

NOMA Fokus - kvartalsrapport for 1. kvartal 2019

Avkastning 1. kvartal: **3,75 %**

Verdi pr. aksje (estimat): **104,56**

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 (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste kvartal	3,75%	4,84%	8,73%	0,27%
Avkastning hittil i år	3,75%	4,84%	8,73%	0,27%
Avkastning 12 måneder rullerende	-2,65%	4,86%	6,67%	0,95%
Avkastning siden oppstart	4,56%	11,08%	23,91%	2,19%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)
Standardavvik (siden oppstart)	5,37%	5,80%	10,61%

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%										3,75%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	7,1%
TGS	5,5%
Norwegian Finans Holding	4,8%
Elkem	4,6%
International Petroleum Corp	4,3%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	22%
Brutto aksjeeksponering	63%

Speakers' Corner

Verdiaksjer vs. vekstaksjer

Kun tre ganger de siste 100 årene har verdiaksjer gitt en lavere 10-års avkastning enn vekstaksjer globalt. Første gangen var på 1930-tallet. Deretter fulgte en lang periode frem til dotcom-boblen sprakk ved årtusenskiftet. Siste periode startet i forkant av finanskrisen i 2008 og vedvarer fortsatt. For sistnevnte periode er den akkumulerte meravkastningen på 70%, som gir en årlig meravkastning på 5%. Det spesielle med denne perioden er at vekstaksjer har gjort det bedre både under nedturen i finanskrisen, men også i den langvarige oppturen i etterkant. Kombinasjonen har vi ikke opplevd tidligere.

Relativ utvikling vekstaksjer vs. verdiaksjer (globalt)



Hvorfor har vekstaksjer gjort det så mye bedre enn verdiaksjer de siste 12 årene? Forklaringen til det er mangfoldig.

Forholdet mellom tilbud og etterspørsel avgjør prisen. Som andre varer preget av knapphet, er også vekstaksjer blitt en mangelvare som dermed prises høyt. Produktivets- og befolkningsveksten i den vestlige verdenen har falt de siste 12 årene, og har bidratt til en lavere nominell BNP-vekst. Færre selskaper oppnår høy omsetningsvekst og vinnerne tar en større del av kaken. I tillegg er det en klar trend at bedrifter med høy vekst velger å børsnotere seg stadig senere i vekstfasen.

Etter finanskrisen har institusjonelle investorer, som følge av regulatoriske forhold, eller egne pålagte mandatbegrensninger, i mindre grad anledning til å

investere i ikke-børsnoterte selskaper. Begrensningene gjør det enda vanskeligere for mange institusjonelle investorer å oppnå eksponering mot vekstaksjer. Knappheten på børsnoterte vekstaksjer gjør at de fleste dermed prises meget høyt.

Utviklingen i rentenivået siden finanskrisen er også en viktig forklaring.

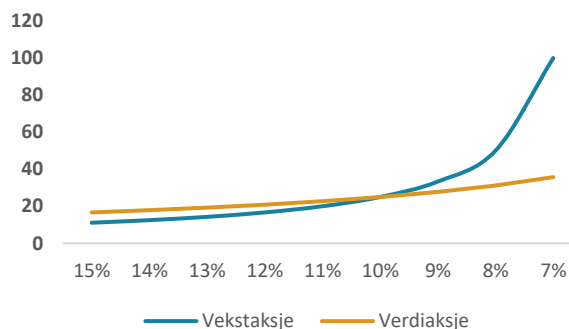
US 10-års rente 2007 - 2019



Kilde: Infront

Når renten faller vil avkastningskravet til en investor, alt annet like, reduseres. Med lavere avkastningskrav vil verdien av fremtidig kontantstrøm øke. Dette gjelder for alle aksjer. Effekten er imidlertid vesentlig sterkere for vekstaksjer.

