

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 2. kvartal 2018

Avkastning 2. kvartal: 2,55 %

Verdi pr. aksje (estimat): 110,15

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	HAFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste kvartal	2,55%	3,83%	1,95%	0,21%
Avkastning hittil i år	3,07%	-0,70%	-2,19%	0,42%
Avkastning 12 måneder rullerende	4,14%	2,81%	0,98%	0,76%
Avkastning siden oppstart	10,15%	9,49%	18,43%	1,45%

Netto avkastning 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%							3,07%

5 største investeringer

Elliptic Laboratories	7,4%
Arcus	7,0%
Subsea 7	6,5%
Norwegian Finans Holding	5,6%
Instalco	5,1%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	26%
Brutto aksjeeksponering	88%

Speakers' Corner

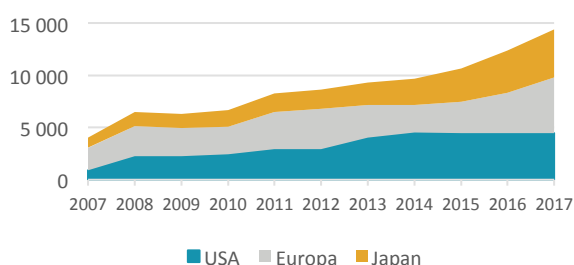
«Don't fight the Fed»

For de av oss som er i overkant interesserte i symbiosen mellom investeringer i aksjer og sentralbankenes rolle i kapitalmarkedene, er utsagnet om å ikke kjempe mot Fed, den amerikanske sentralbanken, et velkjent faktum. Logikken er som følger: Fed har tilnærmet ubegrenset makt. Den kan trykke så mye penger den vil, sette opp eller ned styringsrenten etter eget forogdtbefinnende, og kjøpe ubegrenset mengder med finansielle verdipapirer, som obligasjoner og aksjer. På toppen av dette kan Fed bruke sin tilsynelatende ubegrensede makt til å styre finansmarkedene dit den ønsker. Så det å kjempe i mot Fed, og andre sentralbanker, virker som et dårlig utgangspunkt for investorene i aksjemarkedet.

Fra 2009 til 2016 kjøpte Fed verdipapirer for \$3.500 milliarder, tilsvarende 30 ganger verdien av det norske aksjemarkedet i 2009. En tydelig kommunisert målsetning var å bidra til oppgang i aksjemarkedene. Teorien tilsier at et stigende aksjemarked får folk til å føle seg rikere. Folk som føler seg rikere tenderer til å bruke mer penger, som igjen påvirker økonomien positivt. Feds massive manipulering har virket. Det amerikanske aksjemarkedet målt ved S&P500 har siden Fed igangsatte kjøpene steget mer enn 300%, tilsvarende en årlig avkastning på ca. 16%. Den som ikke har vært med på reisen, eller enda verre, kjempet mot Fed ved å være short aksjemarkedene, angrer nok bittert på det nå.

Det er ikke bare Fed investorene har måttet stå overfor. Andre sentralbanker, som den europeiske og den japanske, har fulgt etter. Samlet har disse to økt sine balanser med ufattelige \$5.800 milliarder. Realiteten er at sentralbankene har fått det som de vil, og det er etablert en sannhet i kapitalmarkedene om at sentralbankene er uslåelige og ufeilbarlige.

Sentralbankenes balanser 2007 - 2017 (mrd \$)



I forkant av finanskrisen la «alle», inklusive de globale investeringsbankene, til grunn at det amerikanske eiendomsmarkedet simpelthen ikke kunne falle i verdi. Da det motsatte skjedde var mer enn \$20.000 milliarder eksponert for kollapsen, fordi folk trodde på denne villfarelsen. Den feilaktige antagelsen bidro til den verste globale finanskrisen siden den store depresjonen på 1930-tallet.

10 år etter finanskrisen er verden, etter vårt skjønn, på ny utsatt for tilsvarende kortslutning. Myten om de ufeilbarlige sentralbankene handler i realiteten om hvorvidt menneskene som har ansvaret i disse bankene kun er mennesker. For det som har skjedd siden 2009 er

ikke annet enn et gigantisk eksperiment som aldri har vært utprøvd tidligere. Heller ikke de ansvarlige i sentralbankene vet noe mer om hvor dette til slutt ender.

