

## NOMA Fokus - kvartalsrapport for 1. kvartal 2020

**Avkastning 1. kvartal:** -13,44 %

**Verdi pr. aksje (estimat):** 93,56

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 (USD) (1)	HFRX (NOK) (2)	VINX (EUR) (3)	VINX (NOK) (4)	1M NIBOR (5)
Siste kvartal	-13,44%	-13,33%	3,70%	-16,84%	-2,96%	0,37%
Hittil i år	-13,44%	-13,33%	3,70%	-16,84%	-2,96%	0,37%
12 mnd rullerende	-10,52%	-9,44%	10,67%	-7,53%	10,19%	1,46%
Siden oppstart	-6,44%	-3,11%	22,93%	9,51%	36,54%	3,68%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	7,34%	7,66%	12,74%

### 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%										<b>-13,44%</b>

### 5 største investeringer

Elliptic Laboratories	9,1%
Storebrand	5,6%
Infront	4,1%
TGS	3,8%
Olav Thon Eiendomsselskap	3,7%

### Aksjellokering

Netto aksjeeksponering	39%
Brutto aksjeeksponering	58%

## Speakers' Corner

### Hva nå?

I 2007 skrev den libanesiske forskeren og investoren Nassim Nicholas Taleb boken "The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable". I utgangspunktet var spørsmålet om svarte svaner filosofisk, og handlet om å motbevisne problematikken om å benytte induksjon som bevismetode som utgår fra påstanden om at «alle svaner er hvite». Påstanden stammet fra det faktum at svarte svaner kun lever på den sydlige halvkule og var ukjente for mennesker i nord.

Begrepet «svart svane-teori» utviklet Taleb for å påpeke de enorme potensielle konsekvensene forårsaket av sjeldne hendelser innen blant annet vitenskap, teknologi og økonomiske forhold. Disse er vanskelige å forutse fordi de ikke er beregnelige ved hjelp av vitenskapelige metoder. Vi anbefaler våre medinvestorer og andre å lese boken.

Gjennom første kvartal har kapitalmarkedene opplevd en slik svart svane hendelse. Utbruddet av viruset COVID-19 har resultert i en global pandemi som har hatt en, uten sidestykke, dramatisk påvirkning på de fleste aktivaklasser. Innenfor få uker i mars har investorene opplevd daglige svingninger i kursene som det normalt tar mange år å være vitne til.

På kort sikt er det frykten for epidemiens omfang som har utløst det voldsomme fallet på verdens børser. Markedsaktørene leter etter svarene på kjente risiki, og derfor svinger markedene betydelig etter hvert som nye fakta blir diskontert inn i kursene.

På lengre sikt vil effektene av pandemien på den globale økonomien, og tiltakene som er igangsatt av myndighetene og sentralbankene, være avgjørende for utviklingen i aksjemarkedet. Fremover er det utvilsomt mange ukjente faktorer som vil påvirke i begge retninger, og som markedsaktørene har store utfordringer med å prise inn i aksjekursene nå. Under markedscommentarene i denne rapporten går vi mer i detalj rundt hvordan vi vurderer de forskjellige scenariene.

Selv om denne hendelsen oppleves som unik, har aksjemarkedene opplevd mange tilsvarende brutale nedturer, sist under finanskrisen i 2008. Fra 2003 og gjennom finanskrisen har vi forvaltet tilsvarende mandater som for NOMA Fokus, etablert i 2016. Vår tilnærming til dagens situasjon er lik den vi gjennomførte for 12 år siden. Desto mindre negativ avkastning gjennom nedturen, desto enklere er det for fondets verdi pr. aksje å komme tilbake til historisk høy. Faller verdiene 15% krever det 17,6% oppgang for å ta igjen det tapte. Faller verdiene 35% vil det kreve 53,8% oppgang. Grafen på neste side (side 3) viser utviklingen for en kombinasjon av to av mandatene gjennom finanskrisen.

