

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 3. kvartal 2017

Avkastning 3. kvartal: 1,61 %

Verdi pr. aksje (estimat): 107,48

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 (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste kvartal	1,61%	-1,94%	1,55%	0,21%
Avkastning hittil i år	6,63%	-0,98%	17,28%	0,68%
Avkastning 12 måneder rullerende *	7,48%	4,43%	19,10%	0,94%
Avkastning siden oppstart	7,48%	4,43%	19,10%	0,94%

* fra fondets oppstart 21. september 2016 frem til 30. september 2017

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%				6,63%

5 største investeringer

Norwegian Finans Holding	8,9%
Elliptic Laboratories	8,8%
Arcus	5,1%
Sparebanken Midt-Norge	4,8%
Shelf Drilling	4,3%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	21%
Brutto aksjeeksponering	77%

Speakers' Corner

Forleden dag kunne vi overhøre en fortvilt amerikansk forvalter som ble intervjuet på en næringslivsfokusert tv-kanal. Tema handlet selvfølgelig om hans vurderinger av markedet og muligheten for fremtidig avkastning. Fritt oversatt uttalte forvalteren: "I alle mine år som forvalter har filosofien vært å kjøpe billig og selge dyrt. Nå kjøper jeg dyrt og håper noen vil kjøpe enda dyrere." Frustrasjonen var enda mer fremtredende da han påpekte at han forvaltet store mengder kapital som var tvunget til å være i aksjemarkedet.

Vi feiret nylig 1-års dagen for fondet NOMA Fokus. For våre medinvestorer er det neppe noen overraskelse at vi, i likhet med denne forvalteren, har forfektet mye av de samme tankene i våre kvartalsrapporter gjennom 2017. Men det er også noen klare forskjeller.

Gjennom etableringen av NOMA Capital har vi, sammen med våre medinvestorer, ønsket å forvalte vår kapital på en måte som nettopp unngår mange av de begrensningene som brorparten av forvaltere har i dag. En viktig forskjell er å være forvaltningsdrevet, dvs. å utelukkende fokusere på forvaltning, ikke drive med alt mulig annet som tar fokuset vekk fra muligheten til å nå målsettingene. Det kan høres ut som en floskel, men det er det ikke. Vi har selv erfart dette over mer enn 20 år i velrennomerte systemer.

Våre verktøy inkluderer muligheten for å være fleksible, en høy porteføljekonsentrasjon, samt en genuin langsiktighet. Vi ønsker for eksempel ikke å være investert i aksjer hvis analysen tilsier at det ikke tilfredsstillende våre avkastningsforventinger til en ønsket risiko. Da lar vi heller være. Er alternativet å sitte i kontanter, så gjør vi det. Det var vel en norsk politiker som i kampens hete uttalte at sauer er ålreite dyr, de også! Vel, kontanter er undervurdert som en del av investeringsstrategien, de også! Et fleksibelt mandat gjør oss også i stand til å kunne utnytte alle markedsretninger, sikre oss når vi ønsker det, samt kapitalisere på feilpriser mellom selskaper og aktiva klasser. Desto større begrensninger i mandatet, desto mer begrenses avkastningsmulighetene.

Vi skal investere i våre beste idéer. Overdreven diversifisering er ødeleggende for muligheten til å skape meravkastning. Videre medfører det manglende fokus på, og kunnskap om, selskapene man eier, som øker den absolutte risikoen.

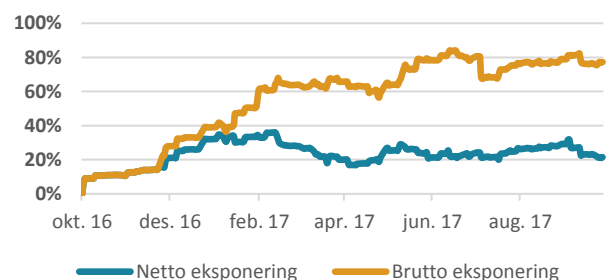
Aksjemarkedets volatilitet skaper muligheter for langsiktige og disiplinerte investorer. Mange aktører kommuniserer betydningen av langsiktighet i forvaltningen. Samtidig åpner de samme aktørene for tegninger og innløsninger på daglig basis. Vi får ikke dette til å stemme. NOMA Capital står for reell langsiktighet i forvaltningen av kapital. Forvalterne er eiere i NOMA Capital og investorer i fondet selskapet forvalter. Vi mener eierskap er den insentivordningen

som sammenfaller best med langsiktighet i forvaltningen. Reell langsiktighet reduserer risiko, og skaper muligheter for de med evne til å kjøpe når andre må selge, eller sitte på sidelinjen når andre må investere (som nå).

