

## NOMA Fokus - kvartalsrapport for 2. kvartal 2020

**Avkastning 2. kvartal:** 9,31 %

**Verdi pr. aksje (estimat):** 102,27

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 (USD) (1)	HRFX (NOK) (2)	VINX (EUR) (3)	VINX (NOK) (4)	1M NIBOR (5)
Siste kvartal	9,31%	8,11%	0,28%	17,36%	11,26%	0,07%
Hittil i år	-5,38%	-6,30%	3,99%	-2,40%	7,97%	0,43%
12 mnd. rullerende	-2,17%	-2,11%	11,98%	6,89%	20,33%	1,21%
Siden oppstart	2,27%	4,74%	23,27%	28,52%	51,91%	3,75%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	7,86%	7,85%	13,58%

### Nettoavkastning til investor

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	Totalt
2016										0,28%	-0,07%	0,59%	<b>0,80%</b>
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%	<b>6,02%</b>
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%	<b>-5,70%</b>
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%	<b>7,25%</b>
2020	-1,50%	-2,86%	-9,53%	6,12%	1,73%	1,25%							<b>-5,38%</b>

### 5 største investeringer

Elliptic Laboratories	8,4%
Sampo	7,2%
Storebrand	5,4%
Infront	4,9%
Olav Thon Eiendomsselskap	4,0%

### Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	46%
Brutto aksjeeksponering	55%

## Speakers' Corner

### Er vi sinte på FED?

Spørsmålet ble betimelig stilt av to akademikere i et leserinnlegg i den politikk- og økonomifokuserte nettavisen The Hill nylig. De er ikke alene om å rette fokus mot de mulige konsekvensene av situasjonen vi befinner oss i nå, som følge av Feds tiltak i år, og som er uten sidestykke historisk sett.

Den amerikanske sentralbanken, mer kjent som «The Fed», ble etablert i 1913. Bakgrunnen for etableringen var blant annet å sørge for at en overordnet sentral bank ble ansvarlig for å trykke pengesedler. Gjennom store deler av 1800-tallet hadde mange privateide banker retten til å utstede sedler. Dette skapte store praktiske problemer, da man kunne oppleve at pengesedler utstedt av en bank ikke ble godtatt av kunder i en annen bank.

Siden etableringen for mer enn 100 år siden har Fed fått et vesentlig bredere mandat. Blant de viktigste oppgavene i dag er ansvaret for opprettholdelse av makroøkonomisk stabilitet gjennom en lav inflasjon og maksimal sysselsetting. Det viktigste virkemidlet for å nå disse målene er pengepolitikken. I tillegg opptre Fed som såkalt «lender of last resort», dvs. aktøren som tilfører banksystemet likviditet når bankene selv ikke er i stand til det.

Dette er ingen lett oppgave for menneskene som er satt til å gjennomføre mandatene sentralbanken har fått av sin oppdragsgiver, den amerikanske kongressen. Fed er helt avhengig av tillit til at den utfører oppgavene med suksess. Hvis ikke vil økonomien og kapitalmerkene kunne påvirkes negativt med store uønskede konsekvenser.

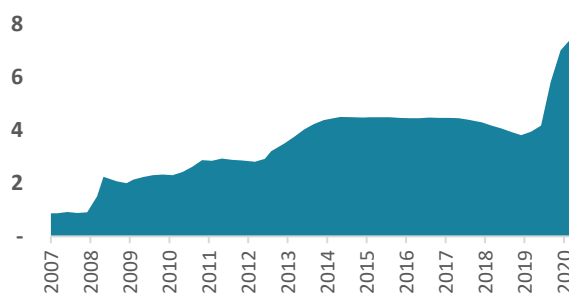
Situasjonen vi opplever i dag har sitt utspring fra tidligere sentralbanksjef Alan Greenspans tiltredelse i 1987. I etterkant av fallet i aksjemarkedet på mer enn 22% fredag 19. oktober samme år, tilførte Greenspan store mengder likviditet til markedsaktørene, og senket i tillegg rentene betydelig. I seg selv var ikke dette noe nytt tiltak fra sentralbanken. Men gjennom Greenspans periode som Fed-ansvarlig frem til 2006, og for de etterfølgende tre sentralbanksjefene, har det utviklet

seg et inntrykk av at Fed fokuserer mer på å understøtte selve verdsettelsen av finansmarkedene, enn å sørge for at kredittgivingen i samfunnet fungerer tilfredsstillende. Resultatet av dette er blitt kjent som «The Fed-put».