Vi har i våre kvartalsrapporter gjennom de siste årene kommunisert vår uro for kombinasjonen av høyt prisede aksjemarkeder med stadig større sårbarhet for den globale økonomien. Underliggende ubalanser, usunn vekst i gjeldsgraden for selskaper og nasjoner verden rundt, samt den økte risikotagningen mange investorer er blitt tvunget til å ta for å oppnå nødvendig avkastning, er viktige faktorer i denne vurderingen. Derfor har aksjeeksponeringen vært lav i fondet sammenlignet med det vi anser som naturlig over lengre tid.

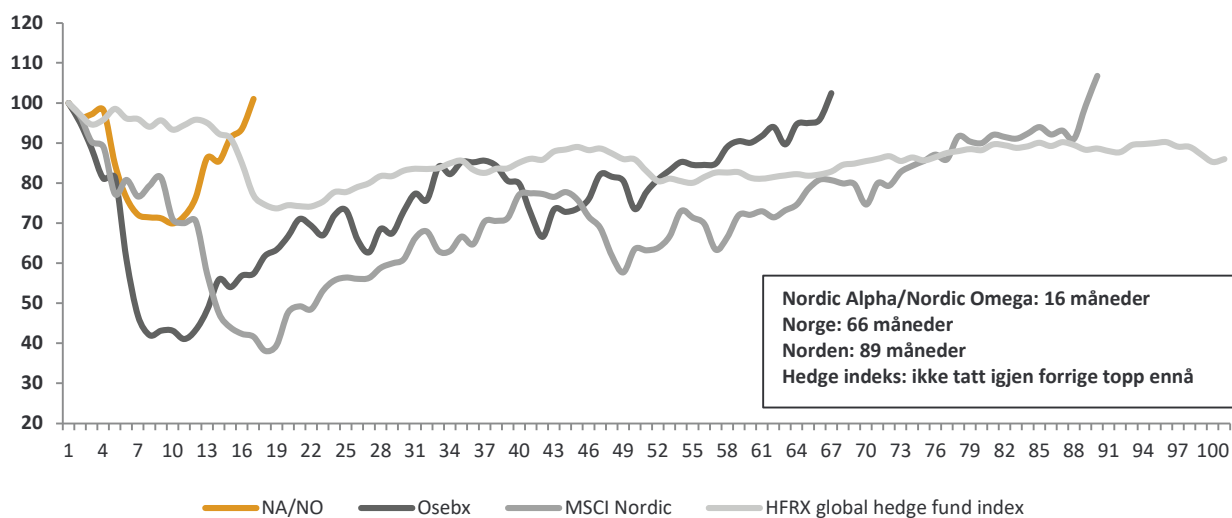
Inngangsprisen som betales når det investeres, bestemmer avkastningen på lang sikt. Nå som prisingen har kommet ned i mars, har aksjeeksponeringen blitt økt gradvis. Det påvirker avkastningen negativt på kort sikt, men gir muligheter for bedre avkastning på lengre sikt. Noe av det tørre kruttet er således benyttet, men det gjenstår mer enn 50% av fondets kapital som vil investeres i utvalgte selskaper hvis mulighetene fortsetter å åpne seg i tiden fremover.



Den svarte svane hendelsen var det få som var forberedt på, men den gir oss nå muligheter vi har ventet på. Den største utfordringen vi kan oppleve de nærmeste månedene er om markedene rekylerer så mye opp at vi ikke får økt andelen aksjer i fondet så mye som vi ønsker. Vi tror likevel at hendelsen vil få varige

konsekvenser for mange selskaper og sektorer som det vil ta tid å identifisere. Derfor vil mulighetene være større nå enn tidligere, uavhengig av utviklingen i aksjemarkedene de nærmeste månedene.