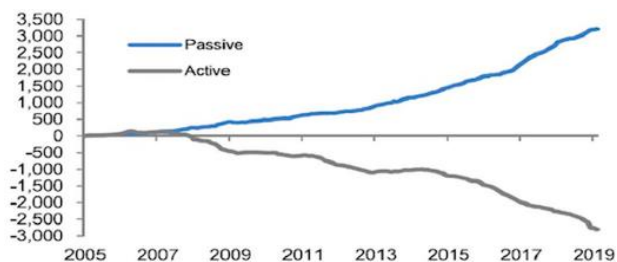
Verdi av kontantstrøm gitt diskonteringsrente



Som vist i grafen over vil vekstaksjer teoretisk øke mer i verdi når rentene faller. Dette fordi det meste av kontantstrømmen ligger lengre frem i tid enn for verdiaksjer. Verdiaksjer har normalt høy kontantstrøm i dag, men begrenset vekst fremover. Et fall i diskonteringsrenten vil da ikke slå like mye på den teoretiske verdsettelsen.

Rentefallet er imidlertid ikke den eneste grunnen til at vekstaksjer har gjort det best siden starten av finanskrisen. Siden finanskrisen har brorparten av ny sparekapital gått inn i indeksfond som følger indeksene slavisk.

Akkumulert nettosparing i indeksfond vs. aktive fond



Source: J.P. Morgan Quantitative and Derivatives Strategy, EPFR

Etterhvert som vekstaksjene har utviklet seg bedre enn verdiaksjene, har vekstaksjenes andel av indeksene også økt betydelig. Dermed har en positiv sirkulær trend oppstått. Fondene må da kjøpe mer av disse aksjene for å holde seg innenfor sine mandater. De berømte FAANG-aksjene, Facebook, Amazon, Apple, Netflix og Google, er gode eksempler på denne utviklingen. Desto mer kursene øker relativt til verdiaksjer, desto høyere vektning i indeksene. Den stadig større andelen av indeksfondinvestorer er dermed blitt momentum investorer, trolig uten at de er særlig klar over det selv. Reverseres utviklingen vil nok dette bli en del av pressens forsidefokus i neste markedsnedtur.

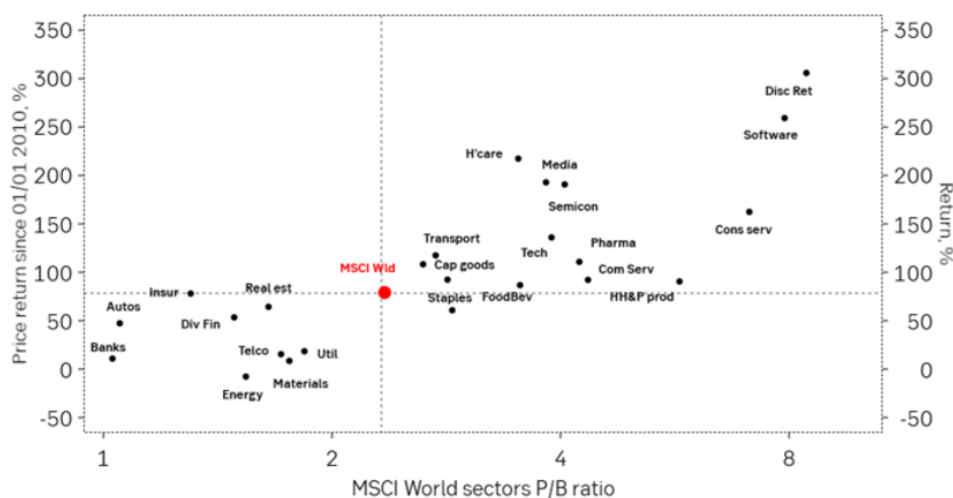
Hva er konsekvensen av denne utviklingen? Som vi har kommunisert i tidligere kvartalsrapporter, mener vi at aksjemarkedene generelt er høyt priset. Dette er i stor grad drevet av vekstaksjenes utvikling. Men ikke alle aksjer er dyre, og etter det store børsfallet gjennom 4. kvartal i fjor fremstår mange verdiaksjer som attraktive. I oversikten under sammenlignes sektorprising i forhold til bokført egenkapital, med hvilken avkastning de har hatt siden 2006 (MSCI global).