Når markedsaktørene får tilgang til stadig mer «gratis» kapital, med vissheten om at sentralbanken vil gjøre mer av det samme hvis noe skulle skje, medfører det en adferd som tar oss lengre og lengre vekk fra kapitalismens utgangspunkt. På mange måter er frimarkedsøkonomien blitt til en sentralbankøkonomi. Konsekvensene erfarer vi i disse dager. Samtidig som den underliggende amerikanske økonomien gjennomgår sin verste nedtur på mer enn 100 år har det amerikanske aksjemarkedet opplevd det beste kvartalet på mange tiår. Investorene kan fortsette sin lykkelige reise i visshet om at Fed er der for å beskytte dem hvis noe skulle gå galt.

Egentlig bør vi ikke være overrasket. Når Fed lover å gå så langt som de må, vil den finansielle økonomien leve sitt eget adskilte liv fra den virkelige økonomien, drevet av gratis kreditt og likviditet. Siden covid-19 traff USA i mars og ut 2020 vil Fed tilføre med enn 4 ganger oljefondet i likviditet. Til sammenligning er dette mer enn 4 ganger så mye som under finanskrisen i 2008, men på under halvparten av tiden fra den gangen. Det paradoksale med Feds tiltak er at sentralbanken, i motsetning til investorer generelt, er mer bekymret for å ende opp med å kjøpe for billig. Målet til Fed er å få opp prisene på verdipapirene som kjøpes for å få befolkningen til å føle seg rikere, som igjen vil føre til høyere forbruk. Det brukes altså 140 milliarder kroner daglig for tiden på å få til dette.

Feds balanse 2007 - 2020 (\$ billioner)



Kilde: Federal Reserve (ultimo 2020 er et estimat)

Frem til i år har Fed stort sett kjøpt meget sikre lån. Nå har Fed utvidet sin rolle som investor ved å kjøpe usikrede lån, inklusive lån fra bedrifter som står så dårlig stilt at de kanskje ikke har evnen til å overleve. Dette gjøres både gjennom børsnoteerte fond og direkte i enkelt selskapslån. Ikke bare amerikanske bedrifter blir hjulpet, men også europeiske og asiatiske bedrifters gjeld blir kjøpt. Hvordan det siste bidrar til å hjelpe den amerikanske skattebetaleren sliter vi ærlig talt med å skjønne. Men det er ikke bare de svake og utenlandske som blir reddet. Til og med Warren Buffets Berkshire Hathaway med sine \$125 milliarder i banken får nå bistand av Fed. Det ville ikke overraske oss om Buffet er sint på Fed. Orakelet fra Omaha, som han ofte kalles, har historisk vært storkjøper av aksjer når krisene inntreffer som nå. Denne gangen har Fed kommet ham i forkjøpet. Ikke bare ødelegger Fed for Buffet, men sentralbanken kjøper gjeld i hans eget selskap.

Så lenge tilliten til at Fed opprettholder denne strategien består, vil investorene følge opp med en umettelig risikoappetitt. Nullrente regimet med påslag av en aksjerisikopremie på 2 - 3%-poeng medfører at multiplene skal doble seg fra historisk gjennomsnitt. Og det er nettopp det som er i ferd med å skje nå. Skulle noe gå galt fremover er vi overbeviste om at Fed vil ta i bruk neste verktøy i kassen. Liksom har de japanske og kinesiske sentralbankene gjort over en lang periode, vil Fed begynne å kjøpe børsnoteerte aksjefond og kanskje også direkte i selskapene. Vi er nok ikke alene om dette synet, og det reflekteres til en viss grad i dagens høye verdsettelse av det amerikanske aksjemarkedet. Men vi vet også av erfaring at forholdene kan endre seg raskt. Og med dagens luftige prissetting av finansaktiva er det langt ned til en fundamental verdsettelse, skulle grådigheten endres til frykt blant markedsaktørene.

