

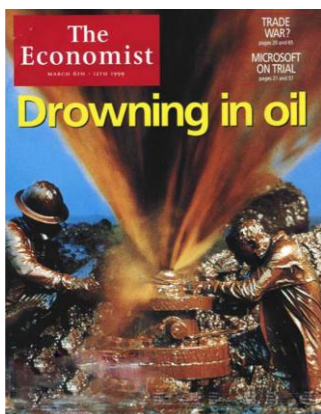
Utdrag fra NOMA Fokus 4. kvartalsrapport – Oil service

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 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.

Oil service – mulighetene kommer i 2019

For de av oss som har fulgt olje- og gassprisene over mange tiår, er det ingen overraskelse at industrien er preget av kraftige sykliske opp- og nedturer. Vi husker godt den famøse førstesiden i det anerkjente økonomitidsskriftet The Economist i 1999, som konkluderte med at vi druknet i olje. Oljeprisens fremtid var så mørk at The Economist mente den kunne halveres fra \$10 per fat i overskuelig fremtid. Hovedargumentet var at OPEC hadde enorme reserver som kunne produseres lønnsomt på disse lave nivåene.



Nå fremstår analysen til The Economist som ett av de største bomskuddene i historien. Kort tid etter snudde oljeprisen opp, og har siden variert mellom \$25 til \$145, i nominelle termer. I 1999 ble det produsert 66 mill. fat per dag. Det ekspertene i tidsskriftet ikke forutså var at den globale energietterspørselen skulle stige vesentlig de neste to tiårene, drevet av Kina og andre fremvoksende økonomier. I dag produseres det over 100 mill. fat per dag.

Siden 1999 har industrien vært igjennom tre voldsomme opp- og nedturer. Årsaken ligger i industriens gjentakende evne til å overinvestere når olje- og gassprisene er høye. Finanskrisen i 2008 bidro i tillegg til at 4-5% av etterspørselen forsvant på kort tid.

Inntreden av den amerikanske skiferoljen fra 2010 har endret dynamikken på tilbudssiden. Tiden fra investeringsbeslutning er tatt til det første oljefatet blir produsert, er betydelig kortere enn konvensjonell oljeproduksjon, inkludert offshore. I 2010 produserte amerikanerne ca. 1 mill. fat skiferolje daglig. Ved utgangen av 2018 var produksjonen økt til nesten 8 mill. fat daglig. Syklene har derfor blitt kortere. Det er uproblematisk hvis vi kan forsikre oss om at USA gjennom skiferoljen kan tilføre den nødvendige kapasiteten som følge av etterspørselsveksten. Vi tror ikke det er tilfelle. Dynamikken skaper likevel en utfordring for oljeproduksjon offshore som er mer kapitalintensiv i investeringsfasen, og som bruker lenger tid fra investeringsbeslutning til produksjonsoppstart. Til gjengjeld vil offshore oljeproduksjon som regel ha lavere kostnader i produksjonsfasen enn skiferproduksjon.

Prisfallet fra 2014, som bidro til en vesentlig nedgang i investeringene, la grunnlaget for ny oljeprisoppgang fra 2016. Prisøkningen stimulerer nå til ny oppgang i investeringene. Spørsmålet er når den eksisterende kapasiteten er brukt opp, og når underleverandørene oppnår prismakt ovenfor olje- og gassprodusentene?

Oljepris 1999 - 2018



Etter 9 år med den økende påvirkningen fra USA begynner vi å kunne trekke noen konklusjoner. De tyder på at mulighetene for god avkastning innen oil service de neste årene har steget betydelig.

Som investor er det ingen selvfølge å tjene penger på investeringer i olje- og gassindustrien. Ved utgangen av 2018 var OSX, den amerikanske oil service indeksen, på samme nivå som da oljen var i \$10 per fat i 1999. Målt mot bunnen under finanskrisen har OSX falt med ca. 25%. Investeringer i oil service sektoren har høy risiko, og få selskaper er egnet for langsiktige investeringer. De store svingningene gir imidlertid også store opportunistiske muligheter til å kjøpe billig i påvente av bedre tider.

