

NOMA CAPITAL

4. KVARTALSRAPPORT 2023

- Tenk om alt var som i gamle dager!
- NOMA Fokus med god meravkastning mot det norske aksjemarkedet i 4. kvartal.
- 2024 blir et definerende år for porteføljeselskapene i NOMA Vekst I.

Speakers' Corner

Tenk om alt var som i gamle dager!

Den svenske investeringsbanken SEB avholdt i begynnelsen av januar sitt årlige nordiske aksjeseminar i København for 26. året på rad. Tradisjonen tro deltok vi for 20. gangen. Seminaret har utviklet seg til å bli en stor begivenhet for mange nordiske selskaper og investorer, og årets arrangement var det mest omfattende som har funnet sted. Nesten 700 investorer og 154 selskaper deltok. Over 3 dager ble det avholdt mer enn 3.000 investormøter. SEB skal ha honnør for gjennomføringsevnen og kvaliteten på arrangementet.

For oss med danske aner blir vi like lykkelige av å ankomme København hver eneste gang. Det er riktignok med en økende grad av forargelse vi konstaterer at den norske kronen gjør oppholdet stadig dyrere. Da vi vokste opp, kjøpte vi 100 danske kroner for 75 norske kroner. Nå må vi ut med 150 norske kroner for en dansk hundrelapp. I denne perioden har Norge blitt steinrikt, mens danskene har knyttet sin valuta til Euroen. De fleste ville nok ha forventet en diametral motsatt utvikling i styrkeforholdet, men hvem kunne forutsi norske politikeres evne til å rote det til som de har gjort? Det er deilig å være norsk i Danmark, men dyrt har det blitt!

Tidspunktet for seminaret er godt. Uavhengig hvordan fjoråret utviklet seg, starter alle med blanke ark og, for de fleste, en positiv innstilling til året vi er kommet inn i. En stor del av allokert tid under hvert selskaps presentasjon er lagt opp til spørsmål fra investorene. Det gjør at ledelsene ikke kan gjemme seg bak å oppsummere fjorårets utvikling. Investorene vil vite om fremtiden. Derfor er det alltid interessant å høre hva selskapene svarer på investorenes spørsmål.

Med 154 selskaper fordelt på fire land og ulike industrier og sektorer, kan det være utfordrende å finne fellestrekk som passer for alle, men noen er det.

- En hyppig kommentar fra selskapene er ønsket om å få et «normalt» år igjen. For mange har de siste fire årene vært preget av konsekvensene av covid-pandemien, både på godt og vondt. Uforutsigbarheten har vært stor og for mange har det vært to veldig positive år etterfulgt av to dystre år, med de konsekvensene det har medført. Den usikre makroøkonomiske- og geopolitiske situasjonen de fleste opplever ved inngangen av 2024 er derfor med på å påvirke selskapene. Det er derfor ingen overraskelse at mange ønsker seg tilbake til «gamle» dager.
- En konsekvens av den covid-relaterte etterspørselsøkningen i 2020 og 2021, var at selskapene gikk fra en «just-in-time» til «just-in-case» vare- og komponentlager strategi. Da etterspørselen avtok fra 2022, satt mange med altfor mye på lager gjennom hele verdikjeden. De fleste selskapene kommenterte at lagrene er tilnærmet normalisert igjen etter to års fokus på å få bukt med en overfylt verdikjede. Utfordringen fremover var særlig knyttet opp mot geopolitiske forhold hvor etableringen av stadig flere handelshindringer gir bekymring. Dette gjaldt særlig Kinas forhold til den vestlige verdenen og den pågående konflikten i Midtøsten.
- En annen konsekvens av de to første rosenrøde årene av covid-pandemien, var forutsetningene som ble lagt for en stor oppkjøps- eller investeringsbølge for mange av de presenterende selskaper på seminaret. I ettertid viser det seg at forutsetningene har vært altfor optimistiske, noe som har bidratt til at investerings- og oppkjøpsbeslutningene har blitt dårligere enn forventet. Mange selskaper ble konfrontert med beslutningene, og de fleste forsøkte å vri seg unna med å forklare så godt de kunne at

investeringene uansett har en strategisk verdi, i alle fall på lengre sikt. Investorene var tydeligvis ikke særlig imponert over svarene. Vi må forvente at det kommer en større bølge av nedskrivninger fremover. Innenfor visse sektorer har det allerede startet i året som gikk. Konsekvensene er nok diskontert i kursene allerede.