**Avkastning fra starten på finanskrisen i 2008 og tiden det tok å ta igjen det tapte for forvaltede mandater**



## Markedskommentarer

De globale aksjemarkedene opplevde en brutal utvikling i 1. kvartal forårsaket av den globale pandemien. Selv om utbruddet av COVID-19 i Kina var kjent for investorene gjennom første halvdel av kvartalet, steg de fleste børsene til historiske topper i andre halvdel av februar. Nedgangen som fulgte, var både rekordrask og stor. Med få unntak falt verdens ledende børser med mellom 30% og 40% på ca. en måned. Dette var før rekyl den siste uken av mars reduserte nedgangen generelt med mer enn en tredjedel av fallet fra toppene i februar. Den rekordsvake utviklingen av den norske kronen dempet nedgangen betraktelig for norske investorer som ikke har valutasikret sin eksponering utenfor Norge.

For 1. kvartal var det nordiske markedet ned 16,9% (VINX, målt i euro). I norske kroner falt Norden kun 3,0% som følge av utviklingen i norske kroner. Bak nedgangen

i Norden skjuler det seg store forskjeller. Norge opplevde det største fallet med 24,1% nedgang. Sverige, Finland og Danmark falt med respektive 16,3%, 18,8% og 5,5%, målt i lokal valuta. Oljeprisfallet på 65% gjennom kvartalet, som følge av uenighet mellom OPEC og Russland, er hovedforklaringen til det særskilte fallet i Norge. Det norske markedet har dessuten i større grad enn sine nordiske naboer opplevd et høyere fall for gjennomsnittaksjen. Indeksene for små og mellomstore selskaper er ned hhv. 39,9% og 31,4% i 1. kvartal.

Blant de ledende børsene falt USA (S&P500) 20%, Tyskland (DAX) 25%, mens Kina (Shanghai) paradoksalt kun var ned 9,8%, alle målt i lokal valuta.

NOMA Fokus oppnådde en avkastning på -13,4% i kvartalet. Fondet har gjennom kvartalet hatt en gjennomsnittlig eksponering mot aksjemarkedene på 32% nettoeksponering og 64% bruttoeksponering. For

den første delen av kvartalet var nettoeksponeringen mot aksjemarkedene relativt uendret rundt 30% (se grafisk fremstilling på side 2).

I januar ble oljeselskapene AkerBP og International Petroleum Corporation (IPCO) avhendet. AkerBP ble solgt med en solid gevinst på 293 kroner. Aksjen avsluttet kvartalet på 132,6. IPCO ble solgt ut med et mindre tap på SEK 43 kr. I etterkant falt den til SEK 11,83 ved utgangen av mars. Fondets posisjon i Nordic Semiconductor ble også solgt helt ut etter mer enn 3 års eierskap på nivåer mellom 59 og 66 kroner. Selskapet leverte et meget godt 4. kvartalsresultat, og kursen steg til historisk toppnivå i februar. Posisjonene i Bank Norwegian og Elkem ble i tillegg redusert frem til midten av februar, på et nivå vesentlig høyere enn kursene ved utgangen av kvartalet. Gjennom første halvdel av februar ble posisjonen i Storebrand økt, og tørrbulkselskapet Golden Ocean tatt inn i porteføljen.

Fra andre halvdel av februar frem til midten av mars ble prisingen av en rekke selskaper i økende grad mer interessante. Som vi har kommunisert i kvartalsrapportene gjennom 2018 og 2019, er målsetningen å øke fondets aksjeeksponering vesentlig i fallende markeder. Vi har ingen ambisjoner om å forsøke «å time» bunner. Derfor vil en gradvis økning i aksjer på fallende kurser være tilnærmingen i markedsituasjoner som vi har opplevd i 1. kvartal. Etter hvert som markedsfallet tiltok, ble fondets sikringsposisjoner solgt. Disse sikringsinstrumentene har dempet verdi-reduksjonen av fondets aksjeinvesteringer. Reduksjonen av såkalte short-posisjoner har i tillegg bidratt til at fondets bruttoeksponering har nærmet seg fondets nettoeksponering.



