

NOMA Fokus - kvartalsrapport for 3. kvartal 2020

Avkastning 3. kvartal: 1,54 %

Verdi pr. aksje (estimat): 103,85

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	1,54%	3,58%	0,78%	9,68%	11,57%	0,04%
Hittil i år	-3,92%	-2,95%	4,80%	7,04%	20,46%	0,48%
12 mnd. rullerende	-0,98%	-0,39%	3,93%	15,73%	29,83%	0,89%
Siden oppstart	3,85%	8,49%	24,23%	40,96%	69,49%	3,80%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	7,68%	7,72%	13,39%

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%				-3,92%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	8,2%
Sampo	8,1%
Storebrand	5,5%
Norwegian Finans Holding	5,5%
2020 Bulkens	4,0%

Aksjellokering

Netto aksjeeksponering	42%
Brutto aksjeeksponering	73%

Speakers' Corner

Du vet hva du betaler, men ikke hva du får!

Vi blir ofte spurt om vår tilnærming til aksjeinvesteringene i NOMA Fokus. Det er svært mange inngangsvinkler til det å vurdere aksjer, og over tid er det varierende faktorer som er populært å fokusere på. Likevel handler det for alle investorer om å kjøpe et selskap for mindre enn hva man mener det er verdt. Vi skiller da investering fra trading, som spekulerer på kortsiktig kursutvikling uavhengig av en verdsettelsesvurdering.

Hva et selskap er verdt er en subjektiv vurdering. Investeringsanalysen i NOMA Capital utføres som regel individuelt av forvalterne. Deretter sammenlignes vurderingene. Verdivurderingene er ofte vesentlig nærmere hverandre i selskaper hvor en større del av inntjeningen i selskapene ligger i nær fremtid. Derfor vil et selskap som f.eks. Sampo, som vi omtaler i mer detaljer i tredje del av kvartalsrapporten, ha verdivurderinger som ligger tett opp mot hverandre. Det er altså liten risiko i selve verdianslaget. Vi vet med høy grad av sikkerhet hvilken verdi vi kjøper, og hvilken pris vi kan kjøpe det til. Det er dette vi mener med lav risiko. Når vi mener at rabatten er stor nok, investerer vi tungt. Vi vet ikke når verdien av selskapet vil reflekteres i børskursen, men risikoen for at verdien endrer seg er mindre, og da kan vi være tålmodige. Volatiliteten i børskursen gir derfor muligheter når den underliggende verdien i selskapet svinger vesentlig mindre enn børskursen.

I den andre enden av skalaen finner vi selskaper hvor inntjeningen ligger lengre frem i tid. Ofte har slike selskaper ingen beviste forretningsmodeller å vise til. For å nå uttalte målsetninger må veksten være høy i en lang periode. Verdivurderingen blant NOMA-forvalterne står ofte lengre fra hverandre for denne type selskaper. Vi vet hva prisen for selskapet er gjennom børskursen, men vi vet ikke med høy grad av sikkerhet hvilken verdi vi kjøper.

For NOMA Fokus prioriterer vi å investere i selskaper hvor risikoen i verdsettelsesanslaget er mindre. Det er dette som har gitt best resultater over tid. Vi tror at mange investorer bruker for mye tid på å finne selskaper

med særlig stor oppside, og for liten tid på å vurdere nedsiden (risikoen).

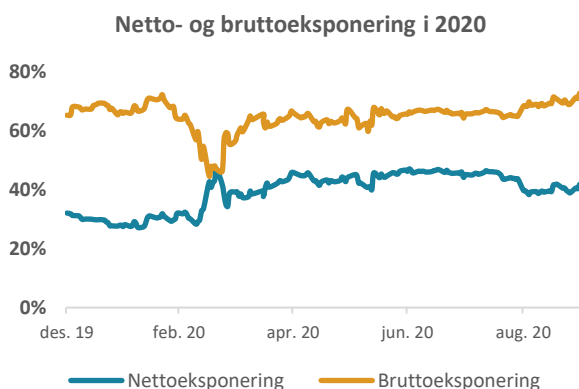
Kanskje er fokuset så høyt fordi mange har for stor tiltro til sine evner til å spå om et selskaps inntjening langt frem i tid. Uansett vil prisen investoren betaler for et selskap styre hvilken avkastning en oppnår i fremtiden.