- Mange selskaper har økt gjeldsgraden etter hvert som renten falt ned til historisk lave nivåer i 2020 til 2022. Den kraftige renteoppgangen gjennom 2023 spiser stadig vekk mer av driftsresultatene. For mange selskaper har balansen blitt en så stor utfordring, at handlingsrommet er vesentlig begrenset fremover. Ønsket om «gamle» dager inkluderte også lavere renter for disse selskapene. Mange snakket om når rentene faller, ikke om det faller fremover. Det virket som om de har glemt at vi er tilbake til historisk normale nivåer nå. «Gamle» dager er ikke 2022.
- Inflasjon var et gjentakende tema. Med reduserte covid-effekter kommenterte også de fleste at inflasjonen har kommet ned til mer normale nivåer. Unntaket var lønnsinflasjonen, som de fleste forventet vil holde seg høy i 2024.

Lengselen etter pre-covid tiden var påfallende fra mange selskaper. Hadde det ikke vært for renten, Putin, Xi, Trump, klima, gjeldsnivå og frykten for å ikke bli med på kunstig intelligens bølgen, så hadde dette vært som i gamle dager. Det eneste som er sikkert – København består som en flott reisedestinasjon for oss nordmenn!

NOMA Fokus

Avkastning 4. kvartal: 3,98%

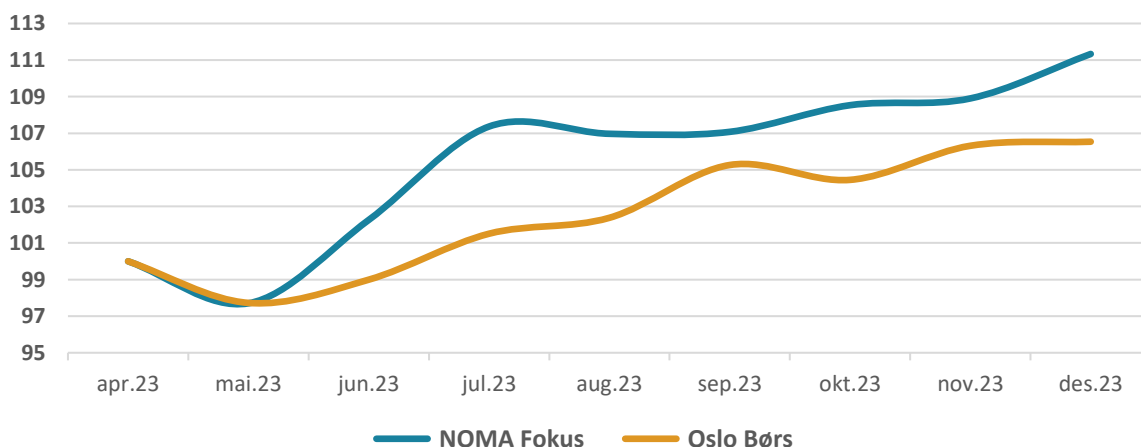
Verdi pr. aksje (estimat): 126,04

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.

Utvikling NOMA Fokus vs. Oslo Børs (1) siden 28.4.23



| Selskap | % vekt | Avkastning | NOMA Fokus | Oslo Børs (1) |
|---------------|--------|--------------------|------------|---------------|
| Elliptic Labs | 11,6% | Siste kvartal | 3,98% | 1,21% |
| Storebrand | 9,1% | Hittil i år | 2,68% | 9,89% |
| TGS | 9,1% | 12 mnd. rullerende | 2,68% | 9,89% |
| Yara | 6,9% | Fra 28. april 2023 | 11,33% | 6,54% |
| Aker BP | 6,8% | Siden oppstart | 26,04% | 114,18% |

Aksjeallokering

| | |
|-------------------------|-----|
| Netto aksjeeksponering | 85% |
| Brutto aksjeeksponering | 85% |
| Andel unoterte | 7% |

| Risiko | NOMA Fokus | Oslo Børs (1) |
|--------------------------------|------------|---------------|
| Standardavvik (siden oppstart) | 8,99% | 14,51% |