Konklusjonen er rimelig klar. Dyre vekstselskaper har blitt dyrere, mens sektorer med vekst på eller under nominell BNP-vekst, har utviklet seg dårlig, og prises til meget moderate multipler. Forskjellen har aldri vært større.

Fremover tror vi det er sektorer nede i det venstre hjørnet av dette diagrammet som har de beste avkastningsmulighetene. Selskapene i disse sektorene oppfattes som upopulære og i stor grad oversett av mange investorer. De utgjør en stadig mindre del av indeksene som kjøpes.

Vi er store tilhengere av teorien om «mean-reversal», og tror den relative utviklingen mellom verdiaksjer og vekstaksjer vil snu denne gangen også. Vi vet bare ikke når. Mens vi venter vil verdiaksjene med høy grad av sannsynlighet bygge verdier, generere høy kontantstrøm og dele ut generøse utbytter til sine aksjonærer. Det er mer enn godt nok for oss.

Sektoravkastning vs. sektor pris/bok siden 2006



Source: Macrobond, Bloomberg

Markedskommentarer

Årets første kvartal ble nær den rake motsetningen til fjorårets siste kvartal. Etter en brutal nedtur i markedene mot slutten av fjoråret, snudde stemningen samtidig med at nyttårsrakettene gikk i været. Nå var det nok ikke euforien fra nyttårsfeiringen som snudde kursene, men snarere at sjefen i den amerikanske sentralbanken, Jerome Powell, tydeligvis hadde som nyttårsforsett å gjeninnføre den mye omtalte «Fed-put'en». Gjennom 4. kvartal uttalte Powell at tilstramningen av såkalte kvantitative lettelser (QT) ville fortsette på autopilot. Det likte markedsaktørene veldig dårlig fordi de er blitt vant til å bli reddet av sentralbankene når markedsutviklingen er negativ. Slik har det vært siden tidligere sentralbanksjef Greenspans tid fra 1987, og etablerte tradisjoner skal ikke rokkes ved.

Motstandere av sentralbankens gjentagende vilje til å beskytte investorene hadde håpet at Powells inntreden som sentralbanksjef i februar 2018 skulle endre kursen. Powell har nemlig ikke den klassiske sosialøkonomiske bakgrunnen som de fleste tidligere sentralbanksjefer. Han er utdannet innen statsvitenskap og jus, og har en lang karriere fra forskjellige investeringsbanker.

Derfor kom det svært overraskende på markedet, oss inkludert, at Powell, allerede nå, noen få dager inn i 2019 snudde 180 grader. Alle midler for å støtte opp under økonomien ved behov ville bli benyttet. «Fed-put'en» var tilbake, og med det investorenes risikoappetitt. Snakk om følelsen av déjà vu! Aksjemarkedene reagerte med sterk oppgang gjennom 1. kvartal, og da særlig i januar. I februar fulgte Powell opp med nye markedsvennlige uttalelser, som i realiteten fjernet sannsynligheten for ytterligere rentehevinger. I bakgrunnen smilte nok president Trump godt. Han har plaget Powell hyppig med twittermeldinger om uansvarligheten ved Powells agerende gjennom annet halvår 2018.

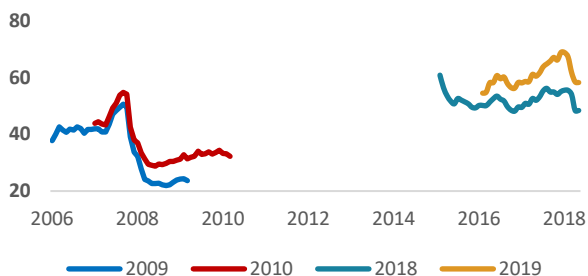
Med dette bakteppet steg Oslo børs 8% i kvartalet, mens det nordiske markedet økte med 8,7%, målt i norske kroner. Mest fornøyd med Powell var investorene i USA, hvor S&P500 steg med 13,1% målt i US dollar.