Utviklingen siden finanskrisen, og særlig gjennom de siste 3 årene, gjør at vi ser stadig økte muligheter for å investere i selskaper med lavere verdivurderingsrisiko til en fornuftig pris. Lavere global økonomisk vekst, renter fallende ned mot null, og høy flyt av sparekapital inn i indeksfond har bidratt til at mange selskaper og sektorer med lav risiko i økende grad blir oversett og glemt. Investorfokus og kapitalen har gått mot selskaper med høy forventet vekst til dels langt inn i fremtiden. Historien viser at disse sekulære skiftene reverseres. Når dette inntreffer, ventes det å bidra signifikant til avkastningsmulighetene for NOMA Fokus.

Markeds- og porteføljekommentarer

NOMA Fokus oppnådde en avkastning på 1,54% i 3. kvartal. Globalt steg indeksen for fond som kan sammenlignes med NOMA Fokus med 0,78%, målt i norske kroner (HFRX). Oslo børs steg 7,65% (OSEBX), og den nordiske VINX-indeksen 9,68%, målt i lokal valuta.

Fondet har gjennom kvartalet hatt en gjennomsnittlig eksponering mot aksjemarkedene på 44% netto og 68% brutto. Det har kun vært mindre endringer i aksjeeksponeringen. Utover dette har fondet solgt seg helt ut av kredittobligasjoner. Disse har bidratt positivt til avkastningen for kvartalet.



Kilde: NOMA Capital

Den økte porteføljekonsentrasjonen fortsatte gjennom 3. kvartal. Fondets investeringer i Sampo, Storebrand og Norwegian Finans Holding (Bank Norwegian) er økt marginalt i kvartalet. Kongsberg Gruppen er tatt inn i september. Posisjonene i Olav Thon Eiendomsselskap og Infront er redusert etter kraftig rekyl for begge siden Covid-19 inntraff i mars.

Fra 2. kvartal og gjennom hele 3. kvartal har det vært en kraftig økning i selskaper som er blitt børsnotert. Det gjelder særlig i Norge. Merkur Market, en av fire handelsplasser på Oslo børs, har tiltrukket seg de fleste av de nye noteringene. Et overveldende flertall av disse selskapene driver innenfor informasjons- og miljøteknologi. Vi ser veldig positivt på det som finner sted for tiden. Oslo børs trenger et bredere spekter av selskaper, og de nyanoterte selskapene er et fint

supplement til de eksisterende børsnoterte selskapene. Investorinteressen har derfor vært meget stor.

Så lenge investorappetitten opprettholdes vil antall selskaper øke frem mot årsskiftet, trolig kun avbrutt av perioden rundt valget i USA som finner sted i begynnelsen av november. Vår erfaring er at etterspørselen etter denne type selskaper etter hvert vil mettes. Da vil klinten skilles fra hveten. Noen klare vinnere vil utkrystallisere seg, mens mange selskaper vil skuffe sine aksjonærer med løfter som har vært urealistiske. Derfor er det viktig å være selektiv når euforien er på sitt høyeste, som nå.

Fondet har deltatt i tre slike noteringer gjennom 3. kvartal. Merzell er en leverandør av elektroniske anbudsverktøy og informasjon mellom innkjøpere og leverandører i det profesjonelle markedet. Selskapet hentet egenkapital i juni, og ble notert tidlig i juli. Aksjekursen har i etterkant steget betydelig. Vi solgte oss ut av selskapet gjennom juli og august med god gevinst.

Zaptech er et norsk selskap som leverer smarte ladesystemer for elbiler til borettslag og bedrifter. Neste år vil Zaptech øke satsingen gjennom nyutviklede ladere mot det private markedet, både i Norge og mot andre markeder i Europa. Selskapets ambisjoner er å bli en betydelig aktør i et sterk voksende marked i lang tid fremover. Emisjonen ble gjennomført helt mot slutten av 3. kvartal, med notering tidlig i oktober.

Selskapet Play Magnus med vår verdensmester i sjakk, Magnus Karlsen, som gründer og en av selskapets største aksjonærer, trenger kanskje ingen introduksjon for de fleste av våre lesere. Selskapet har på tilsvarende vis som de to ovennevnte selskapene, hentet ny egenkapital mot slutten av september, med notering inn i oktober. Play Magnus retter seg mot den kraftig økende digitaliseringen av sjakkspill, onlineturneringer og e-læring.

Felles for disse tre selskapene er at de vurderes som opportunistiske investeringer for fondet. Posisjonene er derfor relativt små.