Nettoavkastning til investorer

| 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% |

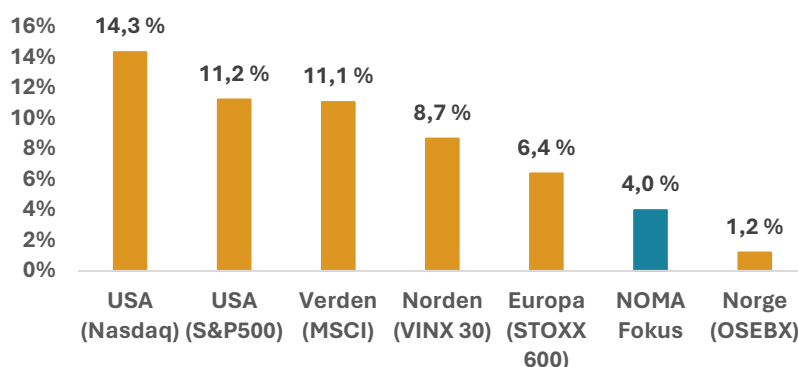
NOMA Fokus porteføljekommentarer

Fra 28. april 2023 er Thomas Raaschou ansvarlig porteføljeforvalter for NOMA Fokus. Siden 28. april har NOMA Fokus steget 11,3%. Oslo børs (OSEBX) har i tilsvarende periode steget med 6,5%.

De fleste aksjemarkeder utviklet seg meget positivt i 4. kvartal. Det norske aksjemarkedet steg med kun 1,2% i 4. kvartal, noe som skyldes negativ utvikling for den store andelen energiselskaper i den norske indeksen. NOMA Fokus var opp 4,0% i 4. kvartal. Den gode utviklingen skyldes fondets eksponering mot teknologiselskaper og små- og mellomstore selskaper (SMB). I negativ retning trekker energieksponeerte selskaper som følge av sterkt fallende olje- og gasspriser gjennom 4. kvartal.

Den positive utviklingen utenfor Norge fortsetter å være konsentrert rundt et fåtall selskaper. For året 2023 har det danske farmasøytiske selskapet Novo Nordisk steget med 49%. Utviklingen har bidratt med ca. 83% av oppgangen på 15,4% for det nordiske aksjemarkedet (VINX30). Tilsvarende har «the Magnificent Seven», en gruppe bestående av Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Tesla og Meta, steget med 107% i 2023. Disse selskapene utgjør mer enn 60% av oppgangen på 15,4% for den amerikanske indeksen S&P500. 2023 vil bli husket for entusiasmen rundt kunstig intelligens og den eksplorative interessen verden rundt for introduksjonen av revolusjonerende slankemedisin.

Utvikling utvalgte aksjemarkeder i 4. kvartal 2023



Gjennom kvartalet har fondets netto aksjeeksponering variert mellom 73% og 85%. Innenfor energisektoren er posisjonen i Aker BP redusert og erstattet med økt eksponering i Panoro Energy. I tillegg er posisjonene i TGS, Yara og MOWI økt gradvis på stadig mer attraktive kursnivåer. Produkttank selskapet, Hafnia, er en ny betydelig posisjon i fondet. Fondet økte posisjonen i unoterte Wheel.me gjennom deltakelse i en emisjon mot slutten av kvartalet. Som følge av den sterke kursutviklingen gjennom kvartalet for fondets SMB selskaper, er det realisert gevinster i Link Mobility og Envipco. Securitas er solgt etter sterk kursoppgang. I tillegg har opportunistisk shorting av store norske selskaper bidratt positivt til avkastningen for 4. kvartal.

Ved inngangen til 2024 er markedssynet og porteføljestrategien relativt uendret fra foregående kvartalsrapport. Porteføljen består av en rekke høykvalitets selskaper som har en konservativ prising i kombinasjon med løpende god avkastning gjennom høye utbytter og tilbakekjøp av egne aksjer. I tillegg er fondet eksponert mot vekstorienterte selskaper med mange mulige nyheter som vil kunne utløse god kursutvikling gjennom 2024.

NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 95,53

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% | -6,93% | -28,69% |

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

Portefølje

| | |
|-----------------------|-------|
| Elliptic Laboratories | 29,3% |
| Marketer | 26,6% |
| Wheel.me | 24,7% |
| Kontur | 10,5% |
| ODI Medical * | 6,8% |
| Nordic Semiconductor | 1,9% |

Aksjeallokering

| | |
|------------------|-----|
| Aksjeeksponering | 99% |
| Andel noterte | 31% |
| Andel unoterte | 68% |

* Sum av aksjebeholdning og konvertibel obligasjon

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på -6,9% i 4. kvartal. Fondets verdjusterte egenkapital har falt med 15,5% siden oppstart den 9. september 2021. Til sammenligning har den amerikanske teknologiindeksen, Nasdaq-100, steget med 14,5%, og den norske teknologiindeksen, OBX Teknologi, falt med 35,9% siden fondets oppstart.