I forvaltningen av NOMA Fokus er vi opptatt av å ha mange verktøy å spille på i en slik situasjon som vi er i nå. Etter vårt skjønn er realøkonomien så adskilt fra prisingen av finansmarkedene, at det er viktig å ha et fleksibelt mandat som NOMA Fokus har. Vår hovedmålsetning om å ta del i den langsiktige underliggende verdiskapingen i kvalitetsselskaper ligger godt forankret. Med nåværende verdsettelse av det vi definerer som kvalitetsselskaper, er alternativene færre

enn normalt. Mulighetene er likevel mange, og i realiteten økende. Vi opplever større prisingsforskjeller mellom selskaper og industrier enn på mange tiår. Covid-19 har forsterket denne utviklingen. Derfor er fleksibiliteten i NOMA Fokus viktig fordi det gjør oss i stand til å kunne utnytte alle markedsretninger, og kapitalisere på feilprisinger mellom selskaper og aktivaklasser. Fokuset er derfor på flere verktøy i kassen enn normalt. Dette gir oss muligheter til å skape avkastning på andre områder når fondets hovedstrategi er mer utfordrende å forfølge.

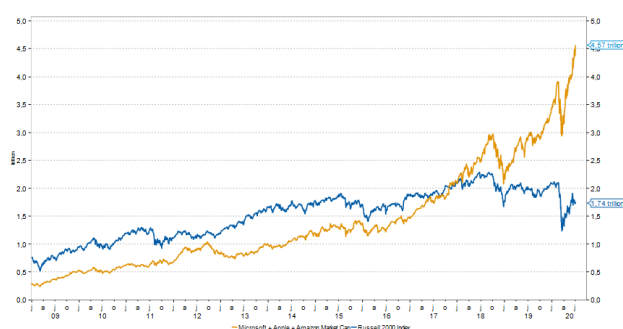


Vi forstår at «Main Street» er sint på «Wall Street». Feds agerende har gjort de rike veldig mye rikere. Mannen i gaten har ikke fått mye ut av eksperimentet til Fed. Vi sliter med å se hvordan Fed skal komme seg ut av denne situasjonen med suksess, men inntil videre vil trolig likviditetsrallyet fortsette. Vi skal bare ikke glemme at realøkonomien og finansøkonomien en dag vil konvergere. Selv Fed klarer ikke å trylle bort forskjellen over tid!

## Markedskommentarer

Etter en historisk negativ markedsutvikling i 1. kvartal, rekyrte markedene sterkt opp igjen gjennom 2. kvartal. Dette til tross for at pandemien ikke har blitt ferdig med 1. fase, og verdensøkonomien opplever sin verste nedgangsperiode på mer enn 100 år. Så hvorfor kom markedet så raskt tilbake? Er det fordi markedet antar at nedturen er kortvarig, og at vi snart er tilbake til normalen? Som diskutert i Speakers' Corner over i rapporten er det nok andre krefter i spill. Kampen mellom en sterkt svekket økonomi med tilhørende inntjeningsfall på ene siden, og sentralbankene på den andre siden fortsetter, og frontene er steilere enn noen gang.

Særlig de amerikanske aksjeindeksene opplevde en av de sterkeste oppgangene i historien innenfor ett kvartal. Ved utgangen av 2. kvartal er den mest omtalte aksjeindeksen, S&P500, kun 8% under toppnoteringen fra 19. februar i år. Den teknologitunge Nasdaq-indeksen var ved utgangen av 2. kvartal 5% over forrige «all-time-high» fra februar i år. Men bildet er ikke like rosenrødt for andre deler av det amerikanske aksjemarkedet. Grafen under viser utviklingen på markedsverdien av aksjene i Russell 2000-indeksen (blå farge) sammenlignet med den totale markedsverdien bestående av Apple, Amazon og Microsoft (gul farge), i dag USAs tre mest verdifulle selskaper.



Kilde: SB1 Markets

Russell 2000 er en indeks bestående av mindre selskaper i amerikansk målestokk. Det er derfor en god indikator på historisk avkastning for median aksjen i USA. Som grafen viser, er akkumulert avkastning marginalt positiv siden 2013. Markedsoppgangen til rekordhøye nivåer er altså drevet av en liten gruppe selskaper.

Det var stor oppmerksomhet da Apple i august 2018 ble det første selskapet i den amerikanske historien med markedsverdi over \$1.000 milliarder. I dag er Apple, Microsoft og Amazon til sammen verdt \$4.570 milliarder. Andre disruptive selskaper som Tesla, Facebook og Netflix har hatt tilsvarende sterk utvikling. Investorer som ikke har eid disse selskapene de siste 10 årene har gått glipp av festen.