Det vi vet er at sentralbankenes agerende har medført at renten på statsgjeld har falt ned til under null i mange land. Det har ikke skjedd tidligere. Det er ikke mange ukene siden en investor måtte akseptere -0,2% årlig avkastning ved å låne penger til Italia i 2 år. Så kom resultatet av det italienske valget, og renten steg fra negativ opp til 2,5% på noen få dager. På samme tidspunkt som vi observerte negativ rente i Italia, var renten i 2-årig amerikansk statsgjeld over 2,5%. Hva ville du investert i?

Hvordan kan dette skje? Når sentralbankene kjøper mye av et verdipapir, reduseres muligheten for en normal prisdannelse. Vi vet rett og slett ikke hva den reelle prisen er, i dette tilfelle den italienske 2-årige renten. Idéen om å betale for å låne penger til en forgjeldet stat, som står foran en betydelig strukturell befolkningsnedgang over de neste 30 årene, er ikke annet enn absurd. Når situasjonen er forankret i at menneskene som styrer sentralbankene er ufeilbarlige og har full kontroll, er vi eksponert for en såkalt sannhet som kan bidra til en systemisk global krise. Alan Greenspan, tidligere sentralbanksjef i USA fra 1987 til 2006, også kjent som «The Maestro», er et godt eksempel på markedets overdrevne tillit til en sentralbanksjef. Han kunne ikke forhindre finanskrisen, og bidro paradoksalt nok til å skape den selv.

Er gjennomsnittsinvestoren forberedt på at sentralbankene ikke er uslåelige og ufeilbarlige? Trolig ikke. Andelen aksjer er rekordhøy på samme tidspunkt som aksjemarkedene er dyre. Eiendomsinvestorene forsvarer seg med at eiendom ikke er som aksjer, men glemmer at 25 år med fallende renter er hovedgrunnen til den historisk gode utviklingen i samme periode. Statene, de børsnoterte selskapene og konsumentene har økt gjelden til nivåer langt utover hva vi observerte før finanskrisen. Investorene bør forberede seg på dårlige tider etter 10 år med oppgang, og spørre seg hvor stort nedtrekk i formuen en kan akseptere, og posisjonere seg deretter.

Store fall i aksjemarkedet har alltid kommet med ujevne mellomrom, så det er ikke et spørsmål om hvis, men når det kommer. Av interesse for investorene er også hvor stort fallet kan bli, og hvor lang tid det kan ta å tjene inn igjen det tapte. Aksjemarkedene stiger tross alt over tid.

Som nevnt over har det amerikanske markedet gitt en årlig avkastning på ca. 16% siden forrige bunn under finanskrisen. Prisingsmodellen vi har benyttet i tidligere kvartalsrapporter forventet på samme tidspunkt i 2008 en årlig avkastning på 16,5% i 10 år fremover. Så vi er ikke veldig overrasket over utviklingen nesten 10 år senere. Den samme modellen gir nå en forventet årlig avkastning 10 år fremover på 0,8%. Dette er hovedforklaringen til at vi ikke ønsker å investere passivt i indeksfond og lignende nå.

Markedskommentarer

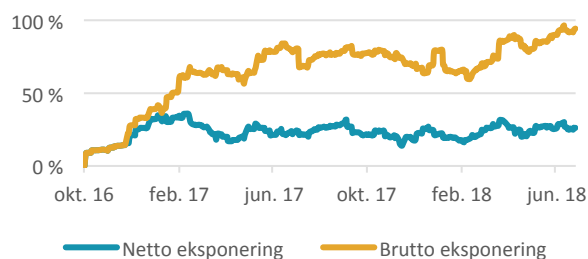
NOMA Fokus oppnådde i 2. kvartal positiv avkastning i samtlige tre måneder. Fondet steg med 2,55% i kvartalet. Til sammenligning var det nordiske aksjemarkedet opp 1,95% i samme periode. Hittil i år har NOMA Fokus oppnådd en avkastning på 3,07%, mot det nordiske aksjemarkedet som har falt med 2,19%. På månedsbasis har nevnte aksjemarked gitt en negativ avkastning i 4 av årets 6 første måneder.

