

## NOMA Fokus - kvartalsrapport for 1. kvartal 2021

**Avkastning 1. kvartal: 13,88 %**

**Verdi pr. aksje (estimat): 125,25**

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)	HFRX (NOK) (2)	VINX (EUR) (3)	VINX (NOK) (4)	1M NIBOR (5)
Siste kvartal	13,83%	2,65%	2,56%	9,15%	4,20%	0,08%
Hittil i år	13,83%	2,65%	2,56%	9,15%	4,20%	0,08%
12 mnd. rullerende	33,87%	23,88%	0,53%	54,97%	34,58%	0,27%
Siden oppstart	25,25%	20,02%	23,58%	69,71%	83,75%	3,96%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	9,39%	7,85%	13,86%

### 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%	2,18%	-0,51%	-0,12%	-4,18	8,80%	1,63%	<b>1,79%</b>
2021	2,45%	3,62%	7,23%										<b>13,83%</b>

### 5 største investeringer

Elliptic Laboratories	9,1%
Storebrand	8,3%
Sampo	7,8%
Norwegian Finans Holding	7,5%
Nordea	6,1%

### Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	48%
Brutto aksjeeksponering	92%

## Speakers' Corner

### Norske enhjørninger

Googler man «enhjørning», vil man kunne lese at det er et fabeldyr som ser ut som en hest med et stort, fremspringende, spisst og ofte snodd horn i pannen. Til enhjørningens horn knytter det seg overtroiske forestillinger, særlig om dets legende kraft. I finansverdenen benyttes begrepet enhjørning om private gründer-selskaper som verdsettes til mer enn en milliard dollar. Det var venturekapitalisten Aileen Lee som etablerte begrepet i 2013. Fabeldyret var i denne sammenhengen ment å beskrive den statistiske sjeldenheten som slike selskaper er.

På samme tidspunkt identifiserte Lee 39 amerikanske enhjørninger blant programvareselskaper som hadde startet opp i den foregående tiårsperioden. På det tidspunktet utgjorde dette 0,07% av slike selskaper. Siden den gang har antallet amerikanske enhjørninger blitt så mange at de ikke lenger får den samme oppmerksomheten. Derfor har man, for å snevre inn den lille eksklusive gruppen på toppen, begynt å snakke om «decacorn» eller tihjørninger – altså selskaper med en vurdering på over ti milliarder dollar. Som om ikke det var nok er begrepet «hectocorn» eller super-enhjørninger etablert. Dette beskriver tilsvarende selskaper med mer enn hundre milliarder dollar i markedsverdi. Med få unntak ender de aller fleste enhjørningene opp på børs, eller blir kjøpt opp av eksisterende børsnoterte selskaper.

Norge har som et lite land naturligvis færre enhjørninger enn USA. Justert for befolkningsstørrelse har vi likevel veldig mye å være stolte av. Den største utfordringen er ikke at vi mangler kompetente gründere som er villige til å satse alt de eier for å lykkes. Svært mange norske «oppfinnelser» er i dag ledende innen sine respektive markeder globalt. De er bare ikke eid av

norske investorer. Vi har dessverre 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.

Visma står nok frem som selve kronksempelen. Riktignok var ikke Visma privateid i 2006 da selskapet ble kjøpt for ca. 4 milliarder kroner, og kvalifiserer derfor ikke som en enhjørning. I fjor, 14 år senere, ble selskapet priset til ca. 120 milliarder i forbindelse med eiertransaksjoner.

Nylig ble det kjent at norske Autostore får med seg det japanske venturefondet Softbank på eiersiden. Selskapet prises til ca. 65 milliarder kroner inklusive gjeld i denne transaksjonen. Selskapet ble grunnlagt i 1996 i Nedre Vats i Rogaland, og har siden 2005 utviklet og solgt robotiserte lager-systemer for detaljhandelen globalt. Det er primært svenske, amerikanske og nå japanske investorer som har hatt gleden av selskapets formidable suksess. I 2019 kjøpte amerikanske investorer store deler av Autostore fra den svenske venture-investoren EQT med en prising under 20 milliarder kroner. I løpet av de to etterfølgende årene er verdien mer enn fordoblet.