I tillegg har vi økt i et utvalg av eksisterende posisjoner som vi betrakter som attraktive, også justert for den vesentlige effekten som COVID-19 vil ha på inntjeningen. Målt i prosentuell økning fra inngangen til fallet fra februar er (fra størst prosentuell økning til lavest økning): Storebrand, Olav Thon, Pareto Bank, Kværner, Sats, TGS, 2020 Bulkens, Bank Norwegian og Infront. Det finske finanskonsernet Sampo ble tatt inn i porteføljen medio mars. Selskapet eier forsikringselskapet If og er største eier i Nordea. Sampo har, sammen med Nordic Capital, kjøpt seg betydelig opp i Bank Norwegian og blitt største eier i kvartalet. I rapportens tredje del på side 6 kommenterer vi noen av selskapene mer i detalj.

Som følge av de økte investeringene og verdiøkning etter rekylen fra midten av mars, steg fondets nettoeksponering til 47%. Vi har mot slutten av kvartalet tatt inn nye sikringsposisjoner som bidrar til at nettoeksponeringen ved utgangen av mars er på 39%, opp fra 32% ved inngang i januar.

De kortsiktige konsekvensene av COVID-19 pandemien merkes overalt. I Norge har vi tilsynelatende klart å kontrollere spredningen med relativt sett begrensede tiltak. De av oss som kan, og som fortsatt har jobb, sitter stort sett på hjemmekontor, med høylytte og rastløse barn, og stadig tørrere hender etter dagens fjortende håndvask. Arbeidsledigheten er gått fra rundt 65.000 til 412.000 i løpet av tre korte uker. Forrige gang landet opplevde over 100.000 ledige ble det betraktet som et krisenivå.

I Norge er det kanskje grunn til å tro at ledigheten har toppet seg for denne gangen nå som skoler, barnehager, frisører, fysioterapeuter osv. igjen kan åpne om kort tid. For den vestlige verden for øvrig er det grunn til å tro at det skal bli verre før det blir bedre. Allerede i løpet av de to første ukene med amerikanske tiltak, mistet mer enn 10 million mennesker jobben. Og betydelig flere vil det bli. Mens vi her i Norge bokstavelig talt klapper oss selv på skulderen for å ha fått kontroll på spredningen i denne omgang, skal vi ikke glemme at immuniteten i Norge trolig er blant de laveste i Europa. Virus har en tendens til å komme tilbake, og da er kanskje Norge mer utsatt enn f.eks. Sverige, som frem til nå har mottatt mye kritikk for sin håndtering av COVID-19. Vi skal ikke glemme at Spanskesyken som herjet over hele verden i

perioden 1918 til 1920, kom tilbake i 3 sykler, hvor den andre runden var den verste. Fasiten på hvem som håndterte dette best er ennå ikke klar.

Ledigheten i flere land vil nå nivåer vi ikke har sett siden depresjonen på 30-tallet. Vi står foran noen kvartaler med et ekstremt fall i den økonomiske aktiviteten. Mye av reduksjonen vil forhåpentligvis være kortsiktig ettersom permitterte arbeidere kan begynne å jobbe igjen. Tilbake til gamle nivåer skal vi nok neppe på en god stund.

Konkursstatistikken vil fortsette å stige. Til tross for heltemodig innsats fra helsearbeidere og etableringen av rekordstore tiltakspakker fra verdens politikere og sentralbanker, vil mange mennesker og bedrifter ikke overleve fremover. De fleste bedrifter er avhengig av kreditt, og det tok ikke mange timene fra nedstenging av økonomien før også kredittmarkedene var stengt ned. Rentene falt, men kredittpåslagene steg mer for de få som faktisk fikk kreditt i det hele tatt. Sentralbankene responderte raskt med å garantere ubegrenset likviditet. Bankene som mottar denne likviditetstilførselen, må stille med ekstremt sikker pant. Det er begrenset hvor mye som kan stilles, og dette påvirker bankenes evne til å øke deres lånekapasitet i stor grad. Blir situasjonen verre vil sentralbankene også akseptere mindre sikker pantstillelse fra bankene, og dermed overta mye av kredittrisikoen til bankene. Da vil lånekapasiteten til bankene nærmest bli uendelig, og kredittmarkedene vil igjen begynne å fungere mer normalt. Denne beslutningen sitter imidlertid langt inne for sentralbankene. Markedsforholdene skal nok bli verre før sentralbanksjefene trekker dette kortet opp av hatten.