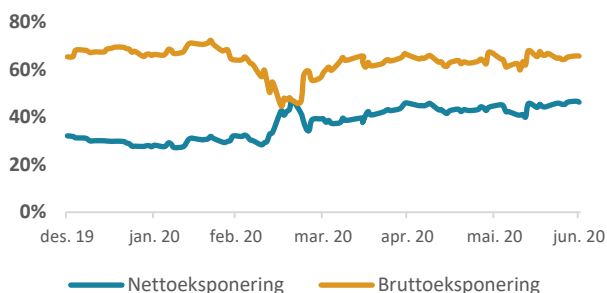
De hyppige endringene i hvilke selskaper som befinner seg på listen over verdens mest verdifulle selskaper, er en fascinerende studie. De av våre lesere som ønsker et innblikk i sannsynligheten for at de ovennevnte tre amerikanske selskapene fortsatt er blant verdens mest verdifulle selskaper om 10 år, kan lese om temaet i NOMA Fokus' 3. kvartalsrapport 2019.

Selv om vi befinner oss på eller nær toppnoteringer for S&P500 og Nasdaq, gir den ekstreme todelingen av aksjemarkedet mange muligheter. Utviklingen i Russell 2000 er en bekreftelse på det.

For 2. kvartal steg det nordiske aksjemarkedet med 11,3% i NOK, og Oslo Børs var opp 12,4%. NOMA Fokus oppnådde en avkastning i kvartalet på 9,3%, og fikk dermed med seg mesteparten av markedsoppgangen til tross for en mer moderat aksjemarkedseksponering på 43% i gjennomsnitt for 2. kvartal. Gitt den selektive markedsoppgangen, er vi godt fornøyd med resultatet.

Aksjeeksponeringen i NOMA Fokus ble økt da vi var nær bunnen av markedet. Fra 9. til 20. mars steg andelen aksjer i fondet fra 28% til 47%. At bunnen i aksjemarkedene skulle komme så raskt gitt pandemiutsiktene og med en verdensøkonomi i fritt fall, fratok oss muligheten til å ytterligere øke andelen aksjer for denne gang. Fondet gikk inn i 2. kvartal med en aksjeeksponering på 32% og avsluttet kvartalet med en aksjeeksponering på 46%. De siste ukene av 2. kvartal har vi nettosolgt aksjer. Verdiøkningen i posisjonene vi sitter igjen med gjør at nettoeksponeringen ikke er nevneverdig ned fra toppen, til tross for salgene.

Netto- og bruttoeksponering i 2020



Porteføljen i NOMA Fokus er ved utgangen av 2. kvartal mer konsentrert rundt våre kjerneposisjoner. Vi har benyttet muligheten til å kjøpe mer av fondets kjerneposisjoner i Sampo (eier av If Skadeforsikring) og Storebrand. Generelt er aktiviteten i fondet økt gjennom kvartalet, noe som er naturlig i volatile perioder. Vi har bl.a. solgt ut posisjonene i Sats, Elkem og Pareto Bank. To selskaper innen lakseoppdrett, Ice Fish Farm og Andfjord Salmon, er kommet inn som nye investeringer. Disse beskrives senere i denne rapporten. Videre har vi med suksess tatt opportunistiske posisjoner i sportskjeden XXL og amerikanske bilfinansierings-selskapet Credit Acceptance Corp., Begge er allerede er solgt ut igjen med gevinster på 60-80%.