OSX 1999 - 2018



Hva er det som gjør oss positive til sektoren de neste 3-4 årene?

1. Oljepris

Det å spå noe om oljepris er utfordrende. Bare spør ekspertene i The Economist. Vi er mest opptatt av underliggende pristrend, ikke et konkret punktanslag. Vi tror det er overveiende sannsynlig at oljeprisen er høyere gjennom de neste 3 – 4 årene. Hovedforklaringen ligger i mangel på investeringer fra 2014 i konvensjonell

oljeproduksjon, og da særlig offshore som utgjør ca. 30% av verdens totale oljeproduksjon. Oljemarkedet må erstatte 15 - 20 mill. fat eksisterende produksjon som følge av naturlig nedgang de neste 4 årene. Det er behov for at det investeres vesentlig mer enn de siste 4 årene, og det begynner å haste med å få opp investeringstakten.

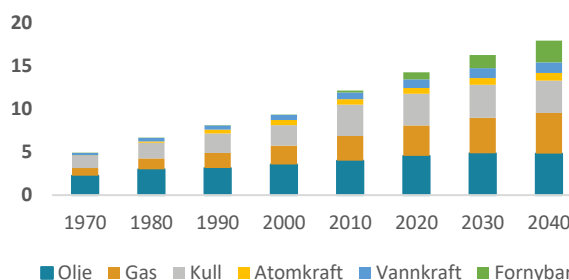
2. Investorsentiment

På global basis er underleverandørindustrien upopulær og oversett. I motsetning til tidligere oppganger har investorene valgt å investere i olje- og gasselskapene som har rekordhøy kontantstrøm som følge av kombinasjonen med økende priser, kraftige kostnadskutt og lavere investeringsaktiviteter. Oljeprisfallet i 4. kvartal har, sammen med det generelle markedssentimentet, testet psyken til de siste gjenværende optimistene innen oil service. Prisingen av sektoren gitt vårt syn på oljeprisen er veldig attraktiv.

3. Etterspørsel på lengre sikt

Som følge av befolkningsvekst og velstandsøkning globalt er den underliggende etterspørselen etter energi så sterk at olje- og gassforbruket vil fortsette å øke de neste 10 – 15 årene. Andelen fornybar energi vil på sikt erstatte deler av behovet for særlig olje, men forventningene i forhold til hvor raskt det går i dag er, etter vårt syn, for høye.

BP energy outlook 2018 (mrd. tonn)



4. Amerikansk skiferproduksjon – Keiserens nye klær?

De som støtter hypotesen om at oljeskiferproduksjonen kan dekke etterspørselsbehovet i lang tid fremover baserer seg på at reservene er tilnærmet uendelige, at industrien i dag er lønnsom, og at teknologien vil drive kostnadene videre nedover. Det første er veldig avhengig

av det siste. Selv om vi forutsetter videre teknologiutvikling, ser vi stadig flere tegn på at industrien ikke er økonomisk bærekraftig med dagens oljepris. Mange av påstandene om en stadig mer kostnadseffektiv og lønnsom produksjon er basert på mangelfull data og ofte tuftet på magefølelse. Det øker mistanken om en industri som har oversolgt sin egen attraktivitet.

Olje- og gasselskaper bedømmes blant annet ut ifra hvor mye olje- og gassreserver som er på balansen. For å kunne føre reservene på balansen, må selskapene forholde seg til kriterier bestemt av myndighetene. Blant disse kriteriene er ett av de viktigste hva som kan kommersielt produseres gitt en oljepris over de neste 5 årene.

Fra 2014 har skiferselskapene overdrevet hva som skulle produseres i fremtiden. Oppnådde produksjonstall, målt per brønn, har ofte vært lavere enn hva selskapene har lovet. Når vi vet at dette er brønner som har det vesentligste av sin produksjon de første 2-3 årene, er det åpenbart at en lavere produksjon i denne perioden vesentlig svekker brønnens lønnsomhet. Samtidig innebærer den raskt fallende produksjonen fra disse brønnene at aktiviteten som kreves bare for å opprettholde produksjonen øker for hvert år.