Hvorfor utførte Powell denne kuvendingen? Åpenbart fordi økonomiske data begynte å svekke seg overraskende mye, noe som bidro til at det amerikanske aksjemarkedet falt som en sten frem mot nyttår. Paradoksalt nok virker det som om aksjeinvestorene heller ønsker lavere renter og løssluppen pengepolitikk, enn høy økonomisk aktivitet med god verdiskapning for bedriftene. Dette er verden vi lever i, foreløpig. Argumentet går nemlig på at svekkelsen i økonomien gjør at renteoppgangen i de fleste land er lagt på hyllen for denne gang, og som beskrevet i «Speakers' Corner» tidligere i rapporten, fører lavere renter til at selskapene blir mer verdt. Slik er det inntil økonomien blir tilstrekkelig svak. I et slik scenario vil selskapenes inntjening falle betydelig, og da hjelper det lite med lavere renter. Det store 1000 kroners spørsmålet er om vi allerede er i en slik situasjon i dag?

På neste side vises utviklingen av de historiske inntjeningsestimaterne på Oslo børs. Her er det flere ting å merke seg:

1. Inntjeningsestimaterne har allerede begynt å falle betydelig. Dette er helt i tråd med våre spådommer i forrige kvartalsrapport.
2. Inntjeningen i 2018 var lavere enn hva konsensus var for selskapene i forkant av 2009 og 2010. Merk at Oslo børs (OSEBX) da var rundt 460, mens vi i skrivende stund nærmer oss 900. Det altså uten at forventningene til inntjeningen er økt vesentlig siden den gang. Årets inntjeningsestimater (2019) begynner også å komme ned på nivåene fra for 10 år siden, og det er høyst uvisst om disse estimatene har sluttet å falle.
3. Når estimatene først begynner å falle så pleier de å falle mer og lenger enn hva investorene først ser for seg.

Oslo børs - konsensus inntjeningsestimater



Kilde: Factset/ABG Sundal Collier

NOMA Fokus oppnådde en avkastning på +3,75% i 1. kvartal, lavere enn det nordiske aksjemarkedet, men over forventningene justert for fondets nettoeksponering mot aksjemarkedet. Fondets nettoeksponering økte gjennom markedsfallet før nyttår, men som vi skrev i forrige kvartalsrapport, er ikke prisingen i markedet tilstrekkelig lav nok til å øke aksjeinvesteringene vesentlig. Fondet gikk inn i kvartalet med en nettoeksponering mot aksjemarkedene på 29% av fondets kapital.

Våre modeller viser fortsatt en forventet årlig avkastning neste 10 år på rundt 1%, etter å ha vært oppe i ca. 2,6% før oppgangen i 1.kvartal. Dette er ikke nivåer vi er komfortable med for å øke eksponeringen i fondet. Det store utfallsrommet fremover gjør at vi fortsetter å ha fokus på å bevare kapitalen fremfor å øke risikoen. Investorene påtar seg for tiden for mye risiko for å oppnå ønsket avkastning.

Gjennom 1. kvartal har nettoeksponeringen variert mellom 21% og 32%, med et gjennomsnitt for kvartalet på 27%. Ved utgangen av mars var nettoeksponeringen på 22%. Det forventes en økende bruttoeksponering, og en noe mer opportunistisk tilnærming til nettoeksponeringen, men fortsatt på lave nivåer.

De siste offisielle makrotallene indikerer at økonomien er i ferd med å stabilisere seg i USA og Kina. Særlig i Kina skyldes nok stabiliseringen i stor grad massive offentlige stimulanser primært rettet mot privat konsum. Høy global aktivitet de siste årene har gjort det mulig for Kina å redusere veksten i kreditt pr. enhet BNP fra en multiplum på 5 ned til ca. 2,5. Nå er dette forholdstallet

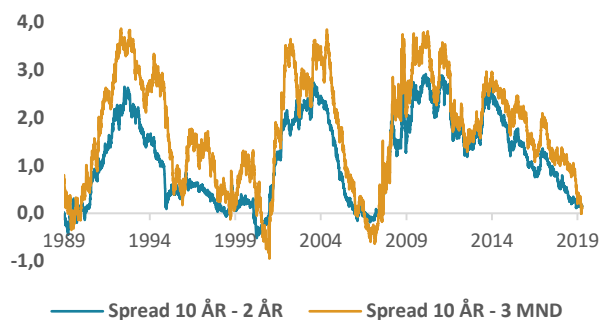
trolig på vei opp igjen. Sårbarheten synes således ikke å være vesentlig redusert, og det blir ikke lettere å komme ut av denne gjeldsspiralen.

