

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 4. kvartal 2016

Avkastning 4. kvartal: 0,80 % (oppstart 21. september 2016)

Verdi pr. aksje (estimat): 100,80

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. Fondet har også adgang til å investere i unoterte aksjer.

| Avkastning | NOMA Fokus | HRFX (NOK) (1) | VINX (NOK) (2) | 1M NIBOR (3) |
|----------------------------------|------------|----------------|----------------|--------------|
| Avkastning siste måned | 0,59% | 1,80% | 5,88% | 0,10% |
| Avkastning hittil i år | N/A | -2,04% | -3,06% | 0,94% |
| Avkastning 12 måneder rullerende | N/A | -2,04% | -3,06% | 0,94% |
| Avkastning siden oppstart | 0,80% | 5,38% | 1,55% | 0,29% |

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 % |

5 største investeringer

| | |
|--------------------------|------|
| Elliptic Laboratories | 5,8% |
| Storebrand | 4,4% |
| Nordic Semiconductor | 4,4% |
| Norwegian Finans Holding | 4,3% |
| Arcus | 4,2% |

Aksjeallokering

| | |
|-------------------------|-----|
| Netto aksjeeksponering | 32% |
| Brutto aksjeeksponering | 39% |

Speakers' Corner

Velkommen til den første kvartalsrapporten til NOMA Fokus.

Da Geir og jeg begynte jobben med å etablere forvaltningsselskapet NOMA Capital i 2015, var vi fokusert på to forhold. Det første var å videreføre såkalt «best practices», dvs. å fokusere på det som har skapt gode forvaltningsresultater over tid basert på våre 20 år som investorer og forvaltere av alternative fond. Det andre var å etablere en plattform som satt oss i stand til å gjøre ting enklere og annerledes enn det som er vanlig innenfor forvaltningsindustrien i dag. En investeringsfilosofi forankret i langsiktighet, en konsentrert portefølje og stor fleksibilitet, tror vi er avgjørende for å nå våre ambisiøse målsetninger.

Vi har sett at finanskrisen har påvirket mulighetene til å oppnå god risikojustert avkastning i stor grad. For det første har sentralbankene gått «all-in» som har drevet rentene ned til historisk lave nivåer, og den kanskje mer utilsiktede konsekvensen at aksje- og eiendomsmarkedene har steget til rekordhøye nivåer. For det andre har myndighetene, for å beskytte den gjennomsnittlige sparerer, innført så mange regulatoriske krav, at det å forvalte langsiktig kapital har blitt svært komplisert og kostnadskrevende. For det tredje har aktive forvaltere i stor grad ikke lykkes med å skape meravkastning, og trenden mot passiv indeksforvaltning har vært dramatisk økende. Brent barn skyr ilden sies det, og mange opplevde finanskrisen som svært dramatisk med store verdifall i sparekapitalen verden over. Resultatet er en økt kortsiktighet med vesentlig lavere toleranse og bæreevne for tap av sparekapital.

Alle disse forholdene påvirker i stor grad mulighetene. Vi er derfor opptatt av å være en aktør som i størst mulig grad unngår å være eksponert mot disse. En enkel tilnærming er å ikke følge saueflokken, men tørre å gjøre ting på vår måte. Det krever disiplin, tålmodighet og evne til å ta risiko når andre ikke kan eller vil ta det. I tillegg ser vi at såkalte «disruptive» teknologi- og forretningsmodeller gjør at vinnerne tar større deler av kaken enn tidligere, og med en kake som ikke vokser like

Markedskommentarer

Aksjemarkedene ble i 4. kvartal preget av det amerikanske presidentvalget. Det var i forkant av valget en stor frykt for hvordan markedene ville reagere med Trump som vinner, noe som ble bekreftet i timene etter valgresultatet ble kjent. Futureindeksene i USA pekte nemlig ned nesten 8% umiddelbart etter offentliggjøringen av resultatet, men valget av Trump ble raskt snudd til noe positivt gjennom fokus på blant annet skattelettelse og økte infrastrukturinvesteringer i USA. Kvartalet ble således meget bra for aksjemarkedene, men tilsvarende dårlig for investorene i "trygge" rentepapirer, ettersom de lange rentene steg til dels betraktelig i etterkant av valgresultatet.

For NOMA Fokus var 4. kvartal et oppstartskvartal. Vi begynte kvartalet med tilnærmet 100% av fondet i

mye som tidligere. Da er viktig å kunne være fleksibel i sin tilnærming.

Et annet viktig forhold for oss er at vi ser på våre medinvestorer som partnere. Vi er som investorer i NOMA Fokus i samme båt. Vi ønsker derfor å legge stor vekt på ærlig og åpen kommunikasjon i kvartalsrapportene våre partnere mottar fire ganger i året. Det er avgjørende for Geir og meg at investorene forstår hvordan vi tenker, og hva de kan forvente seg av forvaltningsresultater under ulike markedsforhold.

Etterhvert som NOMA Fokus får en lengre historikk å vise til, vil vi også inkludere mer analyse og andre kommentarer av resultatene som er oppnådd. Vi mener imidlertid at det er behov for noen år før vi kan få noe fornuftig ut av en slik analyse. Fokus på avkastning og risiko i kortere perioder enn dette vil være mer villedende enn veiledende.

I kvartalsrapportene fremover vil vi bruke minst mulig tid på å fortelle dere hva som har skjedd bakover i tid. Vi er mer opptatt av å gi dere et bilde av hva vi tror fremover. Samtidig ønsker vi å gå mer i dybden på enkeltinvesteringer i porteføljen ved å fortelle om selskaper vi er investert i. Bare husk at det er summen av alle investeringene som skaper bunnlinjen.