Fondet gikk inn i kvartalet med en eksponering mot aksjemarkedene på 31% (nettoeksponering). Gjennom 1. kvartal svingte eksponeringen mellom 20% og 31%, for så å ende opp på 26% ved utgangen av juni. Gjennomsnittet for kvartalet var 26%. Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt mellom 78% og 98% gjennom kvartalet, med et gjennomsnitt på 88%. Brutto eksponeringen har vært stigende gjennom første halvår. Som vi har kommunisert tidligere er dette en ønsket utvikling og en konsekvens av at volatiliteten i markedene har økt. Denne utviklingen skaper flere muligheter for fondet. Fokuset på å øke bruttoeksponeringen opprettholdes da strategien ikke medfører økt aksjemarkedsrisiko. Men det avhenger av hvor mange muligheter vi finner.

Hvis vi forutsetter at aksjemarkedet (S&P500) skal gi en langsiktig årlig avkastning på 6%, må det først falle ca. 40%. Dette er på linje med andre nedturer historisk. I midlertid vil dette kun gi en "normalisert" prising av markedet. Viser det seg at sentralbankene ikke er ufeilbarlige, frykter vi at fallet kan bli vesentlig verre enn dette. Legger vi til grunn en normalisert årlig avkastning på 6% fra forrige bunn til neste kommende bunn, skal markedet falle ca. 60% fra dagens nivåer.

Vi unner ikke de ansvarlige i sentralbankene oppgavene de står ovenfor. Et feilskjær nå vil kunne ha dramatiske konsekvenser. De er tross alt kun mennesker, som oss andre. Tiden er kommet for å være forsiktig.

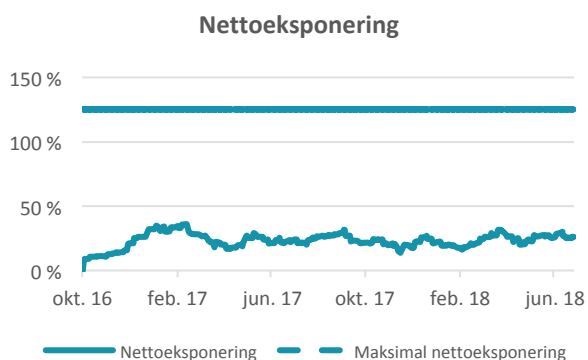
Netto og bruttoeksponering siden oppstart



Grafen over viser netto- og bruttoeksponering siden oppstart. Det er viktig for oss å kommunisere at fondets investorer bør være forberedt på at eksponeringen vil øke vesentlig når prisingen av aksjemarkedene kommer ned. Da vil også svingningene i månedsavkastningene for fondet øke. Vi har over tid kommunisert at fondets eksponering mot aksjemarkedene vil være inntil ca. 30% av fondet inntil prisingen av selskaper vi følger blir lavere, eller vi mottar ny informasjon som endrer vår oppfatning av verdiene.

Som diskutert i Speakers' Corner i denne kvartalsrapporten, er det, etter vår vurdering, en stor sannsynlighet for et større fall i markedene fremover. Når det inntreffer, vil vi øke eksponeringen mot kvalitetsselskaper vi har på radaren i dag. Grafen under

viser fondets nettoeksponering ved utgangen av kvartalet, og hvor mye tørt krutt vi har når nedturen kommer.



I kvartalsrapporten for 1. kvartal ble det fokusert på fondets sikringsstrategier. Gjennom 1. kvartal utnyttet vi de historisk lave prisene på forsikringer (salgsopsjoner). Da volatiliteten kom tilbake til markedet fungerte disse som forutsatt, og ga et betydelig bidrag til at 1. kvartal endte med positiv avkastning, til tross for nedgang i aksjemarkedene.

Gjennom første del av 2. kvartal steg prisene på forsikringene, men mot slutten av kvartalet ble nivået attraktivt nok til at vi igjen har økt sikringene mot markedsfall. Sikringsstrategien gir ingen garanti for at fondet unngår tap som følge av markedsfall, men vil beskytte verdiene, særlig ved større fall. Det er viktig å huske at en 10% nedgang bare krever en oppgang på vel 11% for å ta igjen det tapte, mens et 60% fall tilsvarende krever en oppgang på 150% for å komme tilbake til null. Det å unngå å tape for mye gjennom de store fallene er en av «hemmelighetene» for å slå markedene over tid.

Sammenlignet med det nordiske markedet som har falt med 2,19% hittil i år, er vi rimelig fornøyd fondets positive avkastning på 3,07% i tilsvarende periode. På noen områder har vi i midlertid hatt rett i våre vurderinger uten å få betalt for det i første halvår.