Elliptic Labs og Xplora Technologies er to andre selskaper som vil noteres i løpet av 4. kvartal. Disse har vært i NOMA Fokus porteføljen mellom to og fire år, og utgjort brorparten av fondets unoterte eksponering siden etableringen av fondet i 2016. Gjennom denne perioden har fondet deltatt i flere emisjoner i disse selskapene.

Elliptic Labs planlegges notert på Merkur Markets i midten av oktober. Selskapet ble etablert i 2006, og er et norsk teknologiselskap som ved hjelp av ultralyd og kunstig intelligens lager smarte sensorer til bruk i bl.a. mobiltelefoner og bærbare PCer. Selskapets sensorløsninger er i høy grad disruptive da de erstatter tradisjonelle hardware-løsninger i en rekke elektroniske konsumentprodukter. I tillegg bidrar sensorene til å spare strøm, noe som blir stadig viktigere for både produsentene og brukerne.

Elliptic har over tid etablert et økosystem med globale partnere som Samsung, Qualcomm, Mediatek, Intel, Google og Microsoft. Dette er avgjørende for at selskapet skal kunne oppnå suksess.

Utviklingen i Elliptic de siste månedene har vært meget positiv. Innenfor mobiltelefoner har selskapet meldt om flere kontrakter, både mot eksisterende kunder, men også mot nye andre store aktører. Sannsynligheten har økt for at selskapet kommer inn med flere sensorer i hver mobiltelefon. Markedspotensialet for Elliptic antas å være mellom to og fem milliarder kroner årlig.

Innenfor bærbare PCer er Intels valg av Elliptic som partner en gamechanger for selskapet. Med Intels markedsandel på mer enn 80%, vil Elliptics løsning nyte godt av å bli en standard for dette markedssegmentet. I etterkant av nyheten om Intel partnerskapet, har Elliptic meldt om samarbeidsavtaler med en rekke ledende globale pc-produsenter. Markedspotensialet estimeres til mellom tre og seks milliarder kroner årlig for Elliptic.

Innen to til tre år vil andre segmenter som smart-TV, tingenes internett (IoT), og bilindustrien kunne bli nye store markeder for Elliptics sensorløsninger.

Xplora Technologies er et norsk teknologiselskap etablert i 2009, med en visjon om å gi barn en trygg

introduksjon til den digitale hverdagen, og en bedre balanse mellom skjermtid og fysisk aktivitet. Selskapet tilbyr smartklokker med eSIM for barn. Med klokkene kan barn enkelt ringe til, sende meldinger og bilder til de kontaktene som foreldrene bestemmer. I tillegg har Xplora utviklet en innholdsplattform som bidrar til at barn insentiveres til å bli mer aktive i hverdagen.

Liksom Elliptic har Xplora etablert et økosystem med partnere innenfor distribusjon, telekomoperatører, innholdsaktører og andre strategiske områder. Blant mange kan Deutsche Telekom, Walt Disney, Qualcomm og Unicef nevnes.

Selskapet har på tilsvarende måte hentet egenkapital i forkant av noteringen på Merkur Markets, som forventes å finne sted i begynnelsen av november.

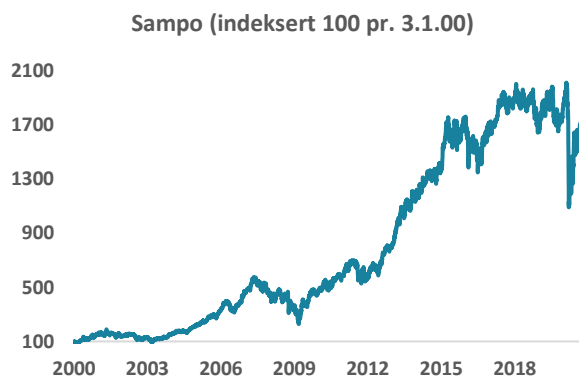
Felles for Elliptic Labs og Xplora Technologies er at begge selskaper har, eller er i ferd med å ta, globale markedsposisjoner innenfor sine områder. Verdiskapingen ligger innenfor kapitallette forretningsmodeller som er meget skalerbare. I løpet av de neste årene vil begge selskaper vise en god lønnsomhetsutvikling.

Vi tror begge selskaper vil bli meget godt mottatt av investorene, og gi en solid oppgang i verdsettelsen. Noteringene gjør også at fondets nettoeksponering fremover vil gi et bedre bilde av avkastningspotensialet for NOMA Fokus.

