

Utdrag fra NOMA Fokus 4. kvartalsrapport 2019

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 kvalitetsselskaper. 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.

Olav Thon Eiendomsselskap

De første moderne kjøpesentrene ble etablert i USA etter 2. verdenskrig, og kom som følge av fremveksten av privat bilhold og migrasjon fra bysentrum ut til forstedene. I Norge kopierte vi trenden på 1950- og 60-tallet. Sentrene ble en stor suksess her hjemme, og få land i verden har flere kvadratmeter kjøpesenter pr. innbygger. Den største vinneren i Norge har vært nå 96 år gamle Olav Thon gjennom børsnoterte Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Selskapets balanse består av nær 80% kjøpesentre, med de 20% resterende fordelt på utleieleiligheter og kontoreiendommer. Selskapet eier 6 av de 8 største kjøpesentrene i landet, bl.a. Sandvika Storsenter.

De siste årene har de fleste konsumenter i økende grad benyttet seg av nettbasert handel. I tillegg ser vi en økende urbaniseringstrend, og andelen unge som tar «lappen» er fallende. Trendene som bidro til kjøpesenterets popularitet, er gått i revers. Vi leser daglig om kjøpesenterdøden i media, særlig fra USA.



Forvalterne i NOMA Capital er ikke spesielt glad i kjøpesentre. Å traske gjennom folkemengden på et kjøpesenter er relativt langt ned på listen over hva vi ønsker å bruke vår fritid på. På tross av dette har NOMA Fokus benyttet anledningen i 2019 til å bli aksjonærer i Olav Thon Eiendomsselskap («OLT»).

Vår tilnærming til investeringen er at aksjemarkedets aktører er blitt altfor negative til verdiene som ligger i disse kjøpesentrene. I motsetning til det mange tror øker omsetningen i sentrene jevnt og trutt. I 2011 ble det omsatt for ca. 35 mrd. kroner. I 2018 var omsetningen økt til nesten 52 mrd. kroner. Riktignok har OLT investert ca. 16 mrd. kroner fra 2013 i oppgraderinger og utvidelser av sentrene, noe som medfører at omsetningen pr. kvadratmeter ikke viser tilsvarende vekst, men likevel vokser det. Investeringene på 16 mrd. kroner tilsvarer for øvrig omtrent hele markedsverdien på selskapet i dag.

Selv om nettbasert handel tar markedsandeler fra kjøpesentrene, har OLT tatt markedsandeler fra andre kjøpesenteraktører. Ledigheten i selskapets eiendommer har vært stabilt lav og er pr. 3. kvartal 2019 på 2,8%.

Andre aktører har større utfordringer, og vi tror at enkelte kjøpesentre vil få det svært utfordrende fremover. Noen vil forsvinne, og omsetningen hos disse vil fordele seg mellom nettbasert handel, økt sentrumshandel, og de gjenværende kjøpesentrene.

Innholdet og opplevelsene for kundene vil endre seg. Det blir økt fokus på opplevelser og helse som innebærer flere restauranter, treningssentre og kinoer. Beliggenhet vil

avgjøre hvem som blir vinnerne. Det tok ikke lang tid fra en ny kino ble åpnet i kjøpesenteret Moa i Ålesund før den eksisterende kinoen 400 meter unna måtte kaste inn håndkleet.

I tillegg trenger produktleverandører lokaler til å vise seg frem gjennom såkalte «concept stores». Disse vil også i økende grad bli benyttet for retur av varer kjøpt online.

Netto leieinntekter og yielden (direkteavkastningen) bestemmer verdien av en utleieeiendom. I 2011 var yielden markedet krevde på disse kjøpesentrene 6,3% ifølge selskapets eksterne verdisettere. Tilsvarende krevde man 7% for kontoreiendommene i porteføljen. Vurderingen var at kjøpesentrene hadde høyere kvalitet og lavere risiko enn kontoreiendommene. Den Norske stats 10-års rente lå rundt 3,8%. Investorene krevde altså en direkte avkastning som lå ca. 2,5% høyere enn risikofri 10-års statsrente, mot 3,2% for kontoreiendommene i OLT.