Det er likevel grunn til å være mer optimistiske nå. Som vi beskrev i 4. kvartalsrapporten 2020, har etableringen av Euronext Growth, som en del av Oslo Børs, gjort at mange selskaper har kunnet hente kapital til å videreutvikle selskapene her i Norge. De blir ikke lenger solgt ut av landet ved første anledning, slik vi har opplevd før. Gjennom 2020 og så langt i 2021 er 80 selskaper notert, hovedsakelig på Euronext Growth. Mer enn 40 milliarder kroner er hentet inn i forbindelse med noteringene. Disse er fordelt mellom emisjoner som tilfaller selskapene og nedsalg fra eksisterende eiere. I tillegg har eksisterende børsnoterte

selskaper i tilsvarende periode hentet inn mer enn 47 milliarder kroner.

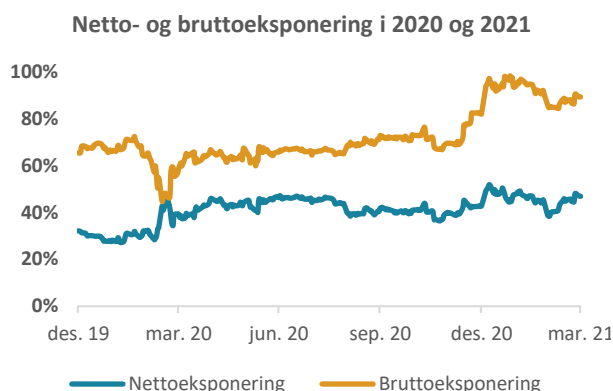
Den positive verdiutviklingen de siste årene har medført at mange norske investorer har blitt svært formuende. Både evnen og tålmodigheten til å forbli eiere er stigende, selv med et særnorsk handicap kalt formueskatt. Tilgangen på teknologifokuserte selskaper med skalerbare og kapitallette forretningsmodeller i tidlig fase har trolig aldri vært bedre her til lands.

### Portefølje- og markedskommentarer

NOMA Fokus oppnådde en avkastning på 13,8% i 1. kvartal. Globalt steg indeksen for sammenlign-bare fond med NOMA Fokus med 2,6%, målt både i USD og i norske kroner. Den solide avkastningen bidrar til at NOMA Fokus har forbigått denne gruppen av fond siden oppstart i 2016, uavhengig av om indeksen måles i USD eller i norske kroner. Dette til tross for fondets moderate gjennomsnittseksponering på 29 % siden oppstart. De nordiske aksjemarkedene har i tillegg utviklet seg vesentlig svakere enn det amerikanske markedet hvor et stort flertall av disse fondene primært investerer.

I 1. kvartal var avkastningen for det nordiske markedet hhv. 4,2%, målt i norske kroner, og 9,2%, målt i lokal valuta. Oslo børs steg 8,7%. Som beskrevet i mer detaljer senere i denne rapporten, har trenden fra 4. kvartal i fjor fortsatt inn i årets første kvartal. Investorfokus har ytterligere økt mot tradisjonelle industriselskaper, råvarer, og ikke minst finansselskaper. Dette er klassiske «verdi» sektorer hvor NOMA Fokus har vært betydelig eksponert gjennom 1. kvartal. Utviklingen har bidratt til at fondet har gjort det vesentlig bedre enn børsene, til tross for en moderat gjennomsnittseksponering på 46% i kvartalet. Gjennom kvartalet har eksponeringen variert mellom 38% og 52%.

Hvis vi tillater oss å inkludere vekstselskaper som har blitt notert på Euronext Growth under definisjonen av potensielle enhjørninger, ser vi et økende antall kandidater. Kahoot nådde terskelen allerede i fjor, og er halvveis til å bli en tihjørning. De aller fleste vil ikke nå opp til enhjørningsterskelen, men noen vil supplere Autostore som norske enhjørninger i årene som kommer. Vår jobb for våre medinvestorer er å finne dem.