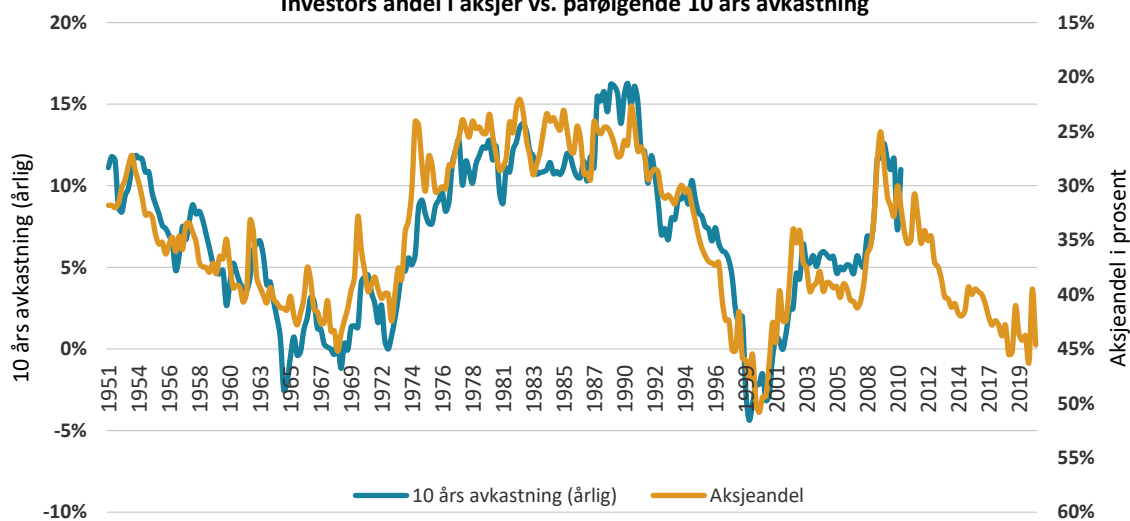
Det er liten tvil om at sentralbankenes agerende igjen har reddet markedet. Hver gang det skjer, krever det

stadig mer kraftfulle grep, og dette vil ikke kunne fortsette evig. Risikobildet i markedet er, etter vår vurdering, fortsatt asymmetrisk med større nedside enn oppside. Utfallsrommet i aksjemarkedet, og i forhold til fondets nettoaksjeeksponering, ansees å være vesentlig større enn vanlig.

Aksjemarkedsvolatilitet skaper muligheter for oss. Den siste tids utvikling har bidratt til prisingsforskjeller mellom ulike sektorer, segmenter og «temaer» som vi ikke har sett siden toppen av IT-boblen i 2000. Investorer som klarer å utnytte disse mulighetene aktivt vil kunne tjene mye penger de neste årene. De som sitter stille i et indeksfond, derimot, vil ifølge de fleste empiriske modeller, kunne forvente seg et magert kommende tiår med en forventet avkastning rundt null (se vår mye brukte prisingsmodell under).

Merk for øvrig at det er S&P 500-indeksen som benyttes i disse modellene. Denne indeksen er sterkt påvirket av de store selskapenes fenomenale oppgang som nevnt over. Etter 8 år med nær nullavkastning er det grunn til å tro at de mindre selskapene representert i Russell 2000 vil utvikle seg bedre. Det er også grunn til å tro at det norske aksjemarkedet, som i stor grad er preget av «gammel økonomi» selskaper, og som tilsynelatende er priset vesentlig lavere enn det amerikanske markedet, kan oppnå en bedre avkastning enn hva modellen under tilsier.

Investors andel i aksjer vs. påfølgende 10 års avkastning

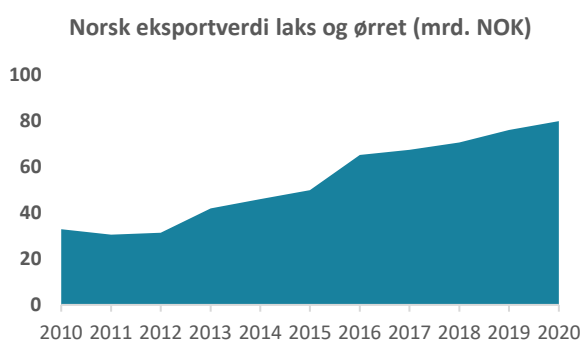


## Den glade laks

Tidlig i vår oppvekst var det å bli servert laks i hjemmet noe som av og til fant sted til søndagsmiddagen, gjerne med celebret besøk fra den eldste generasjonen i storfamilien. På den tiden var det kun villaks tilgjengelig i fiskebutikkene, og vi i den yngste generasjon fikk en klar forståelse for at mor og far brukte en liten formue hver gang laksen ble servert. Laksen ble kuttet opp i skiver og trukket i gryten.

På 90-tallet ble oppdrettslaks tilgjengelig i supermarkedene. Tilgjengeligheten og prisene varierte voldsomt, men kiloprisen kunne være ned med 80% fra villaksens prisnivå et tiår tidligere. Laksen skulle kjøpes hel, være levert fra Pan Fish (forløper til MOWI – i dag verdens største lakseoppdretter), og fortrinnsvis stekes hel i ovnen.