Med fallende oljepriser i perioden etter 2014 har industrien beveget seg bort fra verdipotensialet basert på kriteriene satt av myndighetene. Selskapene har i stedet satt søkelyset på såkalt antatt total utviklingsgrad av brønnene (EUR). Selv om industrien kun er 10 – 15 år gammel har aktørene laget forutsetninger som strekker seg ut inntil 50 år. Ikke overraskende har selskapene valgt aggressive forutsetninger for å drive den teoretiske verdien av sine selskaper høyere. Og investorene har latt seg smigre. Ifølge Wall Street Journal (2.1.19) ble et utvalg av 29 selskaper innen industrien i 2007 priset til 1,65 ganger sine bokførte reserver. 10 år senere var prisingen økt til 2,5 ganger, som tilsvarte \$360 milliarder mer enn verdien av reservene bokført på balansene.

I den samme analysen fra Wall Street Journal har de samme 29 aktørene i denne industrien akkumulert brukt \$112 milliarder mer enn det de har fått inn fra produksjonen av olje- og gass totalt. Selskapene er altså helt avhengig av at investorene tror på hva som kommuniseres. Selskapene lover at alt skal bli så mye

bedre fremover. Men det hørte vi for 2, 3 og 4 år siden også. Selskapene er i en investeringsfase som medfører behov for mye kapital i denne fasen, men vi forblir meget skeptiske.

Hvor ser vi risiki?

1. Vi fokuserer i større grad på etterspørselssiden i 2019 som følge av vår frykt for en global konjunktur-nedgang. Oljeprisen vil være utsatt for en lavere etterspørsel, som igjen vil påvirke alle aktører i olje- og gassindustrien.
2. Selv om vi vil se en etterspørselsøkning i minst 10-15 år fremover, er vi usikre på hvilke multipler investorene er villige til å betale for fremtidig forventet kontantstrøm når vi nærmer oss toppen i neste oppgangssyklus. Andre industrier som har nærmet seg punktet hvor den totale etterspørselen har flatet ut og begynt å falle, har opplevd betydelig lavere multipler enn tidligere.

Hvordan investerer vi gitt forutsetningene beskrevet over?

1. Vi vil være eksponert mot både produsenter og underleverandører. I tidligere opturer har underleverandørene stukket av med det meste av verdiskapingen. Vi tror bildet er mer blandet denne gangen. Primært fordi det tar tid å redusere den store overkapasiteten av utstyr blant underleverandørene. På den andre siden kan ikke kundene belage seg på dagens priser for underleverandørens tjenester. Underleverandørens inntekter, og dermed olje- og gasselskapenes kostnader, må opp om underleverandørindustrien fortsatt skal eksistere.
2. I vår utvelgelse av sektorer og selskaper fokuserer vi på komparative fortrinn, reell fri kontantstrøm og lav gjeldsgrad. Disse selskapene kommer som regel sterkere ut fra nedturen i industrien, og har historisk tatt en stadig større andel av verdiskapingen. De har derfor over tid hatt en betydelig meravkastning i forhold til sektoren.
3. En betydelig andel av dagens underleverandører eier kapitalkrevende produksjonsutstyr. I dag prises mange av disse til store rabatter i forhold til verdien av produksjonsutstyret, gitt at kapasitetsutnyttelse

kommer tilbake til historiske nivåer. Selskaper med identifiserbare komparative fortrinn, og som kan beskytte verdiene, vil være i fokus fra vår side.

4. Selskaper som har betydelig grad av gjeld og som er helt avhengig av bedre markedsførhold for å overleve, vil vi prioritere vekk. Generelt har selskapene nevnt over en så stor oppside at det ikke er behov for å måtte ta risiko på om selskapene overlever de neste 3 – 4 årene.

Ellers viser vi til analysen av to seismikkselskaper, TGS og PGS, i Speaker's Corner i 2. kvartalsrapporten fra 2017, som beskriver vår tilnærming til investeringer i denne industrien (nomacapital.no/annet/arkiv).

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.

Rapporten 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.