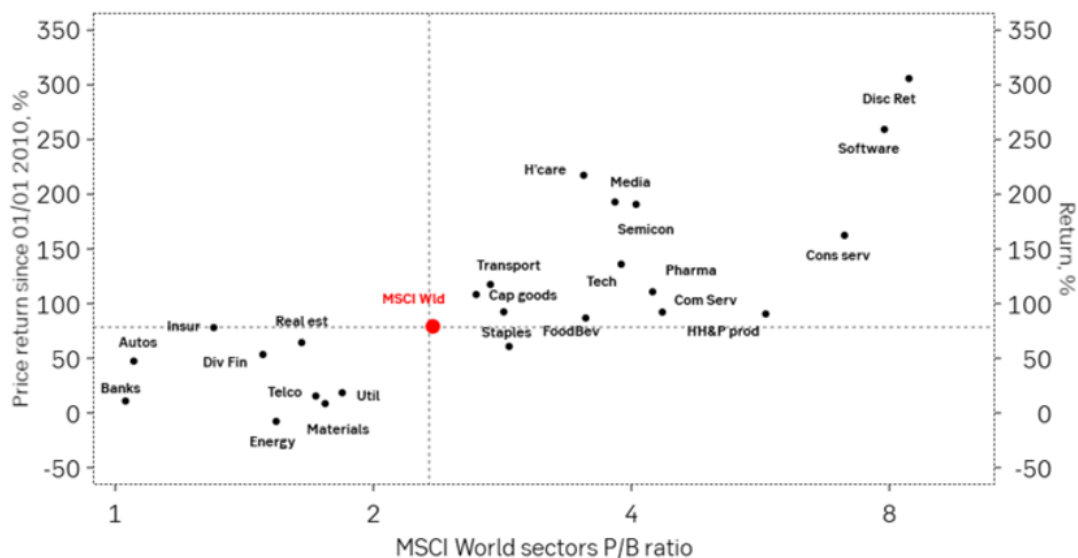
Konklusjonen er rimelig klar. Dyre vekstselskaper har blitt dyrere, mens sektorer med vekst på eller under nominell BNP-vekst, har utviklet seg dårlig, og prises til meget moderate multipler. Forskjellen har aldri vært større.

Fremover tror vi det er sektorer nede i det venstre hjørnet av dette diagrammet som har de beste avkastningsmulighetene. Selskapene i disse sektorene oppfattes som upopulære og i stor grad oversett av mange investorer. De utgjør en stadig mindre del av indeksene som kjøpes.

Vi er store tilhengere av teorien om «mean-reversal», og tror den relative utviklingen mellom verdiaksjer og vekstaksjer vil snu denne gangen også. Vi vet bare ikke når. Mens vi venter vil verdiaktene med høy grad av

sannsynlighet bygge verdier, generere høy kontantstrøm og dele ut generøse utbytter til sine aksjonærer. Det er mer enn godt nok for oss.

### Sektoravkastning vs. sektor pris/bok siden 2006



Source: Macrobond, Bloomberg

Neste tegningsperiode: juni 2019.

Tegningsblankett og informasjon om NOMA Fokus kan lastes ned fra [nomacapital.no](http://nomacapital.no), eller ved å henvende seg til NOMA Capital på [post@nomacapital.no](mailto:post@nomacapital.no).

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](http://www.nomacapital.no). Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.