I dag er laks blitt allemannseie. Den konsumeres i mange varianter og over hele jordkloden. For Norge har oppdrettslaks utviklet seg til en eventyrhistorie. I år vil vi trolig eksportere laks og ørret for mer enn 80 milliarder kroner. De siste 10 årene har eksporten vokst 10% årlig i verdi.



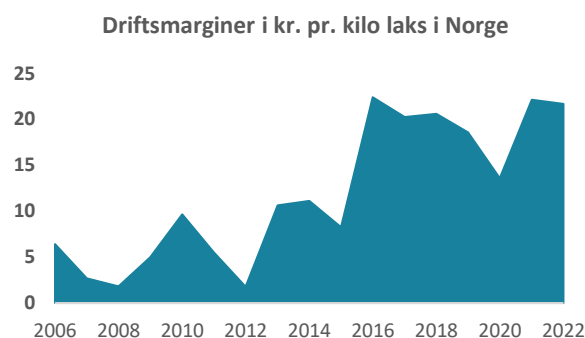
Kilde: MOWI, NOMA Capital estimat for 2020

Bransjen har modnet. Industrien har blitt konsolidert. Cowboy-tilstanden fra 90-tallet er stort sett kastet på fjorden. Politikerne har langt på vei bidratt gjennom en fornuftig regulering. Riktignok står bransjen fortsatt foran en del utfordringer. Hvor store, er avhengig hvem man lytter til. Fokus på teknologiutvikling gjør likevel at fremtiden ser lys ut for næringen.

Det er mange identifiserbare etterspørselsdrivere som bidrar til de positive utsiktene. Den globale befolkningen

er forventet å vokse med ca. 30% de neste 30 årene. Vi skal bli 2,2 milliarder flere mennesker frem til 2050. En kraftig økende middelklasse i fremvoksende økonomier endrer sine spisevaner til å inkludere økt andel av næringsrik og proteinrik mat. Befolkningen i den vestlige verden blir eldre og fokuserer i økende grad på å spise sunt. Fokuset på klimautfordringene favoriserer fiskeoppdrett fremfor karbon-ineffektiv produksjon av landbasert kjøtt som storfe. Om disse trendene i sum ikke er nok, er fangsten av villfisk til matkonsum tilnærmet uendret de siste 20 årene. Det oppstår derfor et stadig større behov for produksjon av høykvalitets proteinrik mat fra andre kilder. Oppdrettsnæringen har meget gode forutsetninger for en høy fremtidig verdiskaping.

Nettopp kombinasjonen av positive makroøkonomiske drivere, sammen med en lavere, og mer forutsigbar, tilbudsvekst, har resultert i en eksplosiv økning i lønnsomheten for lakseoppdretterne de siste 5 årene. Investorene er rikelig belønnet med en avkastning på over 200% i samme periode (Sjømatindeksen på Oslo børs). Til sammenligning har Oslo Børs hovedindeks steget med 30%. I dag utgjør sjømatsekskapene mer enn 15% av hovedindeksene på Oslo børs, en tre-dobling fra kun 5 år tilbake.



Kilde: DNB Markets, 2020 – 2022 estimat

Dagens børsnoterte oppdrettselskaper er blitt kraftig reprimert og reflekterer i stor grad de positive utsiktene. Investorene setter pris på at tilbudssiden er begrenset og forutsigbar. På kort sikt er dette forståelig og helt etter læreboken. Men på lengre sikt bidrar det til å åpne for at nye aktører, særlig utenfor Norge, får muligheten

til å komme inn på markedet. I tillegg er konkurrerende alternative oppdrettsmetoder som offshore og landbasert oppdrett en trussel for de etablerte aktørene. Vi ser helt klart konturene av dette nå. Det positive for dagens etablerte aktører er at det tar mange år å etablere virksomheten. Anlegg og infrastruktur skal bygges. Ny teknologi skal bevises levedyktig, og når prosessen endelig kan starte, tar det inntil 3 år før laksen er klar for slakting. Kapitalbehovet er i tillegg betydelig.