NOMA Fokus fylte som sagt 1 år i september. Over det første året er avkastningen på 7,5% (fra 21.9.16 – 30.9.17). Dette er oppnådd med en netto eksponering på 23% mot aksjemarkedet, som betyr at aksjeutvelgelsen har vært god. Avkastningen på den markedseksponeringen vi har tatt, har vært ca. 33% i perioden.

Det første året har fondet en observert volatilitet (standard avvik, månedlige observasjoner) på kun 2%. Tidsserien er kort, og ikke representativ for det vi tror kommer til å være fondets volatilitet over en hel sykel (normalt 5 – 8 år). Likevel sier det litt om hvor lav risiko vi har hatt i fondet. Sett i lys av at vi mener de fleste aktiva klasser er rekordhøyt priset, må vi si oss fornøyd med disse resultatene. Vi tror ikke at denne oppturen som har vart i snart 10 år er annerledes enn tidligere oppturer. Med våre verktøy skal vi utnytte det.

Netto og bruttoeksponering siden oppstart

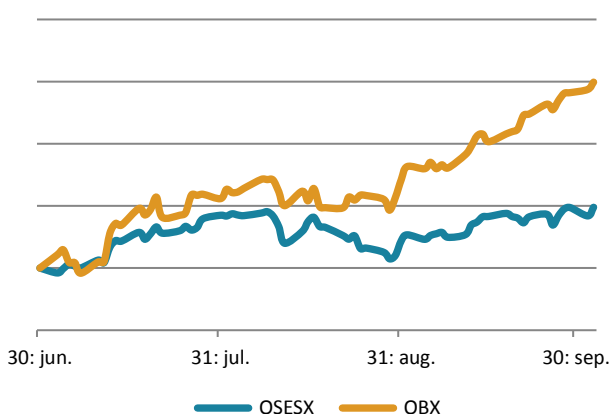


Markedskommentarer

3. kvartal ble et nytt kvartal med positiv avkastning for NOMA Fokus. Fondet oppnådde en avkastning på 1,61%, på linje med de nordiske markedene som steg med 1,55%, målt i norske kroner. Med en gjennomsnittlig eksponering mot aksjemarkedet på moderate 25%, er vi rimelig godt fornøyd med dette resultatet. Vi burde likevel ha fått mer ut av mulighetene i det norske markedet som gikk meget sterkt i kvartalet.

Forklaringen til denne sterke oppgangen i Norge er utviklingen i de største selskapene. Grafen under viser utviklingen i 3. kvartal til de største selskapene (OBX indeksen) sammenlignet med de mindre selskapene (OSESX indeksen) på Oslo børs.

Utvikling store vs. små selskaper 3. kvartal



NOMA Fokus investerer i både små og store selskaper. I 3. kvartal har fondet hatt en overvekt av små- og mellomstore selskaper. Vår begrensede størrelse relativt til de store institusjonelle forvalterne gjør at vi har bedre muligheter til å utnytte feilprisingene hos de mindre selskapene, uten å bli vesentlig påvirket av en høyere likviditetsrisiko som dette innebærer.

Vi tror det er to årsaker til den sterke utviklingen til de største selskapene:

1. Investorene har få andre alternativer enn å investere i aksjer. Andre aktiva klasser oppfattes som enda høyere priset. Investorene «tvinges» derfor inn i aksjemarkedet og dette kanaliseres inn i aksjer hvor likviditeten er god. Denne likviditeten er sentrert rundt de største selskapene. Etter finanskrisen for 10 år siden er særlig

de store institusjonelle investorene (pensjonskasser etc.) blitt pålagt begrensninger i sine mandater som styrker denne trenden.