I Europa indikerer tallene videre svekkelse i økonomien. Utviklingen fremover er altså fortsatt preget av usikkerhet. Det vi imidlertid vet er at de nordiske aksjemarkedene ikke priser inn en videre svekkelse i Europa. Risikoen synes fortsatt å ha en vesentlig asymmetri mot nedsiden. Som de fleste vet går det raskere i utforbakker enn i oppoverbakker. Så også i aksjemarkedene.

Vi har tidligere omtalt rentekurvene som en viktig ledende indikator på hvordan det går med økonomiene. Den amerikanske rentekurven har lenge vært på nivåer som indikerer at vi nærmer oss en resesjon. Differansen mellom 10 års renten og 2 års renten på statspapirer har foreløpig holdt seg på pluss siden. Siden forrige rapport har imidlertid 10 års renten falt ned under nivået på 3 måneders renten slik at differansen er blitt negativ.

Renteforskjell US 10 år vs. US 2 år / US 3 måneder

Kilde



Kilde: Infront

Når aksjemarkedet og rentemarkedet er uenige om utfallet i økonomien, som nå synes å være tilfellet, er det historisk sett rentemarkedene som oftest har hatt rett. Kanskje skyldes det at renteinvestorene er smartere enn aksjeinvestorene, men vel så sannsynlig er det at de er opplært til å hovedsakelig fokusere på nedsiden, og derfor er flinkere til å forutse kommende resesjoner. Uansett, utviklingen i rentefallet, og det sterke aksjemarkedet, vil trolig ikke fortsette utover i 2019. En av leirene vil ta smertelig feil til slutt.

Nordic Semiconductor

Nylig deltok vi på et seminar arrangert av SB1 Markets, hvor temaet var rettet mot norske teknologiselskaper som har oppnådd stor suksess internasjonalt. At selskapenes gründere og styreledere formidlet sine erfaringer, og ikke administrativ ledelse, gjorde at fokuset ble mer overordnet og interessant for oss i salen.

Det var klare fellestrekk i budskapene fra foredragsholderne. De mest sentrale for oss var:

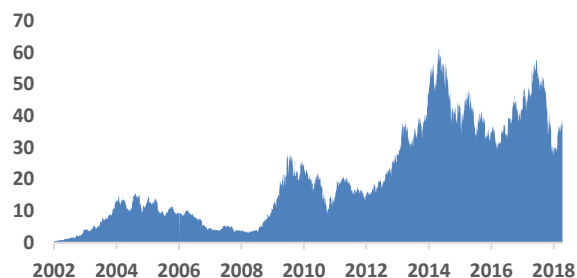
- Ting tar tid – også suksesshistorier
- Evnen til å gjennomføre er avgjørende – mennesker alfa og omega
- Norge mangler ikke risikokapital som politikerne ofte fremhever – Norge mangler tålmodig risikokapital
- Politikere generelt skjønner ikke, eller vil ikke skjønne, konsekvensene av norske rammebetingelser, og da særlig formuesskatten

I en global sammenheng er vi som nasjon meget gode innen utvalgte teknologiområder og industrier. Vi har dog ikke kultur og rammebetingelser for å bli sittende som eiere hele veien. Kortsiktigheten preger norske investorer noe som smitter over på selskapene. Utlendingene tar over eierskapet og stikker av gårde med brorparten av verdiskapningen.