Både politikere og sentralbanker gjør nå alt de kan for å redde markedene og økonomien som helhet. Det er ikke bankene som trenger hjelp denne gangen, men hele økonomien. Det er heller ikke husholdningene som har vært for løsslupne med kreditten (med noen få unntak, Norge inkludert), men bedriftene. Tiltakspakker vi ikke har sett maken til, ubegrenset likviditet og «helikopterpengene» til befolkningen, er blitt dagligdags. Verden har trolig lagt en standard det blir vanskelig å komme seg bort fra, som sentralbankenes bruk av

kvantitative lettelsener og negative renter etter finanskrisen.

Avvending er aldri lett, heller ikke når det kommer til finansiell doping. 10 år etter finanskrisen var det fortsatt bare USA som til en viss grad hadde klart å reversere bruken av denne dopingene. Europa har vært avhengig av stadig nye tiltak gjennom hele perioden. Den europeiske sentralbanken, ECB, har ikke mye å spille på ved inngangen av denne krisen.

Det har lenge vært diskutert hva vi så skal gjøre neste gang det smeller. Forslagene har vært rettet mot MMT, dvs. «modern monetary theory». Oppfatningen fra MMTs fanskere er at budsjettunderskudd og statsgjeld ikke betyr noe som helst fordi statene bare kan trykke mer penger. Bra for alle land som har egen valuta, som USA. Men hva med Italia? Eller Spania? Eller Frankrike? Det er ikke lillebror Hellas som kommer til å trenge «bail-out» denne gangen. Historien viser at slike forsøk har endt i katastrofe. Da Tyskland opplevde ledighet på 30% for snart 100 år siden, tok det ikke lang tid før et brød kostet noen milliarder riksmark.

Verden kommer til å gå videre, også denne gangen. Vi tror sannsynligheten for en periode med depresjonstilstander er lav. Men vi kommer heller ikke raskt tilbake til den sorgløse verden vi opplevde for bare noen måneder siden.

Statsfinansene i Italia og Spania var i store problemer allerede før COVID-19. Disse landene er nå blant de hardest rammede. Enten må Tyskland, på toppen av sine egne kostnader, akseptere delvis solidarisk ansvar for «corona gjeld», eller akseptere at euro samarbeidet kan kollapse. På sikt vil dette være med på å forme Europa, enten i retning av en føderasjon, eller mot økt splittelse. Oppbyggingen av offentlig gjeld blir enda større denne gangen. Etter finanskrisen ble husholdningene tvunget til å redusere sin gjeld, mens statene kompenserte med opplåning for å holde økonomiene i gang. Denne gangen er det trolig bedriftene som skal bygge ned gjeld. Igjen er det statene som må trå til, noe de gjør i stort monn allerede. Selv tyskerne har innsett at regelen om et tak på 60% gjeld til bruttonasjonalproduktet (BNP) er historie. Vi kommer neppe til å oppleve nivåer under dette i en generasjon fremover i de fleste land.

MMT eksperimentet som vi nå har startet på vil trolig fremstå som en suksess til å begynne med. Statene klarer for tiden å finansiere ny opplåning billig, og få investorer bekymrer seg for fremtidig økt inflasjon. Historisk har gjeldsspiralen til statene blitt stoppet av at renten på gjelden har begynt å stige kraftig. Fordi den nye statsgjelden nå i stadig større grad kjøpes opp av sentralbankene (i praksis pengetrykking), så vil økte renter trolig ikke inntreffe denne gangen. Da gjenstår det kun det ingen tror på, nemlig inflasjon.