2. En meget stor og sterkt økende andel av kapitalen som investeres i aksjemarkedene, investeres via børsnoterte fond (ETF = Exchange Traded Funds). Disse fondsandelene omsettes løpende på verdens børser og gir en mulighet til å oppnå en eksponering som vanligvis følger en underliggende indeks. Siden indeksene består primært av de største likvide selskapene, vil kapitalen fra disse børsnoterte fondene forsterke effekten. Fondene utfører normalt ingen aktiv vurdering av investeringene, og følger indeksene slavisk. I dag finnes det flere ETF'er enn aksjer notert i USA. Kapitalen til forvaltning er nå på mellom \$6.000 - \$7.000 milliarder og i kraftig vekst.

Indeksene som normalt benyttes som sikringer består også av de store selskapene. Dette gjør at NOMA Fokus i kvartalet ble dobbelt rammet av denne meravkastningen til de aller største selskapene. Når vi likevel leverer positiv avkastning, og holder følge med de nordiske aksjemarkedene i kvartalet, så skyldes det positiv utvikling i flere av våre største investeringer som Norwegian Finans Holding, TGS Nopec, Nordic Semiconductor, Sparebanken SMN og Storebrand. Fondets relativt geografisk diversifiserte portefølje av sikringsinstrumenter har dempet effekten av den sterke norske utviklingen i kvartalet.

Fondet gikk inn i kvartalet med en nettoeksponering mot markedene på 24%. Gjennom 3. kvartal økte gradvis eksponeringen til 32%, før vi gjennom september reduserte eksponeringen til 21%. Gjennomsnittet for kvartalet var 25%.

Fondets korrelasjon mot aksjemarkedet er således fortsatt relativt begrenset. Nedgangen i eksponeringen skyldes den økte prisingen i markedene, samt at noen av fondets investeringer nådde våre kursmål og derfor ble redusert, eller solgt helt ut. Vi forventer å fortsette med denne forsiktige tilnærmingen også gjennom 4. kvartal med mindre vi skulle få en korreksjon i markedsprisingen.

Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt rundt 80% gjennom kvartalet. Det er fortsatt en målsetning om

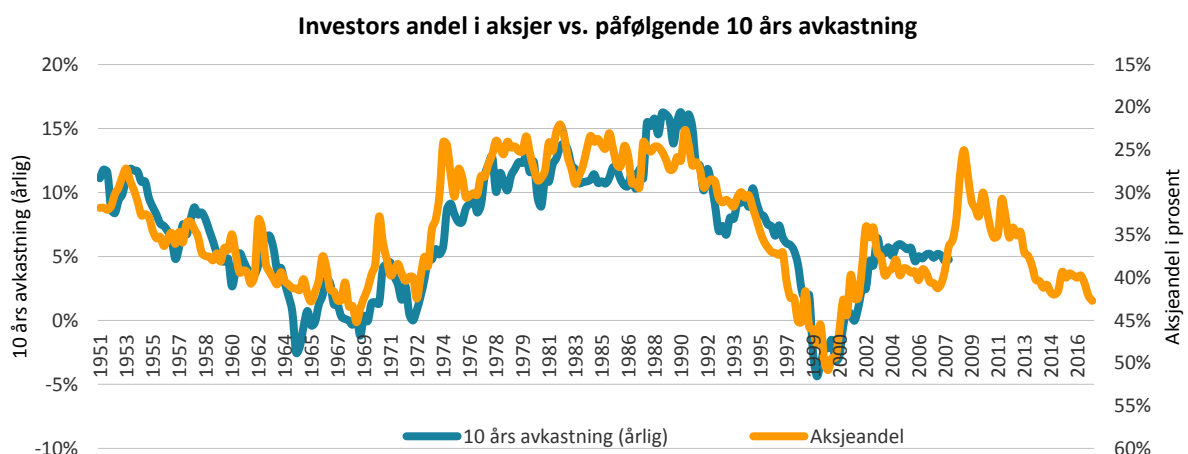
å øke denne ytterligere om vi finner de riktige mulighetene. Usikkerheten vi føler rundt den videre markedsutviklingen gjør det imidlertid mer utfordrende uten samtidig å øke risikoen i porteføljen vesentlig. Vi er ikke villig til å gjøre dette i denne fasen av markedssyklusen. Disiplin prioriteres fremfor å jage etter høyere avkastning. Mulighetene for vesentlig høyere avkastning vil komme, og i mellomtiden holdes kruttet tørt.