Vi har over de siste 20 årene vært investert i en rekke lakseoppdrettere. Etter at aktørene ble reprimert fra 2016 til 2018 har vi vært ute av sektoren. Over det siste året har vi fulgt med på utviklingen blant de nye aktørene som er i fasen beskrevet over. Spesielt nylig børsnoterte Atlantic Sapphire, med sin satsning på landbasert lakseoppdrett syd i Florida, har imponert oss etter at vi besøkte de nesten ferdigstilte produksjonsfasilitetene for ca. 1 år siden. Selskapet begynner slaktingen av første generasjon høykvalitetslaks for salg i USA om noen måneder. Lykkes de, vil nok mange forsøke å kopiere konseptet.

#### P/E konsensus

Selskap	2020	2021	2022
Mowi	26,8	15,6	13,8
Lerøy	19,0	11,7	10,7
Salmar	22,7	16,8	14,6
Bakkafrost	39,2	19,0	14,9
Austevoll	13,9	8,8	8,8
Grieg Seafood	21,1	9,7	9,0

**Vektet snitt**                                 **24,5**       **14,5**       **12,7**

Kilde: Nordea/Refinitiv

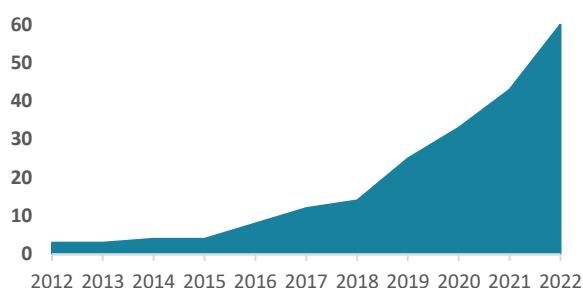
Som vi gjentar til det kjedsommelige i våre kvartalsrapporter: Inngangsprisen som betales når det investeres i et selskap, bestemmer avkastningen på lang sikt. Vurderingen av Atlantic Sapphire har vært at for mye av forventet suksess har vært diskontert inn i kursen det siste året. Som første store aktør som utfordrer de etablerte aktørene i Norge med ny produksjonsteknologi, har vi også ønsket å se at konseptet er levedyktig.

Samtidig som Atlantic Sapphire nærmer seg en eventuell kommersiell suksess, har mange andre aktører kommet til aksjemarkedene i år for å hente kapital til vekst. Vi har gjennom 2. kvartal valgt å investere i to vidt forskjellige utfordrere.

På Island har myndighetene lagt forholdene til rette for å etablere en konkurransedyktig havbruksnæring. Oppdrettsforholdene på Island ligner mye på forholdene i Finnmark, særlig når det gjelder den optimale sjøtemperaturen gjennom året. Det bidrar til bedre lønnsomhet enn områder lengre syd langs kysten av Norge.

Aktørene har brukt 6-7 år på å komme inn i vekstfasen som finner sted nå.

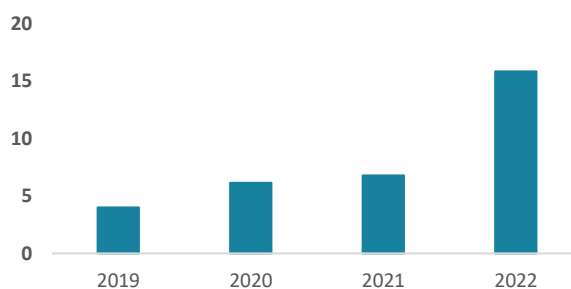
Faktisk og forventet produksjon på Island



Kilde: Kontali/ DNB Markets (tall i k tonn WFE)

En av de ledende aktørene er Ice Fish Farm («Ice Fish»). Selskapet hentet NOK 300 millioner på kr. 33,50 i mai, som vil investeres i betydelig økt produksjonskapasitet i årene fremover.

Faktisk og forventet produksjon for Ice Fish



Kilde: Ice Fish (tall i k tonn HOG)

Etter emisjonen har selskapet en markedsverdi på ca. NOK 1,8 milliarder og er tilnærmet gjeldfritt. Med



dagens planer vil selskapet investere mer enn NOK 500 millioner over de fire neste årene for å nå produksjonsmålsetningen. Ice Farm har lisenser til å produsere 20.800 tonn med laks, og har søkt om ytterligere 16.800 tonn produksjonslisenser. Det er derfor store vekstmuligheter for selskapet i mange år fremover.