Sampo

I NOMA Capital definerer vi Sampo som et kvalitets-selskap. Slike selskaper vil over tid skape store verdier for sine aksjonærer. Når markedsaktørene forstår kvaliteten av verdiskapingen, vil selskapene som regel reprises og forbli meget høyt priset. En sjelden gang inntreffer det situasjoner som gir investorene mulighet til å investere i kvalitets-selskaper til fornuftige inngangsnivåer. Covid-19 skapte en slik mulighet i Sampo for NOMA Fokus i mars.

Definisjonen på kvalitets-selskaper er forskjellig fra investor til investor. For vårt vedkommende er et selskaps evne til å allokere kapital ett av de viktigste kriteriene. Etter vårt skjønn undervurderes dette bidraget til selskapenes verdiskaping. Sampo har historisk vært god på kapitalallokering, noe som har bidratt til den sterke kursutviklingen over lang tid.



Kilde: inklusive utbytter, Bloomberg data

I perioden fra 1. januar 2000 (like før IT-boblen sprakk) frem til i dag, har Sampo gitt ca. 1.670% avkastning, eller nesten 15% årlig. For en lavrisiko aksje i en traust industri er dette imponerende. I 2000 var Storebrand ikke ulikt Sampo som selskap. I tilsvarende periode har Storebrand oppnådd en akkumulert avkastning på kun 55%, eller vel 2% årlig. Vi tror mye av forskjellen kan forklares med selskapenes kapitalallokering.

I februar 2004 solgte Storebrand selskapets andel i If skadeforsikring til Sampo for 5,4 mrd. kroner. Dette priset If på 100% basis til 24 mrd. kroner, eller ca. 2,7 mrd. euro etter datidens valutakurser.

Salget ble gjennomført etter en langvarig svak periode for skadeforsikringsbransjen. På salgstidspunktet hadde pilene derimot begynt å peke oppover igjen, og Sampo og Storebrand satt med lik informasjon om utviklingen i If. Storebrand solgte, og Sampo kjøpte. Siden salget ble gjennomført i 2004, har If tjent mer enn 12 mrd. euro før skatt for Sampo. Sampo har altså tjent inn summen som ble betalt mange ganger. I tillegg er Sampo eier av et selskap som i dag er verdt minst 15 mrd. euro, basert på relativ prising til de børsnoterte konkurrentene i Norden.

Summen av inntjeningen siden 2004, og dagens antatte verdi av If, utgjør mer enn det dobbelte av dagens verdi på hele Storebrand. Dette viser hvor viktig kapitalallokering er for langsiktig verdiskaping. Rett før finanskrisen oppsto tre år senere brukte Storebrand ca. 18 mrd. kroner på oppkjøpet av svenske SPP. Dette kan måles opp mot dagens verdi av Storebrand på ca. 24 mrd. kroner. Tenk om Storebrand hadde benyttet den samme summen til å kjøpe ut Sampos 77,5% i If i stedet!

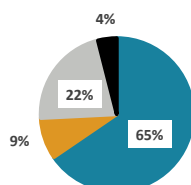
Mens Storebrand kjøpte virksomheter rett for finanskrisen, gjorde Sampo det motsatte. I 2006 ble bankvirksomheten solgt med en gevinst på 2,9 mrd. euro. Prisen utgjorde rundt 3 ganger bokført egenkapital. Var dette et godt salg? Utvilsomt, ja! I dag prises de fleste nordiske banker under bokført egenkapital. Vi tror derfor at Sampos eiere er mer fornøyd enn Danske Banks eiere, som kjøpte banken på rekordhøye prisingsmultipler.

Etter finanskrisen brukte Sampo salgssummen til å bli største eier i Nordea til rundt bokført egenkapital. Investeringen i Nordea har imidlertid ikke vært like suksessfull for Sampo. Europeisk bank har vært preget av blant annet strengere myndighetskrav, store investeringer i teknologi, og fallende renter som er negativt for lønnsomheten. Til tross for at If har fortsatt å levere fantastiske resultater for Sampo, har fokuset flyttet seg over til skuffelsene i Nordea.

Sampo må i stadig større grad vurderes som et skadeforsikrings-selskap. Selskapets eierskap i If og Topdanmark utgjør i dag ca. to tredjedeler av verdiene. I august offentliggjorde Sampo et bud på britiske Hastings

Group. Hvis Sampo lykkes med budet, vil selskapets eksponering mot skadeforsikringssegmentet ytterligere øke.