Vi har lenge forfektet en positiv oljeprisutvikling som har ligget godt over konsensus, uten å ha klart å kapitalisere på dette i nevneverdig grad. Bakgrunnen er at vi har valgt å ta eksponeringen gjennom leverandørene til olje- og gasselskapene, snarere enn direkte i produsentene.

Unntaket er IPCO som vi skriver mer om senere i rapporten.

I den perioden vi har lagt bak oss har olje- og gasselskapene utviklet seg betydelig bedre enn leverandørene. Dette vil, etter vårt skjønn, endre seg fremover. Med mindre vi står foran en resesjon i verdensøkonomien som vil kunne medføre et kraftig fall i etterspørselen etter olje, vil olje- og gasselskapenes behov for å erstatte reserver gi betydelig økt aktivitet og økte priser på leverandørsiden.

Vi har valgt å investere konsentrert i kvalitetsselskaper på leverandørsiden, med Subsea 7 som den største av disse. Selskapet har steget med mer enn 25% siden fondet ble eiere. Subsea 7 er et kvalitetsselskap med en meget sterk balanse og markedsposisjon, samt en meget dyktig og langsiktig hovedeier. Gjennom nedturen etter 2014 har Subsea 7 gjennomført en rekke «bolt-on» kjøp og utvidet virksomheten mot tilsvarende tjenester innen alternativ energi offshore. Selskapet er sensyklisk, og bedringen i de forskjellige virksomhetsområdene har knapt startet. Skulle oljeprisen falle, vil selskapets posisjon og sterke balanse sikre de langsiktige verdiene.

Lakseoppdrettsindustrien har vært igjennom en eventyrlig utvikling siden 2014. I år har sektoren, sammen med Equinor, utgjort brorparten av børsoppgangen i Norge. Det meste har vært stang inn for lakseprodusentene. Vesentlige begrensninger på tilbudssiden, stadig flere nye markeder som etterspør laks, og svekket norsk krone er noen av de viktigste årsakene til dette.

Det kan virke som om investorene har glemt at denne industrien er syklisk etter 5 år med nesten uavbrutt oppgang. På mange områder ser vi visse fellestrekk med utviklingen i olje- og gass industrien frem til 2014. Særlig den kraftige økningen i kostnadene gjør selskapene sårbare skulle lakseprisene normalisere seg. Vi merker oss at investorene nå betrakter 15-20 kr i margin pr. kilo laks som en normalisert margin, mens vi frem til 2014 opplevde at 5-7 kr er var en normal margin. Vi er ikke overbevist om at «this time is different». Når selskapene i tillegg er rekordhøyt priset på ovennevnte rekordhøye marginforventninger, er risikoen blitt for høy. Sektoren er derfor en opportunistisk short fra vår side.

Av andre bidragsytere i perioden må investeringen i Elkem nevnes. Det tradisjonsrike norske selskapet kom tilbake til Oslo Børs ved utgangen av 1. kvartal, relativt mye forvandlet siden det ble kjøpt opp av kinesiske interesser for 7 år siden. Vi deltok i børsnoteringen på 29 kr, og har siden økt eierskapet. Selskapet leverte meget gode 1. kvartalstall i begynnelsen av mai, og meldte til markedet i midten av juni at 2. kvartal ville bli enda bedre. Elkem opplever at prisene på deres produkter for tiden er meget gode, særlig i Kina. Vi legger ikke til grunn at denne superlønnsomheten fortsetter. I mellomtiden strømmer pengene inn og gjør at selskapet kan betale ned gjelden lenge før markedet

har lagt det til grunn. Forretningens sykliske natur gjør at vi har en opportunistisk tilnærming til denne investeringen. Mot slutten av 2. kvartal realiserte vi også noe av gevinstene.

Vi tror 2. halvår vil by på gode muligheter uten at vi er avhengig av at børsene stiger videre. I etterkant av 2. kvartal har det kommet et bud på Arcus, en av våre største porteføljeinvesteringer. Riktignok er bud premien lav, men det gir oss en kursbeskyttelse i et marked med tiltagende sannsynlighet for markedskorrekasjoner. I et slikt scenario er fondet godt posisjonert.

International Petroleum Corp. (IPCO)

Fondets investering i IPCO er et resultat av fokus på såkalte «spin-offs», dvs. utskilte selskaper som børsnoteres, og en positiv vurdering av olje- og gassprisene fremover.