Når stadig mer penger skal brukes på en begrenset mengde varer og tjenester, vil dette til slutt bli resultatet. Selv om mange er i fornektelse, er det nettopp det som har inntruffet som følge av pengetrykkingen etter finanskrisen. Det ble riktignok ikke noen voldsom inflasjon på mat, klær og flybilletter. Men hva har skjedd med aksjer, kunst, vin, sportsbiler og eiendom? Det var tross alt ikke arbeiderklassen som fikk tilgang på disse pengene. Kanskje blir det annerledes denne gangen? USA har allerede begynt å sende sjekker til alle voksne amerikanere, uansett om de betaler skatt eller ikke. Om vi denne gangen får inflasjon innen mer konsumrelaterte varer, får tiden vise. Det som er sikkert er at når det trykkes nær uendelig med nye penger, vil

penger bli mindre verdt relativt til noe annet. Interessant blir det å se om noe av pengene ender på «main street», eller om det igjen i all hovedsak er Wall Street som blir reddet.

Fremover vil globaliseringen delvis gå i revers. Svakheter i de globale verdikjedene er blitt avslørt, og kanskje flyttes mer av verdikjedene «hjem». Hvis dette skjer, vil trolig bedriftenes marginer falle ned igjen mot historiske nivåer etter hvert. Det vil i så fall være gode nyheter for vestens arbeiderklasse på sikt.

Uavhengig av den økonomiske globaliseringen, vil dagens situasjon trolig også ha vesentlige geopolitiske konsekvenser. Vil vi se behovet for økt internasjonal samhandling, eller vil vi trekke oss tilbake? Vil vi få økt fokus på de globale miljøutfordringene, eller vil den svake økonomien svekke viljen til å ta regningen for miljøtiltakene?

De langsiktige konsekvensene av den globale pandemien er fortsatt uavklarte. Det vi imidlertid vet er at store endringer skaper store muligheter, og etter store fall venter til slutt en enda større oppgang bakenfor horisonten.

## Utvalgte selskapskommentarer

Strategien til NOMA Fokus er å investere langsiktig i verdiskapende kvalitetsselskaper når mulighetene byr seg til fornuftige priser. I det kraftige børsfallet gjennom siste halvdel av 1. kvartal har mulighetene til å investere i noen slike kvalitetsselskaper åpnet seg. Selv etter at vi tar hensyn til de forventede negative effektene av COVID-19 krisen, har selskapene falt til nivåer under våre verddivurderingsestimater, med god margin.

Selskapene i porteføljen til NOMA Fokus er blant de ledende i sine bransjer, og de aller fleste har moderat, eller i flere tilfeller, ingen finansiell giring. Med utgangspunkt i vår vurdering av de kortsiktige og langsiktige konsekvensene av COVID-19 som beskrevet over i rapporten, vil selskapene ikke bare klare seg gjennom den krisen vi nå går gjennom, men komme sterkere ut av den. Dette er nettopp hva som

kjennetegner kvalitetsselskaper. I gode tider klarer alle å tjene penger, men når nedturen kommer, blir de beste relativt sterkere, og tar en stadig større del av verdiskapingen innen sin bransje.

Gjennom fallet i februar og mars benyttet vi derfor muligheten til å øke vår eksponering i flere av disse selskapene. I tillegg ble Sampo tatt inn som er en helt ny investering for NOMA Fokus, som vi har vurdert som for høyt priset over lengre tid.

### TGS:

- Siden børsnoteringen av selskapet i 1997 har TGS kommet sterkere ut av enhver nedtur innen seismikkindustrien. I dag er selskapet den ledende aktøren globalt.



- Industrien er konsolidert siden nedturen i 2014, men vi forventer ytterligere konsolidering som følge av at de fleste konkurrentene er høyt finansielt belånt, og i relativt svakere posisjon enn TGS.
- TGS har igjennom nedturene over de siste 30 årene kunne vise til positiv kontantstrøm hver eneste gang. Selskapet hadde ved inngangen til 2020 mer enn 3 milliarder kroner i kontanter (25 kroner pr. aksje), og ingen gjeld.
- Selskapet er nå priset i det laveste prosentilet av sin egen 23-årige prisingshistorikk.
- Desto mer brutal og langvarig nedtur som følge av COVID-19 forårsaket av etterspørselsvikt etter energi, desto større rekyl vil TGS oppleve tiden etterpå.