Fordeling verdier i Sampo

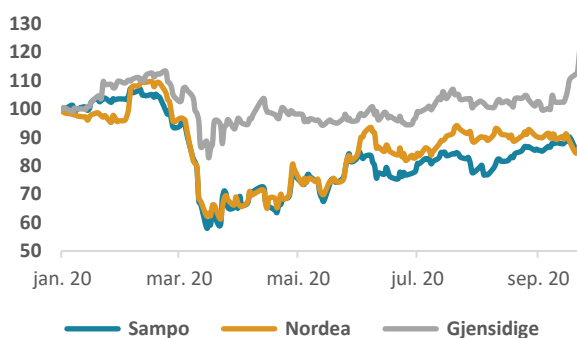


■ Skadeforsikring ■ Livforsikring ■ Bank (Nordea) ■ Annet

Kilde: NOMA Capital estimat

På tross av den stigende kapitalallokeringen mot skadeforsikring, prises likevel Sampo i stadig større grad som en bank. De daglige kursendringene i Nordea og Sampo har i tillegg samvariert i tilsvarende økt grad. Vi finner begge trender irrasjonelle all den tid Nordea utgjør 20% av verdiene i Sampo.

Relativutvikling Sampo, Nordea og Gjensidige i 2020



Kilde: Infront data, NOMA Capital

Særlig merkbart var samvariasjonen under Covid-fallet i mars, da Sampo fulgte bankaksjene kraftig ned på forventninger om økte tap og ekstremt lave renter i lang tid fremover. Skadeforsikringsselskapene klarte seg derimot vesentlig bedre. At verdiene i If skulle falle vesentlig mer enn hos konkurrentene ga ingen mening. Vi benyttet derfor muligheten til å kjøpe aksjer i Sampo fra midten av mars til midten av april. Sampo er nå en av de største investeringene i NOMA Fokus.

Sampo kursutvikling i 2020



Kilde: Infront data

Vi mener Sampo er verdt minst 45 euro i dag. Det er oppside i dette anslaget etter hvert som Nordea begynner å vise forbedrede resultater som følge av bankes lønnsomhetstiltak de siste årene. Skulle dagens ledelse og styre fortsette å utvise historisk kapitalallokeringstefte, er det ytterligere potensiale.

I vår vurdering av Sampo er den lave volatiliteten i inntjeningen meget attraktiv, og langt lavere enn hva svingningene i aksjekursen gjennom 2020 tilsier. Kursvolatilitet skaper muligheter, og er ofte en nødvendighet for å få muligheten til å kjøpe kvalitetsselskaper til fornuftige priser. Volatiliteten er derfor vår venn i disse tilfellene.

Hva så med Storebrand? Det er ingen lystig historikk som beskrives over. Dagens ledelse og styre er beviselig vesentlig bedre på kapitalallokering enn hva vi har opplevd under tidligere perioder. Storebrand har vært aktive kjøpere av mindre selskaper de siste årene. Silver, Cubera og INSR fremstår som meget gode kjøp. Overtagelsen av forvaltningsselskapet Skagen er det litt for tidlig å si noe om. Men det ser ut som at Storebrand ledelsen har klart å stabilisere situasjonen og ta ut de synergiene som ble kommunisert ved oppkjøpstidspunktet.

Sampo og Storebrand var ganske like for 20 år siden. I perioden frem til i dag har de gått i hver sin retning. Sampo er i all hovedsak et skadeforsikringsselskap, mens Storebrand er et livsforsikringsselskap og en leverandør av spareprodukter.

Storebrand har levert stadig bedre underliggende resultater de siste årene. Dette gjenspeiles imidlertid ikke i aksjekursen som følge av et stadig lavere rentenivå. Selskapet har fortsatt en stor portefølje med avkastningsgaranterte livprodukter. Med fallende renter, blir det stadig mer utfordrende å oppnå nivåene på garantiene til kundene. På tross av dette har selskapet oppnådd så gode resultater at det tyder på en helt annen kvalitet i driften enn hva tilfellet var for hhv. 10 og 20 år siden. Skulle rentenivået begynne å stige igjen, vil dette gi en kraftig medvind for Storebrand. I en

porteføljesammenheng bidrar investeringen i Storebrand til å redusere risikoen i NOMA Fokus. En renteoppgang som er positiv for Storebrand vil kunne generelt påvirke aksjemarkedet negativt. Dette, kombinert med vår tro på vesentlig bedre kapitalallokering i selskapet, og sterkt forbedret drift, gjør at også Storebrand utgjør en betydelig del av porteføljen i NOMA Fokus.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 30. september 2020: 10,1%

Neste tegningsperiode: desember 2020.

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 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 kursstap. 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.