Kilde: NOMA Capital

Det er flere aksjer som har påvirket den gode avkastningen i 1. kvartal. Som vi beskrev i forrige rapport, forelå det ved inngangen av året et bud på fondets aksjer i Infront på 34,4 kroner. Budet var vi ikke fornøyd med. I 1. kvartal kom et nytt og forbedret bud på 40 kroner. Vi valgte da å selge fondets posisjon i Infront. Litt tålmodighet var det som skulle til for å øke avkastningen med 16,3% på Infront investeringen. Det er likevel med tungt hjerte at vi solgte. Vi tror kjøperen, den engelske private equity aktøren Inflexion, vil få en meget hyggelig avkastning de neste årene.

Noen dager senere fikk en av fondets tilsvarende største investeringer, Bank Norwegian, et indikativt bud fra selskapets allerede største eiere. Den påfølgende kursutviklingen ga et meget positivt

bidrag til fondets avkastning for 1. kvartal. Også dette budet anser vi imidlertid som altfor lavt relativt til de underliggende verdiene. Vi har ingen intensjon om å selge på budgivers pris på 95 kroner. Vi tror, som i Infront, at tålmodighet vil lønne seg. Vi ser imidlertid ikke en like rask løsning som i Infront. Som følge av styrets negative anbefaling til budet, ble budet aldri formalisert av budgiver. Kursen har i etterkant likevel kontinuerlig vært handlet over 95 kroner. Vi er, uavhengig av den kortsiktige kursutviklingen, komfortable med eierskapet, og støtter bankens strategiske ekspansjon ut i Europa som starter senere i år. I tillegg vil banken fra i år betale ut et solid utbytte som vi forventer vil øke i årene fremover.

Vi omtalte i forrige kvartalsrapport børsnoteringene av fondets to vekstselskaper, Xplora Technologies og Elliptic Labs. Selskapene fikk en veldig forskjellig utvikling fra start. Elliptic ble notert først, og kursen falt etter hvert kraftig etter første noteringsdag i oktober. Vi benyttet muligheten til å øke fondets eierskap betydelig på, etter vår oppfatning, meget hyggelige kurser. Aksjen har i etterkant rekylert kraftig og handles nå godt over emisjonskurs på 150 kroner.

Xplora, som hadde en meget god start på sin børskarriere, har fortsatt sin sterke utvikling også i 1. kvartal. Vi har etter den kraftige kursoppgangen gradvis redusert fondets posisjon av hensyn til størrelsen Xplora utgjør i porteføljen. Vi fortsetter å være meget positive til selskapenes verdiskapingspotensial fremover.

Storebrand, Nordea, Sampo, 2020 Bulkens og Elektroimportøren har også vært signifikante bidragsyttere til den gode avkastningen i 1. kvartal.

De «grønne» aksjene fikk det etter hvert tøft i årets første kvartal. Mange av de største selskapene falt raskt 30-40% fra toppnoteringene i januar. Etter en voldsom eufori rundt disse selskapene kom ikke denne utviklingen særlig overraskende på oss.

NOMA Fokus tjente på denne nedgangen ved å være short med mindre poster i en rekke slike selskaper gjennom deler av kvartalet. Ved utgangen av 1. kvartal var disse short posisjonene realisert. På lengre sikt tror vi at stadig mer kapital vil kanaliseres mot såkalte grønne selskaper.

Mens 2020 var et meget svakt år for verdensøkonomien preget av gjentagende nedstengninger, tyder alt på at økonomiene i 2021 vil oppleve en historisk sterk oppgang fra bunnivåene i 2020. Usikkerheten ligger i om oppgangen kan forbli sterk inn i 2022. Drivkreftene for veksten er vaksineringsutrollingen og påfølgende gjenåpning av økonomiene, understøttet av en fortsatt sterkt stimulerende pengepolitikk. For USAs del forsterkes tiltakene av gjentagende enorme støttepakker via finanspolitikken.

Første kvartal var preget av nye smittebølger og strenge restriksjoner verden rundt. Andre kvartal vil trolig se starten på full gjenåpning i flere store økonomier som har kommet lenger med vaksineringen enn her hjemme. I andre halvdel av 2021 vil vi kunne oppleve en veksttakt som ligger langt over det normale for mange land.