TGS kursutvikling hittil i år (pr. 8 april)



t tillegg vil selskapet generere overskudd på 4-6 kr pr. aksje årlig. Faktisk vil selskapet kunne betale ut hele sin nåværende markedsverdi de neste 7-10 årene. Utover dette forventer vi at ytterligere minst 10 milliarder vil kunne frigjøres på sikt.

- De gamle forretningsmodellene har hatt høy risiko og lav avkastning på kapitalen for Storebrand. De nye modellene har en meget lav risiko og høy avkastning på kapitalen. Selskapet vil som følge av overgangen fra gamle modeller til nye modeller bli sterkere og sterkere. Dette bidrar til en stadig høyere avkastning på kapitalen de neste årene. Samtidig vil antall aksjer som skal dele på denne avkastningen bli stadig færre. Jo lenger kursen holder seg lav, jo færre aksjer vil det være igjen i selskapet om 10 år.

STB kursutvikling hittil i år (pr. 8 april)



#### Storebrand:

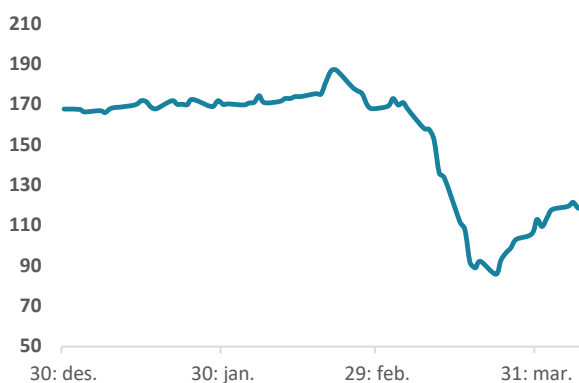
- Storebrand er det ledende selskapet innen pensjon og langsiktig sparing i Norge, og har en betydelig posisjon i sterk vekst også i Sverige. Pensjonssparing er en megatrend hvor høy vekst er ventet i lang tid fremover.
- Den gamle forretningsmodellen med ytelsespensjon og garantert avkastning utgjør en stadig mindre andel, mens de vokser kraftig på innskuddspensjon og forvaltning.
- Det meste av selskapets kapital er bundet opp i disse gamle ordningene til en ensifret prosentuell avkastning på allokert kapital. Denne kapitalen vil frigjøres i betydelig grad fremover. Etter våre vurderinger vil mer enn 10 milliarder kroner, dvs. over 20 kr pr. aksje, frigjøres de neste 7-8 årene. Kapitalen vil returneres til aksjonærene gjennom massive tilbakekjøp av selskapets egne aksjer. I

#### Olav Thon Eiendomsselskap:

- Norges klart ledende aktør innen kjøpesenter. Selskapet er omtalt i vår 4. kvartalsrapport 2019.
- Olav Thon har gjennom lang tid styrket sin markedsposisjon. Selskapets kjøpesentre tar stadig markedsandeler, noe som har bidratt til en meget god avkastning for aksjonærene over tid.
- COVID-19 har skapt en unik mulighet til å øke fondets eierskap til ekstremt gunstige kursnivåer. Den kortsiktige effekten av krisen er stor, men påvirker i mindre grad vår langsiktige vurdering av verdiene.
- Selskapet har en konservativ finansiell belåningsgrad og vil komme seg, relativt sett, styrket ut av nedturen.
- Før nedturen i 1. kvartal var selskapets eiendommer verdsatt til rundt 300 kr. pr. aksje. Vi tror ikke den

langsiktige verdien av disse eiendommene er vesentlig forringet, selv om vi forventer et meget svakt 2020 og trolig en svekket inntjening også i 2021. Ser vi igjennom denne perioden vil selskapet trolig tjene minst 1,5 milliarder kroner i året igjen, noe som gir nærmere 13% avkastning på dagens kursnivå. På toppen av dette kommer eventuelle verdiøkninger som følge av utvikling av eiendommene, og lavere renter og diskonterings-sats.