Nordic Semiconductor (NOD), en av disse suksesshistoriene, ble presentert av styreleder Birger Steen. Steen har lang ledelses- og styreerfaring fra teknologiselskaper internasjonalt.

Vi har fulgt selskapets reise i over 20 år og har oppnådd en årlig avkastning på over 20% i periodene vi har vært aksjonærer. Likevel legger vi ikke skjul på at det har vært en til tider frustrerende tålmodighetsprøve.

Kursutvikling NOD 2002 - 2019



Kilde: Infront

Utgangspunktet for NOD har vært klassisk norsk. Høy kompetanse fra teknologimiljøet i og rundt NTNU i Trondheim, kombinert med fryktløse investorer, og visjonære «gründere»/ledere og styremedlemmer. Ambisjonene til myggen NOD om å bli en ledende global halvlederaktør innen sitt segment, skulle i utgangspunktet ikke være mulig å oppfylle. Da vi ble kjent med NOD, trodde vi selskapet skulle bli et klassisk ett-produkt selskap med noen få store kunder, og en levetid på noen år. Oppsiden lå i et oppkjøp med 30 – 50% kurspremium fra en stor internasjonal aktør, som tilfredsstilte utålmodige norske investorer. Der tok vi heldigvis feil.

Halvlederindustrien er ekstremt konkurranseutsatt. Den preges av store svingninger med høy innovasjonstakt og korte produksyklusser. Samlet årlig omsetning for industrien er nesten USD 500 milliarder. NODs andel av omsetningen utgjør mindre enn 0,1% av dette. Innenfor sitt segment er NOD likevel blitt en ledende aktør med 35-40% markedsandel, i sterk konkurranse med store konkurrenter som Texas Instrument, Qualcomm og Dialog.

NOD ble skilt ut fra Tandberg-sfæren tilbake på 90-tallet. Tidlig på 2000-tallet ble dagens leder, Svenn-Tore Larsen, rekruttert, først som styremedlem i 2 år, deretter som daglig leder. Selskapet transformerte seg vekk fra et konsultentselskap som laget integrerte kretser for lokale kunder her i Norge, til å satse globalt med en portefølje av egenutviklede integrerte kretser med lavt strømforbruk i trådløs teknologi som f.eks. tastaturer, mus, spillkonsoller og sportsutstyr. Dette var første gang

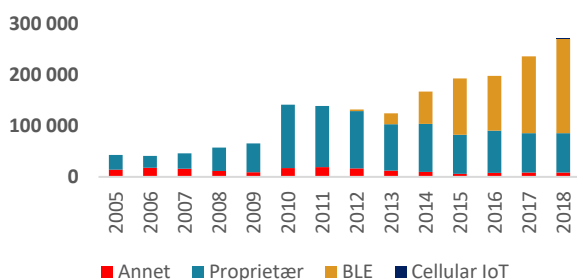
NOD foretok en stor langsiktig investering for å kunne ta større del av verdiskapingen på lengre sikt. Spørsmålet som da ble stilt var: hvordan skal selskapet bli en stor og lønnsom halvlederaktør globalt?

NOD har vært flinke til å forutse hvilke teknologi-standarder som har blitt dominerende, og utvist vilje til å satse stort og langsiktig. Kombinasjonen med ensidig fokus innen sitt markedssegment, best-i-klassen produkter og kundeorientering, har vært avgjørende for å bli en global suksessfull aktør. Det har vist seg at sluttbrukermarkedet har utviklet seg tregere enn forventningene selskapet selv og investorene har hatt. Dette har skapt frustrasjon og volatilitet i selskapets aksjekurs. Til tross for dette har NOD vært standhaftige i å følge strategien. Akkumulert kontantstrøm har siden 2005 blitt reinvestert i forskning og utvikling, og geografisk økt tilstedeværelse for å diversifisere produktporteføljen og kundebasen. Målet har vært å bli et «ordentlig» globalt halvlederselskap.