Thomas Raaschou

bankinnskudd (oppstart 21. september). Gjennom kvartalet ble eksponeringen mot aksjer gradvis bygget opp og endte ved utgangen av kvartalet på 39% bruttoeksponering og 32% nettoeksponering (for forklaring av brutto- og nettoeksponering, se siste side i rapporten). Det er ventet at bruttoeksponeringen vil fortsette å stige gjennom 1. kvartal, men at nettoeksponeringen ikke vil øke vesentlig fra disse nivåene så lenge vi ikke får en større korreksjon i aksjemarkedene.

Avkastningen for NOMA Fokus ble med dette bakteppet på 0,8% for kvartalet (21.9. - 31.12). Volatiliteten i porteføljen har grunnet den moderate eksponeringen vært meget lav. Det må forventes at denne vil stige fremover etterhvert som eksponeringen bygges videre

opp. Det er viktig å forstå at også bruttoeksponering vil kunne bidra til økt volatilitet, selv om dette ikke innebærer markedsrisiko.

Vårt syn på markedet har noen konsekvenser som vi ønsker å dele med våre partnere. Om markedet fortsetter å stige kraftig gjennom 2017, så kan det ikke forventes at NOMA Fokus vil klare å holde følge med en slik utvikling. Vår vurdering er at aksjemarkedene allerede er høyt priset, og at dette ikke er tidspunktet for å investere en vesentlig del av fondets kapital i aksjer.

Vår erfaring fra mange opp- og nedturer de siste to tiårene tilsier at det med dagens prising av aksjemarkedene, er viktig å være disiplinerte og vente til bedre muligheter oppstår. Til tross for at 2016 endte opp med tilfredsstillende avkastning for de fleste aksjemarkeder verden rundt, så hadde vi også i dette kalenderåret to betydelige korreksjoner. Frykt for vekstkollaps i Kina i januar og februar, samt overraskelsen rundt valgresultatet i Storbritannia (Brexit) i juni, ga disiplinerte investorer muligheten til å kjøpe kvalitetsselskaper til vesentlig lavere priser.

Vi tror lignende muligheter også kommer i 2017, trolig med enda større utfallsrom. Avhengig av størrelsen på disse korreksjonene, og prisingen av selskapene vi ønsker å eie, vil vi forsøke å utnytte disse situasjonene. Sagt på en annen måte, vi ønsker volatilitet og frykt i markedene slik at vi kan investere i selskaper vi finner interessante. De må bare bli billigere enn i dag.

I fravær av slike muligheter vil vi ikke øke fondets markedseksponering (netto eksponering) vesentlig, men "holde kruttet tørt" i påvente av bedre muligheter. NOMA Fokus har en betydelig investeringskapasitet stående i banken i påvente av slike muligheter.

Volatilitetsforventningene, målt med den amerikanske «fryktindeksen» VIX, er for tiden på historisk lave nivåer. Det skulle tilsi at vi lever i en forutsigbar verden med lite nedside risiko. Det er ikke et verdensbilde Thomas og jeg kjenner oss igjen i. Vi tror at 2017 vil by på mer volatilitet enn det vi har observert siden fondets oppstart i september. Risikoen har en klar asymmetri mot nedsiden. Evnen til å være tålmodige og vente på de

gode investeringsmulighetene blir således en nøkkel for å lykkes med forvaltningen i 2017.

Våre modeller indikerer en forventet avkastning i aksjemarkedene over de neste 10 årene som vil ligge i intervallet 1-5% pr. år. Dette er langt under historisk avkastning, og åpenbart langt under hva gjennomsnittsinvestoren forventer hensyntatt risikoen i aksjemarkedet.

Vi observerer at:

- Shiller PE (antall års normalisert inntjening investor betaler for aksjene) er på nivåer tidligere kun observert rett før IT-boblen sprakk i 1999-2000, og rett før krakket i 1929, som innledet den store depresjonen.
- Aksjene er priset på høye multipler i forhold til inntjeningen til tross for at det er grunn til å tro at denne inntjeningen ikke er bærekraftig på lang sikt:
 - Selskapenes strukturelle driftsmarginer er på historisk høye nivåer.
 - Andelen av verdiskapingen i samfunnet som tilfaller kapitaleierne er på tilsvarende historisk høye nivåer.
 - Finansieringskostnaden er rekordlav på grunn av de historiske lave rentene drevet frem av sentralbankene og et globalt spareoverskudd.
- Konsekvensen er at selskapene sjelden har vært høyere priset relativt til sin omsetning.
- Aksjemarkedene er drevet opp til disse høye nivåene som følge av stor tilgang på likviditet og fallende renter:
 - En nær ubegrenset "trykking av penger" fra sentralbankene som nå er i ferd med å flate ut.
 - Rentene har begynt å stige. Det betyr at finansieringskostnad stiger, at avkastningen på alternativer til aksjer stiger, og at avkastningskravet for å eie aksjer vil stige.

- "Babyboomers", definert som mennesker født mellom 1946 og 1964, har begynt å pensjonere seg og går fra en livsfase hvor de har spart mye, til at de skal begynne å bruke av sparingen til livsopphold.

Vi ønsker derfor å legge vekt på hvor viktig det er å være tålmodig fremover. Selv med positive økonomiske utsikter for 2017 fremstår markedene som lite attraktive.

Geir Stave

Andel unoterte i prosent av fondets verdjusterte egenkapital pr. 31. desember 2016: 5,8%

Neste tegningsperiode: juni 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.