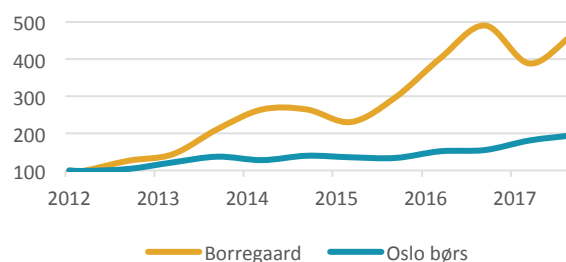
Før vi går i dybden på selskapet i denne rapporten, ønsker vi å knytte noen kommentarer til hvorfor det fra vår side fokuseres på selskaper som skiller ut, og bakgrunnen for at de ofte ender opp som oversette og underprisede selskaper i en periode.

En «spin-off» er som regel en skattefri utskillelse av en del av et større selskap, ofte fra et konglomerat. Aksjonærene i konglomeratet mottar aksjer i det nye utskilte selskapet, og blir eiere i begge selskaper. I utgangspunktet skal børsverdien av begge tilsvare børsverdien før utskillelsen. Men slik er det ikke i realiteten.

For konklusjonen er veldig klar. «Spin-offs» har en signifikant og konsistent meravkastning i forhold til utviklingen i markedet generelt. I tillegg vil konglomeratet også ofte utvikle seg bedre enn markedet generelt. Her i Norden er det mange eksempler på dette.

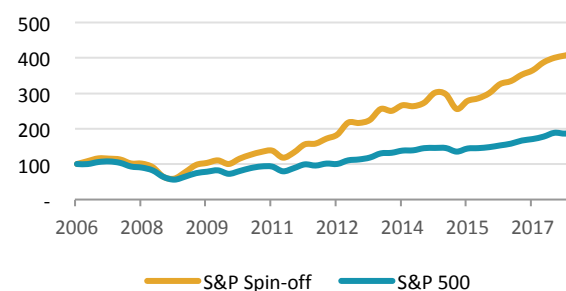
En «spin-off» som er kjent for mange norske investorer er utskillelsen av Borregaard fra Orkla i 2012. Borregaard har nesten 5-doblet seg fra børsnoteringen i oktober 2012 og frem til utgangen av 2. kvartal i år. Til sammenligning har Oslo børs nesten doblet seg.

Relativ utvikling Borregaard vs. Oslo børs



Internasjonalt finnes det omfattende historikk som understøtter konklusjonen. I USA er det laget en egen indeks, S&P spin-off indeks, som inneholder mellom 50 og 60 selskaper. Indeksen ble etablert i 2006, og viser at selskaper som er bli skilt ut i perioden frem til halvårsskiftet i år har mer enn 4-doblet seg, mens den brede indeksen S&P 500 har doblet seg.

Relativ utvikling S&P spin-off vs. S&P500



Hvorfor er det slik?

1. Konglomerater verdsettes ofte med rabatt.
2. Det utskilte selskapet rendyrkes og oppnår større fokus fra ledelse og styre.
3. Det utskilte selskapet blir mer transparent i forhold til resultater, grad av operasjonell kvalitet og strategisk fleksibilitet.
4. Oversette eller skjulte verdier kommer frem.

Selskaper som blir utskilt har ofte en negativ utvikling i den første perioden etter børsnoteringen. Dette skyldes at mange investorer ikke er like komfortable med kunnskapsnivået om selskapet. I tillegg er selskapene ofte vesentlig mindre i markedsverdi, som gjør at mange tvinges til å selge pga. dårlig likviditet i aksjen. Sistnevnte er et stadig viktigere kriterium som følge av finanskrisen for 10 år siden, da mange ble sittende innelåst i små illikvide selskaper.

Olje- og gassproduksjon og leteselskapet IPCO faller inn i denne kategorien av «spin-offs».

Børsnoteringen av IPCO i Stockholm og Toronto den 24. april 2017 var som et resultat av at Lundin Petroleum skilte ut alle ikke-norske aktiva. Aksjonærene i Lundin Petroleum mottok aksjer pro-rata i IPCO i forbindelse med utskillelsen.

Som følge av vår kunnskap om Lundin Petroleum var ikke aktivaene i det utskilte selskapet ukjent for oss. Sammen med vår tro på oljeprisoppgang på samme tidspunkt som noteringen, var IPCO på listen for potensielle investeringer i fondet. Men det tok nesten ett år før vi investerte.