Som følge av sterkt fokus på miljøsertifiseringer og høyere innhold av blant annet omega-3, vil Ice Fish selge laksen til en høyere pris enn markedet generelt. For slaktet produksjon har prisforskjellen vært betydelig så langt. Tiden vil vise hvor stor forskjellen blir i fremtiden. Det er imidlertid ingen grunn til å forvente at prisforskjellen vil bli mindre fremover med den høye betalingsvilligheten for høykvalitetslaks fra et stadig mer kravstort marked.

Skalerbarheten for Ice Fish vil bidra til at produksjonskostnaden pr. kilo vil falle fra dagens kr. 53 pr. kilo til under kr. 40 pr. kilo i løpet av 3-4 år. Til sammenligning er gjennomsnittet i Norge for tiden ca. kr. 40 pr. kilo.

Etter hvert som selskapet leverer på sine ambisjoner, vil prisingsrabatten til norske selskaper reduseres. Vi tror på en oppside i aksjekursen på 50-75% i løpet av 2022.

Fondets andre investering innen lakseoppdrett er nylige børsnoterte Andfjord Salmon («Andfjord»), med lokasjon på Andøya i Vesterålen. Selskapet er i utfordrer-kategorien vi har beskrevet over. Ved hjelp av patentert teknologi kombineres fordelene fra tradisjonell sjø- og landbasert oppdrett. I forbindelse med børsnoteringen i juni hentet selskapet NOK 150 millioner på kr. 40, til byggingen av 10.000 tonn produksjonskapasitet. På sikt vil selskapet kunne 7-doble denne kapasiteten. Etter noteringen er markedsverdien ca. NOK 1,3 milliarder med NOK 0,2 milliarder stående på bok. Andfjord vil investere inntil NOK 750 millioner for hver 10.000 tonn med produksjonskapasitet. Det ligger derfor et betydelig finansieringsbehov for å nå de langsiktige målene. Fra emisjonen fant sted medio juni

har selskapsverdien steget med 25% ved utgangen av 2. kvartal.

Selskapets innovative konsept baserer seg på å bygge et lukket sjøanlegg på land. I motsetning til andre landbaserte anlegg som baserer seg på resirkulasjon med rensing av vann, henter Andfjord friskt sjøvann fra hhv. 30 og 160 meters dyp, avhengig av tiden på året. Dette gir en stabil temperatur og de beste vekstforholdene for laksen. Vannet som hentes opp ligger under nivåer hvor lakselus normalt befinner seg. Anlegget er lukket, noe som gjør at laksen ikke kan rømme.

Selskapet vil i løpet av høsten ferdigstille infrastrukturen til første del av vekstfasen på 1.000 av totalt 10.000 tonn. Deretter begynner produksjonssyklusen som er kortere enn for tradisjonell sjøoppdrett. Slakting forventes i 1. kvartal 2022. Ferdigstillelse av de resterende 9.000 tonn forventes i 2. halvår 2022.

Selskapets proprietære laminære vannstrømningsløsning er blitt grundig gjennomgått og testet av uavhengige miljøer, inklusive SINTEF. En bekreftelse på dette får vi når anlegget tas i bruk i høst, og vil redusere risikoen betydelig for fremtidig verdsettelse av selskapet. Vi mener Andfjord har en oppside på 75-100% i løpet av 2022, med høyere risiko enn for Ice Fish.

Begge selskapene har et høyt fokus på bærekraft og miljøansvarlighet, kjent som ESG. Vi tror dette åpner for en større interesse fra internasjonale investorer. Etter hvert som selskapenes absolutte markedsverdier øker, vil det kunne lede til prisingsmultipler som ligger over det generelle gjennomsnittet i industrien. På sikt er derfor oppsiden betydelig høyere enn våre kursmål. Færøyske Bakkafrøst, som er notert på Oslo børs, er et bevis for det. Selskapet er i dag priset til ca. NOK 35 milliarder. For 8 år siden var verdien under NOK 2 milliarder.



Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 30. juni 2020: 10,3%

Neste tegningsperiode: desember 2020.

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).

#### **Forklaringer:**

- (1) HRFX - Global alternativ investeringsfondsindeks i lokal valuta (USD).
- (2) HRFX - Global alternativ investeringsfondsindeks omregnet i norske kroner.
- (3) VINX - Nordisk aksjeindeks i lokal valuta (euro).
- (4) VINX - Nordisk aksjeindeks omregnet i norske kroner.
- (5) 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](http://www.nomacapital.no). Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.