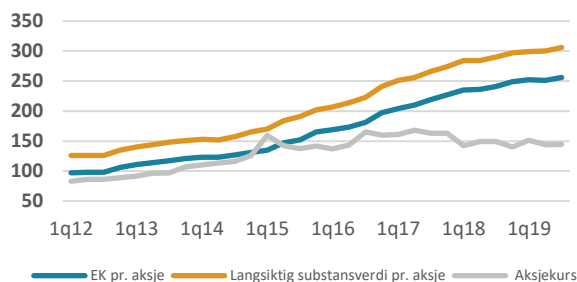
Ved utgangen av 3. kvartal 2019 mente eiendoms-ekspertene at 5,36% var en riktig yield for kjøpesentrene, ned fra 6,3% i 2011. Samtidig har 10-års statsrente falt til 1,22%. Risikopåslaget har økt fra 2,5% i 2011 til godt over 4% ved utgangen av 3. kvartal 2019.

For kontoreiendommene har vi ikke sett en tilsvarende oppgang i risikopåslaget. Kontoreiendommer som investeringsobjekt er sterkt etterspurt av investorene og prisene presses oppover. Slik er det ikke for kjøpesentrene som blir stadig mindre ettertraktet som investeringsobjekt.

Vi har ingen klare formeninger om ekspertene benytter riktig yield når de setter den til 5,36%. Yielden som eiendoms ekspertene benytter for å verdsette kjøpesentrene er imidlertid kun en tilnærming. Gjennom aksjekursen til OLT prises kjøpesentrene implisitt hver dag. Gitt at vi er enige med ekspertenes verdsettelse av selskapets resterende eiendomsmasse, ble kjøpesentrene priset til en yield på nærmere 10% basert på aksjekursen 145 kroner ved utgangen av 3. kvartal 2019. Dette syntes vi var en altfor høy yield. Vi benyttet derfor anledningen til å kjøpe aksjer mellom 140 og 150 kroner gjennom 4. kvartal i fjor vel vitende om at vi ble deleiere i en portefølje av Norges best drevne kjøpesentre med

topp beliggenhet til ca. 10% yield. Om ekspertene har rett, er OLT verdt over 300 kroner pr. aksje.

Substansverdi og aksjekurs



Kilde: Infront og NOMA Capital

OLT har vært en meget god langsiktig investering for aksjonærene. Et fallende rentenivå gjennom de siste 25 årene har bidratt til det. En årlig avkastning på 13% siden 1983 er uansett meget bra for aksjonærene. Med en slik avkastning vil 100 kroner investert ved inngangen til 1983 være verdt over 9.000 kroner i dag.

Til tross for denne historiske suksessen, har selskapet aldri vært veldig populært å eie. Den særnorske formuesskatten har favorisert eiendomsselskaper som ikke er børsnotert, som f.eks. Eiendomsspar og Victoria Eiendom. Aksjen har i tillegg vært meget illikvid som følge av Olav Thon stiftelsens store eierskap (72%). De seneste årene har imidlertid trendene nevnt over gjort at aksjemarkedet nærmest har skydd aksjen. Den er underanalyser, upopulær og på grensen til glemt. Slike situasjoner vekker vår interesse.

Aksjekurs og 10-årig statrente



Kilde: Infront og NOMA Capital

Vi vet ikke om den eksterne verdsettelsen på over 300 kroner pr. aksje er riktig. Det vi vet er at mens verdiene har fortsatt å stige år etter år, så har aksjekursen sluttet å følge etter. Dette vil ikke fortsette. Aksjen er rett og slett blitt for billig, noe også selskapet selv bekrefter gjennom sitt forsøk på å kjøpe tilbake en betydelig mengde aksjer på 160 kroner i 2019. Tydeligvis synes også de andre aksjonærene i selskapet at det var altfor lavt, for selskapet fikk kun tak i ca. halvparten av aksjene det ønsket, til tross for å ha bydd en solid premie over siste omsatt på børsen på det tidspunktet. Vi tror selskapet vil fortsette å kjøpe flere aksjer på høyere kurser enn ved forrige tilfelle i 2019.

Kursen har steget til 172 kroner i skrivende stund. Selskapet er meget konservativt finansiert og vi betrakter dette som er investering med lav risiko. Fondets eierskap i OLT vil fortsette å bli større skulle aksjekursen reflektere muligheten til å eie kjøpesentre med 10% direkte-avkastning igjen.

Neste tegningsperiode: juni 2020.

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.