Investorer blir ofte preget av sentimentet rundt seg. Det skaper både overdreven frykt og grådighet med de konsekvenser det medfører. Derfor er det ofte fornuftig å ta et helikopter perspektiv ved å se på lengre historikk når en skal vurdere mulighetene for avkastning og hvilken risiko en utsetter seg for. Modellen under mener vi er meget relevant i denne vurderingen. Den viser realisert 10 års avkastning for det amerikanske aksjemarkedet målt mot gjennomsnittsinvestorens aksjeallokering på kjøpstidspunktet. Med andre ord, hva var avkastningen til investorene i de påfølgende 10 årene når «alle» var investert, eller det motsatte når få var investert? Historikken er skremmende, men logisk. Når grådigheten var størst og «alle» var investert ble avkastningen lav i perioden etterpå, og vice versa. Korrelasjonen er over 90%. Modellen viser ved utgangen av 2. kvartal en forventet avkastning i aksjemarkedene de neste 10 årene på 2% per år. Ikke særlig attraktivt i våre øyne. Tall for 3. kvartal er foreløpig ikke tilgjengelig. Men den vil forsterke konklusjonen vår når den foreligger.

Samme modell viser også en sannsynlighet for negativ avkastning over de neste 10 år på rundt 40%. Å passivt sitte med aksjemarkedeksponering i dagens marked innebærer således en betydelig risiko. Skal du som investor være sikker på å oppnå positiv avkastning krever det en investeringshorisont som går utover de neste 10 årene ifølge modellen.

I forrige rapport fokuserte vi på den svake utviklingen for leverandører til olje- og gassindustrien. Gjennom 3. kvartal har oljeprisen økt fra \$48 til \$57 som har medført økt fokus fra investormarkedet. Vi har siden oppstart i fjor i økende grad brukt tid på energimarkedene, inklusive alternative energikilder som sol- og vindkraft, og er nå mer overbevist om at oljeprisen de neste 3-4 årene vil være høyere enn hva dagens forventinger viser gjennom «forward-kurven». Det skaper muligheter som vi ønsker å fokusere på. Med bakteppet om et historisk høyt priset aksjemarked er vi særlig opptatt av å unngå selskaper med høy gjeld og dårlige posisjoner innenfor sine segmenter.

Vår selektive eksponering til sektoren har vært en positiv bidragsyter gjennom kvartalet. TGS Nopec (omtalt i 2. kvartals rapporten) har vært fondets største posisjon innen sektoren, men er solgt ut igjen etter sterk kursutvikling. Vi har et bredere geografisk fokus som inkluderer oil service selskaper notert i både Europa og i USA. Fra et lavt nivå siden oppstart i fjor, kan det derfor forventes at denne sektoren vil utgjøre en noe større andel av fondet i tiden fremover.

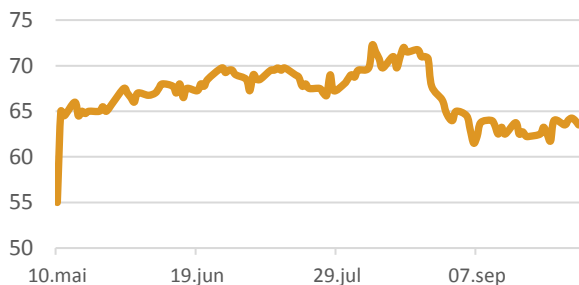


Instalco Interessenter AB

Oppkjøp og fusjoner skaper sjelden verdier for aksjonærene i det kjøpende selskapet. Unntaket er når et selskap gjør flere små oppkjøp som de kan få til en pris som ligger langt lavere enn sin egen prising, uten at man trenger å regne inn synergier. Dette omtales ofte som multipl arbitrasje. Instalco er en slik investering, og forvalterne i NOMA Capital har historisk hatt stor suksess på dette området.

Instalco oppsto som selskap først i 2014 gjennom en fusjon av 5 selskaper. Idéen var å vokse videre gjennom oppkjøp av de beste små selskapene innen de ulike fagfeltene av tekniske installasjoner (vann, elektrisk, varme og ventilasjon). Selskapet ble notert på Stockholm børsen tidligere i år, og NOMA Fokus kjøpte i den forbindelse sine første aksjer i selskapet på 55 kroner. Kursen gikk så raskt til 73 kroner før den falt tilbake. Etter å ha møtt selskapet ledelse på deres hovedkontor i Stockholm i september har vi økt fondets investering på nivåer rundt 62 kroner. Aksjen ligger nå på 64 kroner.