NOD har vært gjennom tre vekstfaser siden 2002. I første fase utviklet NOD proprietære løsninger som bidro til en global lederposisjon med kunder som Logitech og Microsoft. Andre fase kom i 2011 etter 4 år med investeringer som følge av at selskapet forutså at Bluetooth Low Energy (BLE) ville bli en felles standard som ville ta over for proprietære løsninger.

NOD satset stort og langsiktig og har oppnådd en global lederposisjon, også på dette området. BLE har vært den raskest voksende trådløse teknologien i historien grunnet høy adopsjonstakt. NODs proprietære og BLE produkter er begge rettet mot trådløs kommunikasjon over korte avstander.

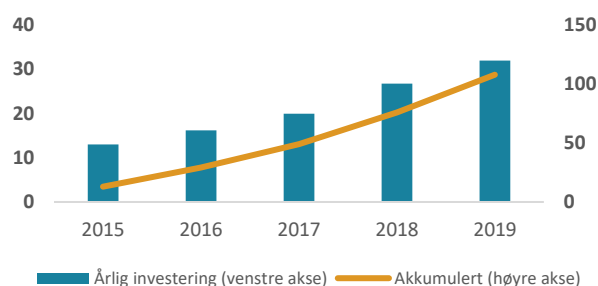
Omsetningsutvikling 2005 - 2018 (USD k)



Kilde: Nordic Semi

Nå står selskapet ovenfor tredje fase med trådløs kommunikasjon, denne gangen over lengre avstander. Igjen har NOD satset stort og langsiktig. Denne standarden er kjent som «Cellular IoT», og den er komplimenterende med BLE. NOD vil i perioden 2015 – 2019 bruke nesten en milliard kroner på forskning- og utvikling av Cellular IoT produkter. Selskapet oppnådde sitt første salg i fjorårets siste kvartal, og har som mål å være på «break-even» i 2020.

Årlige investeringer i Cellular IoT (USD mill.)



Kilde: Nordic Semi og NOMA Capital estimat for 2019

Vi på vei inn i den «perfekte stormen» med kombinasjonen av IoT (Internet of Things), utrulling av 5G nettverk globalt, og utviklingen av kunstig intelligens (AI). I kombinasjon av disse faktorene vil markedsmulighetene være eksponentielle for NOD. Selskapet nevner selv i årsrapporten for 2018 at potensialet for Cellular IoT vil være minst 10 ganger så stort som dagens BLE marked.

Analytikerne mener at NOD i dag er verdt mellom 30 og 60 kroner (kurs i dag 37). Det settes en lav verdi på Cellular IoT delen – de fleste har mellom 5 og 15 kroner pr. aksje. Med 180 millioner aksjer har NOD investert ca. 5,5 kr. pr. aksje, og investeringen på nesten 1 milliard kroner tillegges liten verdiskaping. Selskapet har to ganger tidligere satset stort på slike transformative endringer og lykkes ved begge tilfeller. Satsingen mot Cellular IoT ser i dag ut til å lykkes i samme grad som for proprietær og BLE, så hvorfor tillegges markedet den så lite verdi? Er det et resultat av at analytikerne ikke ser skogen for trær?

Utfallsrommet er selvfølgelig stort. De viktigste faktorene inkluderer:

- Utviklingen på totalmarkedet målt i volum

- NODs markedsandel
- Utviklingen i prisen pr modul solgt (ASP)
- NODs marginer
- Graden av synergier mot BLE området
- Bruk av diskonteringsrate for å beregne nåverdien av fremtidig kontantstrøm

Dagens verdsettelsesestimater innebærer at NOD ikke vil være i nærheten av å nå selskapets egne ambisjoner

for den tredje store vekstfasen de neste 3 – 5 årene. Vi tror utfallsrommet er vesentlig større på oppsiden enn konsensus legger til grunn. Ting tar tid – også NODs potensielle, og etter vår vurdering sannsynlige, suksess innen Cellular IoT. I løpet av de neste to årene vil nok markedet få tilstrekkelig med bekreftelser, som gjør at frykten forvandles til begeistring og grådighet.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdjusterte egenkapital pr. 31. mars 2019: 10,2%.

Neste tegningsperiode: juni 2019.

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.