Med et slikt bakteppe er det naturlig å tenke seg et sterkt aksjemarked. På den annen side antok man at 2020 ville oppleve et dårlig aksjemarked gitt den historisk svake økonomien. Så ble ikke tilfellet. Det at bedringen i økonomiene starter på et historisk høyt prisingsnivå i aksjemarkedene, vil derfor legge en demper på hvor stort potensialet er. Videre vil den stimulative finans- og pengepolitikken kunne medføre inflasjon og stigende renter. Vi har allerede sett en vesentlig økning i de lange rentene i år. Dette har bidratt til å endre investorenes fokus fra teknologisektoren og grønne aksjer med sterk forventet vekst, over til mer tradisjonelle industrier. Her er prisingen betydelig lavere, og kontantstrømmen vesentlig nærmere i tid. Utviklingen i renter og inflasjon vil være en av de

aller viktigste driverne for den videre børs-utviklingen. Dagens portefølje i NOMA Fokus vil sannsynligvis kapitalisere på høyere renter, men bare inntil et visst punkt. Vi er trolig fortsatt et stykke unna dette punktet, men forbereder oss på at markedene vil være sårbare ovenfor en kraftig renteoppgang, slik vi erfarte i 4. kvartal 2018.

Strømmen av mange nye spennende noteringer på Oslo børs har fortsatt inn i 2021. Vi ser meget positivt på mulighetene fremover. På kort sikt vil vi imidlertid være mer selektive med hva vi investerer i når nye selskaper noteres. Mange av disse nye aksjene vil få det tøft ved en større korreksjon siden likviditeten vil tørke inn. Dette vil igjen skape muligheter for en relativt liten aktiv forvalter som NOMA Capital.

## Renter og sorte svaner

*«Interest rates are to asset prices what gravity is to an apple. When there are low interest rates, there is a low gravitational pull on asset prices»*

Warren Buffet

Hvordan folk forholder seg til renten er helt avhengig av hvem man spør. Vi merker oss at eldre mennesker ofte har et mer ambivalent forhold og erfaringsgrunnlag til dette temaet enn den yngre generasjonen.

For at man skal kunne huske hvordan det var å oppleve stigende rente, må man nok spørre mennesker som ble født på 1960-tallet eller tidligere. Når den eldre generasjonen tok opp boliglån på 80-tallet var det normalt å leve med tosifret lånerente. Nå har de eldre nedbetalt lånene, og er blitt rentenister som lever på sine oppsparte formuer. Er formuen satt på sparekonto i banken, er det ingen fest. Dagens yngre generasjon kjenner ikke til noe annet enn

Fremover vil vi fortsette å konsentrere oss om tradisjonelle industrier, samtidig som fokuset på å opprettholde en god likviditet i porteføljen er høyt prioritert. På denne måten vil vi kunne utnytte mulighetene vi tror kommer senere i år. På lengre sikt ser vi enormt mye spennende som skjer innenfor teknologi generelt, og det grønne skiftet spesielt. Historien viser at vi vil kunne oppleve noen spektakulære suksesser. Flere av disse fremtidige suksessene er trolig fortsatt å finne blant kommende nye noteringer på Oslo børs, så vel som på de andre nordiske børsene.

lånerenter på 1-3%. Hvem kan klandre dem når renten har falt kontinuerlig gjennom de siste 40 årene?

Amerikansk 10-års statsrente 1960 - 2021



Kilde: Bloomberg

Vi kan trygt beskrive økte renter som en sjelden foreteelse når vi ser på utviklingen fra 80-tallet og frem til i dag. I finansverdenen kalles det ofte for en sort svane – det er få av dem. For de av oss som er særlig interessert i finansiell historie, vet at de siste 40 årene ikke er representative for utviklingen over lengre tid. Utvides tidshorisonten til å inkludere de siste 100 årene, viser bildet noe helt annet.