Instalco kursutvikling siden børsnotering



Instalco er i dag en samling av rundt 30 selskaper. Selskapet vil vokse videre gjennom ytterligere oppkjøp i kombinasjon med en organisk vekst minst på linje med markedet. Til nå har de gjennomført i gjennomsnitt 10 oppkjøp pr. år, og vi forventer at de fortsetter i denne takten. Vi venter en nær doubling av omsetningen i perioden 2016-19. Selskapet betaler som regel mellom 4 og 5 ganger driftsresultatet for disse selskapene (EV/EBITA), mens vi venter at Instalco selv over tid vil prises til rundt 12 gangeren, som er litt lavere enn deres større konkurrent Bravida. Over tid tror vi denne modellen vil skape vesentlige verdier for Instalcos aksjonærer. Selskapet har ambisjoner om å levere et

driftsresultat på minst 450 million kroner innen utgangen av 2019. Vi legger ikke det til grunn i vår analyse, men ser det som en ytterligere vesentlig oppside i vår verdsettelse om de skulle klare det. Med overnevnte multipl på 12 ganger driftsresultatet vil det bety en oppside i aksjekursen på 55-75%.

Selskapet er i dag primært i det svenske markedet, men har også etablert et fotfeste i Norge og Finland. Målet er å styrke sin posisjon her gjennom videre oppkjøp.

Hva vi liker med selskapet:

- Verdiøkende oppkjøp
- Organisk vekst utover det generelle markedet (tar markedsandeler)
- Kapitallett forretningsmodell
- Høy kapitalavkastning
- Sterk kontantstrøm
- Bransjeledende marginer
- Fleksibel kostnadsbase
- Dyktig og erfaren ledelse med stort aksjeinnehav
- Kostnadsfokus (vi har vært på selskapets hovedkontor, og det bærer ikke preg av mye luksus for å si det forsiktig)

Usikkerheten og risikoen i Instalco mener vi er knyttet til konjunktursykelen og makroøkonomiske forhold. Skandinavia, og Sverige spesielt, har opplevd en veldig sterk konjunktur innen bygg og anlegg i lang tid. Sektoren utgjør nå hele 11% av Sveriges bruttonasjonalprodukt (BNP), noe vi tror ikke er mulig å opprettholde over tid. Vi er derfor forberedt på at også Instalco vil kunne rammes av dårligere tider i en periode fremover.

Vi er altså positive til selskapet på lang sikt, men mer usikker på kort sikt. Dette er avveininger vi møter stadig oftere etterhvert som den sterke konjunkturutviklingen har pågått svært lenge.

NOMA Fokus har et fleksibelt mandat som gir oss flere muligheter til å tilpasse oss slike situasjoner:

- Vi kan selge aksjene i Instalco
- Vi kan selge aksjer i en konkurrent i den tro at Instalco vil gjøre det bedre enn konkurrenten, også i et svakere marked (f.eks. Bravida)
- Vi kan selge aksjer i andre selskaper, som ikke konkurrerer med Instalco, men som rammes av de samme makrodriverne (f.eks. Ahlsell eller NCC)
- Vi kan selge aksjeindekser som en sikring eller kjøpe forsikringer gjennom opsjoner

Vi har fortsatt tro på den langsiktige verdiskapingen i Instalco, og har som nevnt økt eierskapet etter å ha truffet ledelsen i september. Vi har foreløpig ikke benyttet oss av alternativene nevnt til venstre for å sikre makrorisikoen i Instalco investeringen spesifikt, men det er noe vi vurderer løpende. I mellomtiden venter vi at den langsiktige underliggende verdien av fondets investering vil fortsette å utvikle seg bra. Skulle aksjekursen bevege seg langt over eller under vår oppfatning av den underliggende verdien i selskapet, vil vi agere ut i fra dette når vi mener det er opportunt.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdjusterte egenkapital pr. 30. september 2017: 13,1%

Neste tegningsperiode: desember 2017.

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.