På første noteringsdag ble IPCO handlet til SEK 34. På det tidspunktet mente vi verdiene var minimum SEK 50 med stort potensialet for verdiskapning som følge av mulighetene som åpnet seg i forbindelse med utskillelsen. Samtidig var det offentliggjort at IPCO ville kjøpe inntil 24,4% av aksjene for at investorer som ikke ville eie IPCO aksjer, kunne selge seg ut. En av disse var Statoil (nå Equinor), som var nest største eier med ca. 20,1% av IPCO. Tilbakekjøpet ble gjennomført på SEK 30,7 noen uker etter noteringen, som tilsvarte en rabatt på underliggende verdier på minst 39%. Til glede for

gjenværende aksjonærer i IPCO, og for Equinors aksjonærer en merkelig beslutning.

Vår selskapsspesifikke interesse for IPCO skyldtes blant annet:

1. Meget erfaren ledelse og styre med ekstremt gode historiske resultater.
2. Inngående kompetanse om reservoarene som følge av eierskap over lang tid.
3. Høy kontantstrømgenerering i kombinasjon med lav til medium gjeldsgrad.
4. Høy sensitivitet til høyere olje- og gasspriser.
5. En ambisiøs, men oppnåelig vekststrategi som kunne skape ytterligere store verdier.
6. I første fase av vekststrategien kunne brorparten av verdiene knyttet til produserende aktiva.

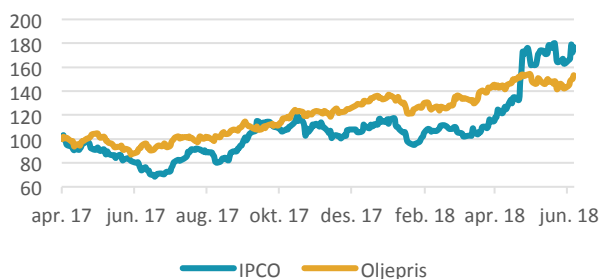
Ved børsnoteringen produserte IPCO ca. 10.000 fat oljeekvivalenter (boe/d) i Malaysia, Frankrike og Nederland.

I september 2017 kjøpte IPCO olje- og gassproduksjon i Canada, som ved overtagelse i begynnelsen av 2018 tredoblet IPCOs produksjon til 30.000 – 34.000 boe/d. Som følge av en overkapitalisert balanse og sterk kontantstrøm kunne kjøpet gjennomføres utelukkende med gjeld. På tross av økende oljepris fra sommeren 2017, og et tilsynelatende meget godt kjøp i Canada steg ikke aksjekursen nevneverdig i samme periode.

Underliggende verdier i IPCO hadde, etter vår vurdering, økt til over SEK 75 i 1. kvartal i år. Med børskurs mellom SEK 35 – 40 gjorde fondet sin første investering på SEK 36,75 i begynnelsen av april.

Produksjonsutviklingen har vært i den øvre enden av uttalte forventninger for 2018, og sammen med en eksplosiv oljepris, har aksjekursen steget til ca. SEK 60 ved utgangen av 2. kvartal i år.

Relativ utvikling IPCO vs. oljepris



Basert på dagens reserver og produksjonsprofil, og med oljepris (Brent) mellom \$70 og \$80, er verdiene i IPCO mellom SEK 75 og SEK 100. Kontantstrømmen vil gjøre selskapet tilnærmet gjeldfritt hvis oljeprisen holder seg i ovennevnte intervall de neste 2 årene.

Utfordringen fremover ligger i å erstatte dagens produksjonsnivå gjennom organisk vekst, samt å finne nye oppkjøp som gir tilsvarende god avkastning som kjøpet i Canada i 2017.

Selskapets verdier er mer sensitive til endringer i olje- og gasspriser enn andre selskaper i sektoren, og er den største risikoen i investeringshypotesen. Vår vurdering av markedsutsiktene beskrevet tidligere i denne kvartalsrapporten gjør at vi har en opportunistisk tilnærming til investeringen i IPCO. Vi forventer at selskapet vil kunne utnytte slike periodiske nedturer ved å gjøre flere oppkjøp som fjorårets transaksjon i Canada, men aksjekursen vil likevel være utsatt for endringer i olje- og gasspriser, samt den generelle aksjemarkedsutviklingen.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 30. juni 2018: 8,4%.

Neste tegningsperiode: desember 2018.

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.