Sentimentet for unoterte vekstselskaper har fortsatt å forverre seg utover 2023. Vi må tilbake til perioden etter at dot.com-boblen sprakk i 2000 og perioden under finanskrisen i 2008-2009, for å finne tilsvarende negativt investorsentiment. På tross av den meget positive utviklingen blant de store teknologiselskapene i USA, har ikke stemningen smittet over til andre mindre noterte så vel som unoterte vekstselskaper, inklusive her i Norge.

For de unoterte selskapene i fondet som trenger kapital for å støtte opp om vekstskaleringen, påvirker sentimentet verdsettelsen selskapene oppnår i forbindelse med tidspunktet for emisjonene. At det er kjøpers marked for tiden, er trolig en underdrivelse!

Investeringsstrategien er uendret. Fondet har både unoterte og noterte selskaper som gir fleksibilitet til å kunne delta i emisjoner som oppleves som attraktive. I 4. kvartal deltok fondet i to emisjoner i hhv. Wheel.me og ODI Medical, hvor eierskapet i selskapene er økt i forbindelse med kapitalinnhenting.

wheel.me (Wheel)

Wheel er et norsk teknologiselskap etablert i 2014. Selskapet har utviklet verdens første autonome hjul med innebygde sensorer og en «robothjerne». Systemet er patentert. Hjulet transformerer f.eks. produksjonsutstyr, ferdigproduserte biler, varelagertraller, sykesenger, møbler og vegger til roboter uten endringer av designet eller formen til objektet. Den disruptive modellen for innendørs mobilitet bidrar til å gjøre andre løsninger irrelevante. Eksisterende dediserte roboter, traller, trucks o.l. erstattes av wheel.me hjul med en samlet vektkapasitet på inntil 2-3 tonn. Hjulene samarbeider via en avansert kunstig intelligent softwareløsning i en sky-basert app (Genius). Anvendelsesområder er bl.a. fabrikklokaler, distribusjons-sentre og bygg som krever intern transport og logistikk, som sykehus.

Forretningsmodellen bygger på å leie ut hjulene til kunder, som gir gjentakende inntekter for Wheel. Kundene slipper å legge ut store investeringsbeløp (capex), men tar kostnaden som en del av operasjonelle kostnader (opex).

Behovet for automatisering for globale industri- og logistikk selskaper er kraftig tiltagende. Dette ble tydeliggjort ved den omfattende streiken hos de store bilprodusentene i USA gjennom høsten 2023. Resultatet viser en lønnsøkning på inntil 50% fordelt over de neste 4-5 årene, noe som bidrar til at selskapene må øke produktiviteten betydelig for å opprettholde lønnsomhetsambisjonene. Selskapene sliter i tillegg med et høyt sykdomsfravær og lite produktive ansatte. Inntil 20% av arbeidstokken er fraværende hver dag og en tilsvarende andel er så påvirket av rus, at de utgjør en risiko på arbeidsplassen.

Selskapene melder derfor om en kraftig investeringsøkning for automatisering av sine produksjons- og logistikk fasiliteter i årene som kommer. Wheel.me løsninger er midt i smørøyet for kundenes tiltagende behov. Ved inngangen til 2024 har selskapet solgt sine robotiserte hjul til store globale kunder som GM, Volvo, Norsk Hydro og en rekke underleverandører til de store bilprodusentene i USA og Europa.

Wheel.me forventer en kraftig vekst i antall kunder og installerte hjul i 2024 og årene fremover. Som ethvert selskap med et banebrytende og innovativt produkt, skal den forventede veksten håndteres. Riktig kompetanse og erfaring blant de ansatte, innkjøp og produksjon av hjulene må imøtekomme strenge kvalitetskrav, installering av hjulene hos kundene må gjøres sømløst og kundene må oppleve at teknologien bidrar til forventet produktivitetsforbedring, er noen av utfordringene selskapet må håndtere. I tillegg må finansiering av den forventede kraftige veksten komme på plass i et svært utfordrende kapitalmarked for denne type selskaper.