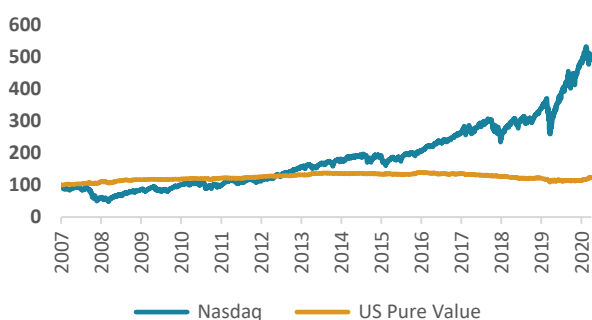
Tilsvarende gjelder for de som investerer i aksjemarkedet. Forstår investorene den matematiske effekten av økte renter for selskaper med høy forventet fremtidig vekst? For selskaper med høyere andel av den forventede kontantstrømmen i nær fremtid vil verdiene påvirkes vesentlig mindre. Er investorene forberedt på hvilken effekt økte renter har på prisingen av aksjer generelt?

Verdien av en aksje avgjøres av to faktorer: Fremtidig kontantstrøm og hvilken diskonteringsrente man benytter på denne kontantstrømmen.

Overordnet er renten den viktigste komponenten i diskonteringsfaktoren (risikopremien er den andre). Alt annet like vil lavere rente øker verdien for alle aksjer. De selskapene som øker mest i verdi, er de hvor den største delen av fremtidig kontantstrøm ligger langt frem i tid. Når diskonteringsrenten faller, stiger verdien av denne diskonterte kontantstrømmen betydelig.

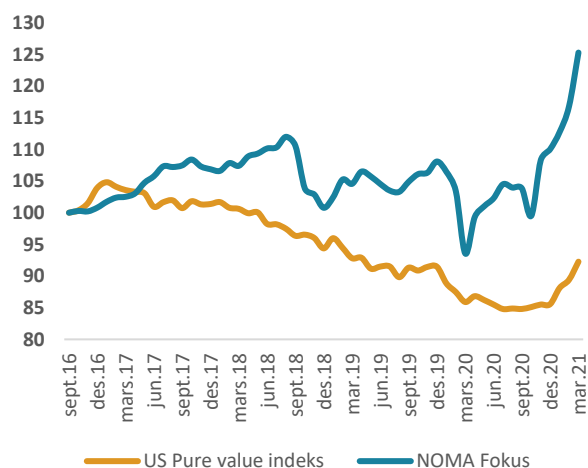
Dette er hva som har foregått over de siste 40 årene, og trenden er forsterket siden finanskrisen. Nå er investorene i større grad villige til å benytte de lave og fallende rentene til å diskontere aksjeinvesteringer flere årtier fremover, i den tro at rentene «aldri» skal opp igjen.

I grafen under viser vi den faktiske utviklingen mellom såkalte verdiaksjer og vekstaksjer siden finanskrisen, illustrert med Nasdaq-indeksen og US Pure Value-indeksen.



Kilde: Bloomberg

For verdifokuserte investorer har perioden etter finanskrisen vært brutal. Nå er det imidlertid tegn til at situasjonen er i ferd med å endre seg. Siste 12 måneder har den norske 10 års interbank renten steget fra 0,6% til 1,8%. En tilsvarende utvikling har vi sett i USA og de fleste andre vestlige økonomier. Rentene er historisk sett fortsatt meget lave, men den begrensede renteoppgangen har allerede hatt betydelige effekter. I grafen under er avkastningsutviklingen i NOMA Fokus sammenlignet med US Pure Value indeksen siden fondets oppstart i 2016.



Kilde: Bloomberg og NOMA Capital

Sammenligningen må justeres for at NOMA Fokus har hatt en gjennomsnittlig aksjeeksponering i perioden på 29% mot 100% i indeksen. I tillegg er fondets avkastning i NOK, mens indeksen er i USD. Men korrelasjonen mellom fondet og indeksen og omslaget i avkastningen straks rentene begynte å stige, er likevel påfallende.

Effektene av en videre oppgang i rentene vil først forsterke avkastningsforskjellene mellom selskaper med høy andel av kontantstrømmen langt frem i tid vs. selskaper med høy andel av kontantstrømmen i nær fremtid. Stiger renten for mye, vil hele aksjemarkedet bli negativt påvirket til slutt. Med en så stor andel investorer som aldri har opplevd dette tidligere, er vi usikre på om alle er forberedt på at den sorte svanen kan dukke opp ut av intet!



Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdjusterte egenkapital pr. 31. mars 2021: 2,8%

Neste tegningsperiode: juni 2021.

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.