

Utdrag fra NOMA Fokus 2. kvartalsrapport 2020

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 kvalitets-selskaper. 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.

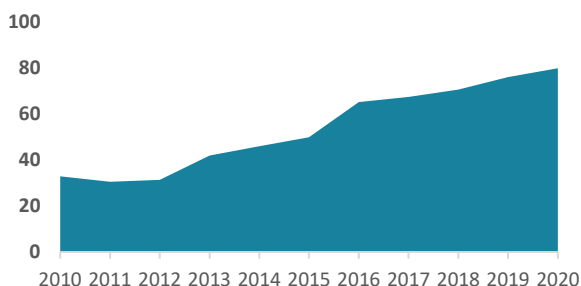
Den glade laks

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.

Norsk eksportverdi laks og ørret (mrd. NOK)



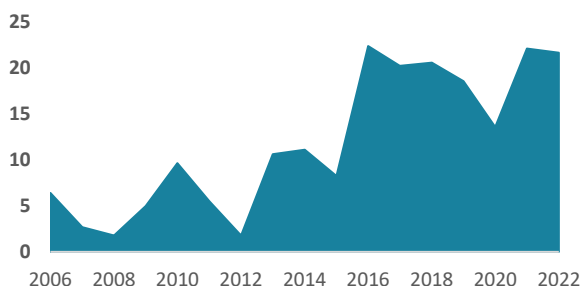
Kilde: MOWI, NOMA Capital estimat for 2020

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 sjømat-selskapene mer enn 15% av hovedindeksene på Oslo børs, en tre-dobling fra kun 5 år tilbake.

Driftsmarginer i kr. pr. kilo laks i Norge



Kilde: DNB Markets, 2020 – 2022 estimat

Dagens børsnoterte oppdrettsselskaper 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 faser 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

Kilde: Nordea/Refinitiv

24,5 14,5 12,7

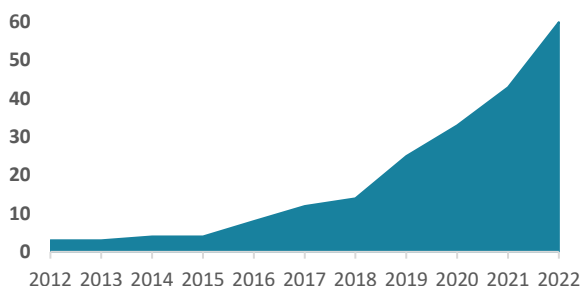
Som vi gjentar til det kjedsommelige i våre kvartalsrapporter: Inngangsprisen som betales når det investeres i et selskap, bestemmer avkastningen på lang sikt. Vurderingen av Atlantic Sapphire har vært at for mye av forventet suksess har vært diskontert inn i kursen det siste året. Som første store aktør 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.

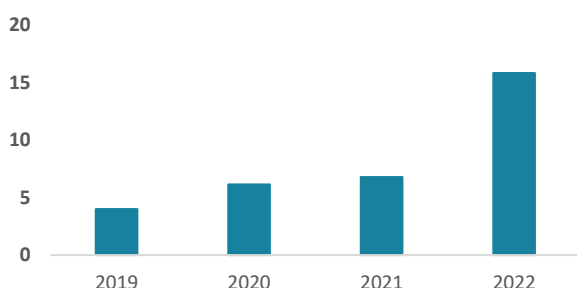
Faktisk og forventet produksjon på Island



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. Ferdigstilling 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 Bakkafrost, 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.

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.

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.