2024 blir derfor et særdeles viktig og spennende år for Wheel.me. Vi estimerer en omsetning i 2024 på \$7-10 millioner. Omsetningen er avhengig av hvor stor andel som selges direkte eller gjennom en månedlig abonnementsmodell. Vi forventer en betydelig økning i omsetningen for 2025.

Fondet har deltatt og økt sitt eierskap i selskapet gjennom to emisjoner i 2023. Den siste ble gjennomført på 17,50, som var opp fra 15 tidligere i året, og bidro positivt til avkastningen i 4. kvartal.

Lykkes Wheel.me gjennom 2024 og 2025 vil den potensielle verdiutviklingen være betydelig. Prisingen av tilsvarende vekstselskaper med en gjentagende inntektsmodell gjør at Wheel har et potensial på 5-10 ganger dagens verdsettelse.

ODI Medical (ODI)

ODI ble etablert i 2014 av professor Knut Kvernebo for å forene 30 år med forskning på mikrosirkulasjon med medisinske behov og rivende teknologisk utvikling. Mens dagens teknologi fokuserer i all hovedsak på overvåkning av transportfasen av surstoff i de store blodårene (makrosirkulasjon), måler og overvåker ODIs patenterte teknologi funksjonen til de minste blodårene, de såkalte kapillærene. Det er i kapillærene at surstoffleveransen til kroppens celler skjer (mikrosirkulasjon). Etterspørselen for ODIs teknologi er drevet av at sirkulasjonssvikt i de minste blodårene kan medføre organsvikt, sykdom og, i verste fall, død.

Trenet helsepersonell kan registrere data fra mikrosirkulasjonen som analyseres ved hjelp av ODIs signalprosesseringsutstyr og avanserte programvare. En verdi for surstoff leveranse til cellene kommuniseres tilbake til helsepersonell, som kan benytte informasjonen i medisinske beslutninger for å bestemme om medisinsk behandling er nødvendig, overvåke effekten av behandlingen og informere om prognose.

Nåværende teknologi i bruk på sykehus fokuserer hovedsakelig på å overvåke parametere som belyser transportfunksjonen, som for eksempel blodtrykk. I dag finnes det ikke et etablert marked for overvåkning av sirkulasjon i de minste blodårene. ODIs monitoreringsteknologi må derfor betraktes som en innovasjon. Selskapet har gjennom de siste årene gjennomført en rekke kliniske studier i samarbeid med bl.a. Massachusetts General Hospital, Cleveland Clinic og Oslo universitetssykehus.

ODIs teknologi vil trolig kunne brukes mot mange sykdomsområder. I første omgang planlegges teknologien benyttet i overvåking av sirkulasjonen i kapillærene hos sykehuspasienter med blodforgiftning (sepsis). Blodforgiftning behandles ofte på middels til store sykehus, med intensivkapasitet. WHO estimerer at 20% av globale dødsfall per år er et resultat av blodforgiftning. Markedspotensialet for ODI i Europa og USA anslås til ca. 5 millioner mennesker årlig, hvorav ca. 2 millioner vil være primær markedet for ODI.

ODI forventer en generell FDA godkjenning i løpet av 2. kvartal 2024. Det vil være en viktig milepæl for selskapet og gir mulighet for å kunne selge utstyret til sykehus i Europa og USA. Neste fase inkluderer en spesifikk FDA godkjenning mot blodforgiftning. Denne forventes 6-12 måneder etter den generelle godkjenningen.

Selskapet har gjennom 2023 gjennomført en konvertibel emisjon og en egenkapitalemisjon. Kapitalmarkedet for denne type selskaper har vært utfordrende, og kursen i egenkapitalemisjonen i 4. kvartal ble redusert med 79% fra forrige emisjon i 2022. Fondet har gjennom deltagelse i begge emisjoner i 2023 økt sitt relative eierskap. Kursnedgangen er hovedforklaringen til fondets negative avkastning i 4. kvartal 2023.

ODI er i startgropen på en kommersialisering av selskapets teknologi som gjør at finansieringsbehovet er tiltagende. En generell FDA godkjenning er derfor viktig fordi åpner for et bredere nedslagsfelt blant

investorer med kjernekompetanse innenfor helseteknologi. En FDA-godkjenning bidrar normalt til en vesentlig økning i verdsettelsen av denne type selskaper.

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.