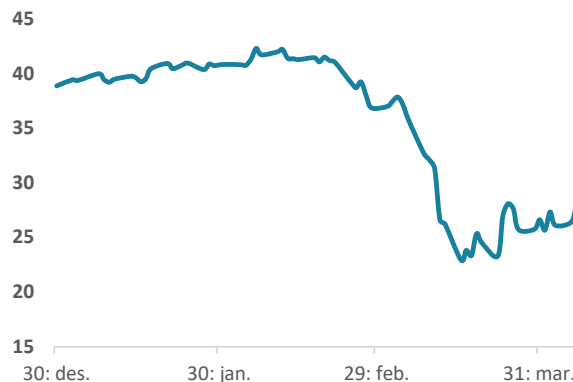
Olav Thon kursutvikling hittil i år (pr. 8. april)



**Sampo:**

- Selskapet er et finansielt konsern og har ingen operativ markedsposisjon tilknyttet merkevaren Sampo. Selskapets kapitalallokeringshistorikk er imidlertid uten sidestykke i nordisk finans. Sampo har gjennom smarte og godt timede kjøp og salg av virksomheter, kombinert med solid drift, skapt enorme verdier for aksjonærene over lang tid.
- Krisen vil på ny gi selskapet gode muligheter til å benytte den sterke balansen til ytterligere gode investeringer. Så langt har Sampo benyttet det store fallet i Bank Norwegian til å ta en betydelig posisjon.
- Den største verdien i selskapet er eierskapet i If skadeforsikring som eies 100%. Dette utgjør rundt 2/3 av Sampos verdi, og vi bør derfor forvente at selskapets kursutvikling har en høy korrelasjon til de børsnoterte nordiske konkurrentene Gjensidige og Tryg. Når Sampo har falt over 30% i år, mens de to andre bare har falt hhv. 2% og 6% i samme periode, har vi benyttet mulighet til å komme inn i dette kvalitetsselskapet til en meget hyggelig pris.

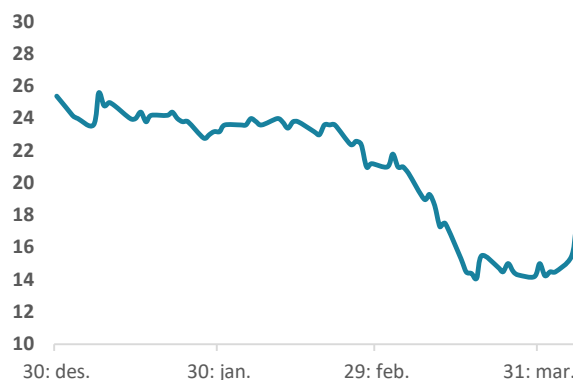
Sampo kursutvikling hittil i år (pr. 8. april)



**Infront:**

- Selskapet utvikler og selger abonnementer på børs informasjonssystemer til bl.a. investorer og meglerhus. Forvalterne i NOMA Capital benytter selv systemet er derfor godt kjent med produktene som tilbys av selskapet.
- Infront har gjennom flere store oppkjøp de siste årene blitt en av de ledende leverandørene av slike systemer i Europa. Vi forventer ytterligere verdiskapende konsolideringer i årene som kommer, ikke ulik strategien som har skapt så store verdier for eierne i Visma.
- Vi forventer at selskapet vil levere et driftsresultat på 18-20 millioner euro i år, og egenkapitalen prises nå rett over 70 millioner euro.
- Selskapet har 95% faste løpende inntekter og er et av svært få selskaper hvor estimatene for 2020 ikke vil reduseres vesentlig som følge av COVID-19. Brorparten av Infronts inntekter i euro, som har styrket seg markant mot kroner hittil i år.

Infront kursutvikling hittil i år (pr. 8. april)





Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 31. mars 2020: 11,9%.

Neste tegningsperiode: juni 2020.

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.