

Utdrag fra NOMA Fokus 1. kvartalsrapport 2019

Nordic Semiconductors kommende suksess innen Cellular IoT

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.

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:

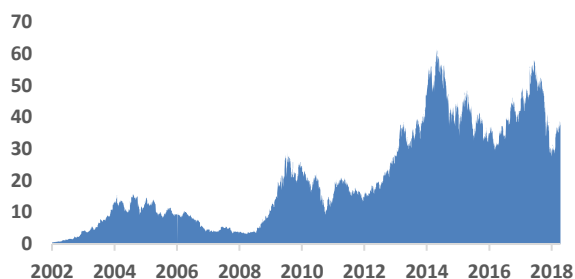
- Ting tar tid – også suksesshistorier
- Evnen til å gjennomføre er avgjørende – mennesker alfa og omega
- Norge mangler ikke risikokapital som politikere ofte fremhever – Norge mangler tålmodig risikokapital
- Politikere generelt skjønner ikke, eller vil ikke skjønne, konsekvensene av norske rammebetingelser,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

Nordic Semiconductor (NOD), en av disse suksesshistoriene, ble presentert av styreleder Birger Steen. Steen har lang ledelses- og styreefaring 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 produktsyklus. 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.

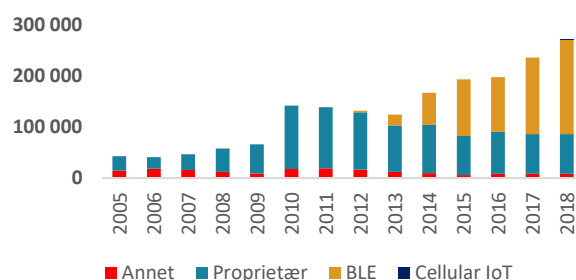
NOD ble skilt ut fra Tandberg-sfæren tilbake på 90-tallet. Tidlig på 2000-tallet ble dagens leder, Svenn-Tore Larsen, rekruttert, først som styremedlem i 2 år, deretter som daglig leder. Selskapet transformerte seg vekk fra et konsultantselskap som laget integrerte kretser for lokale kunder her i Norge, 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.

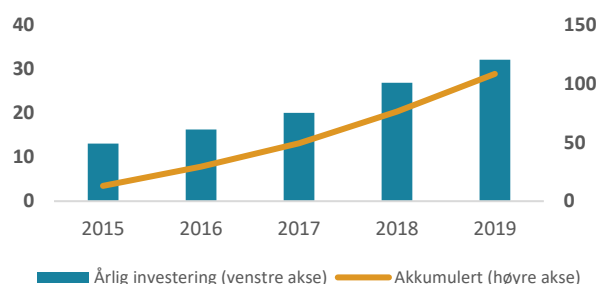
Omsetningsutvikling 2005 - 2018 (USD k)



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 transformativ 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.

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.

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.