

NOMA Fokus - kvartalsrapport for 4. kvartal 2020

Avkastning 4. kvartal: 5,95 %

Verdi pr. aksje (estimat): 110,03

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)	HRFX (NOK) (2)	VINX (EUR) (3)	VINX (NOK) (4)	1M NIBOR (5)
Siste kvartal	5,95%	7,77%	-3,01%	10,30%	4,04%	0,08%
Hittil i år	1,79%	4,60%	1,65%	18,07%	25,33%	0,56%
12 mnd. rullerende	1,79%	4,60%	1,65%	18,07%	25,33%	0,56%
Siden oppstart	10,03%	16,92%	20,49%	55,48%	76,34%	3,88%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (USD) (1)	VINX (EUR) (3)
Standardavvik (siden oppstart)	8,86%	7,96%	14,01%

Nettoavkastning 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%	0,16%	1,50%	-1,28%	-6,09%	-0,91%	-2,04%	-5,70%
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%	7,25%
2020	-1,50%	-2,86%	-9,53%	6,12%	1,73%	1,25%	2,18%	-0,51%	-0,12%	-4,18	8,80%	1,63%	1,79%

5 største investeringer

Storebrand	7,0%
Sampo	7,0%
Infront	6,5%
Elliptic Laboratories	6,1%
Norwegian Finans Holding	6,0%

Aksjellokering

Netto aksjeeksponering	43%
Brutto aksjeeksponering	82%

Speakers' Corner

Jøss, Norge er jo noe mer enn olje og laks!

Covid-19 har paradoksalt nok vært en katalysator for utviklingen av norsk kompetanse innen områder som har levd i skyggen av norske tradisjonelle industrier, slik som olje- og gass, energikrevende prosessindustri og lakseoppdrett. Gjennom 2020 har fokuset i media, og i aksjemarkedet, hovedsakelig vært rettet mot overgangen fra fossil til fornybar energi og ESG (miljø, sosiale forhold og selskapsstyring). Fremtidens utsikter er i like stor grad knyttet opp til hva vi som nasjon utvikler mot andre områder bl.a. med bakgrunn i den kompetansen vi over lang tid har bygget opp i de tradisjonelle industriene.

For hva er det vi har vært gode på? Siden 1960-tallet er det bygget opp verdensledende ingeniørkompetanse i olje- og gassindustrien. Vi har lært å finne hydrokarboner, selv i de mest krevende arktiske strøk, og på store vanddyp. Kompetansen har industrien utnyttet fullt ut. Den har gitt konkurransefordeler og bidratt til stor grad av suksess i tilsvarende områder verden rundt. I underleverandørindustrien har vi vært vitne til at norske seismikk-selskaper, som TGS, er blitt ledende globalt. Equinor har hatt stor suksess i Mexico-gulven og Brasil. Fellesnevneren er at vi er gode på å finne «ting» med hjelp av forskjellige radarteknologier, avanserte sensorer, og behandling av store mengder data.

Kompetanseutviklingen har støtte fra ledende utdanningsinstitusjoner. Ved hjelp av NTNU og Sintef er Trondheim blitt Norges svar på Silicon Valley. Beslektede kompetanseområder innenfor sensor- og kommunikasjonsteknologi er utviklet parallelt, og resultatet er globalt ledende norske aktører som f.eks. Nordic Semiconductor.

Fremover vil det være et stort behov for å benytte Norges kompetanse og erfaring på andre områder. Mange undervurderer kompleksiteten i å erstatte fossile biler med el-biler. Bilbatteriene krever store mengder sjeldne mineraler. Disse befinner seg i jordsmonnet, eller under havbunnen, og må letes frem og hentes opp mest mulig skånsomt.

Behovet for å kunne analysere jordsmonnet blir også stadig viktigere i jordbruket. Komprimering og erosjon ødelegger matjorden. Optimalisering av vanning og gjødsling ved hjelp av ny teknologi som «ser» ned i jorden tvinger seg frem.

Et annet område hvor vår kompetanse kan benyttes er utfordringene med en aldrende infrastruktur verden rundt. Broer, veier og bygninger blir ikke vedlikeholdt i tilstrekkelig grad. Store offentlige ressurser går med til å løse disse problemene, men etterslepet blir bare større og større.

Felles for alle disse eksemplene er at vi besitter kompetansen her i Norge til å løse utfordringene. Norske ingeniørmiljøer innen seismikk og radar- og signalbehandling utvikler analyseprogramvare med standardiserte hardware- og grensesnittløsninger. Sammen med maskinlæring gir det muligheten til å gå løs på disse problemstillingene med skalerbare løsninger. Inntektsmodellene endres fra salg av hardware til gjentakende lisens- og abonnementsløsninger. Mulighetene for verdiskaping er enorme.

Risikoviljen i Norge er høy. Vi har imidlertid gjennom mange år påpekt mangelen på langsiktighet. Altfor ofte utvikler vi teknologi som blir kjøpt opp for tidlig av utenlandske selskaper. Brorparten av verdiskapingen forsvinner dermed ut av landet. 2020 har vist tegn til endringer i denne trenden. Modningen av Euronext Growth, som en del av Oslo Børs, har gjort at mange selskaper har kunnet hente kapital til å videreutvikle selskapene her i Norge. De blir ikke lenger solgt ut av landet for tidlig, slik vi har opplevd før. I tillegg har utviklingen de siste årene medført at mange norske investorer har blitt svært formuende. Både evnen og tålmodigheten til å forbli eiere er stigende. Tilgangen på teknologifokuserte selskaper med skalerbare og kapitallette forretningsmodeller i tidlig fase har trolig aldri vært bedre her til lands.

I NOMA Capital ser vi lyst på utviklingen beskrevet over. Vi opplever at det er mange sultne gründere som trenger kapital, men kanskje like viktig, hjelp fra aktive

eiere til å utvikle selskapene. Mange selskaper har kommet inn i en fase hvor forutsetningene for kommersiell suksess er etablert. Vi tror derfor at investeringsmulighetene er store i årene fremover, og at

Norge som nasjon vil skape betydelige verdier i tillegg til våre tradisjonelle industrier. I NOMA Capital tar vi sikte på å etablere fond som tar del i denne utviklingen.

Markeds- og porteføljekommentarer

NOMA Fokus oppnådde en avkastning på 5,95% i 4. kvartal. Globalt falt indeksen for fond som kan sammenlignes med NOMA Fokus med -3,45%, målt i norske kroner. I samme periode var avkastningen på de nordiske markedene hhv. 4,04%, målt i norske kroner, og 10,3%, målt i lokal valuta. Forskjellen skyldes en styrking av den norske kronen som i stor grad kan forklares med oppgangen i oljeprisen gjennom november og desember. Utviklingen i oljeprisen bidro også til at det norske aksjemarkedet steg sterkt i kvartalet med en avkastning på 13,7%. Vi så i tillegg tegn til fornyet interesse i tradisjonelle industrier. Denne gruppen av selskaper vekker tyngre i de norske indeksene enn i de nordiske indeksene, noe som er med på å forklare forskjellen mellom Norge og resten av Norden i 4. kvartal.

Fondet har gjennom kvartalet hatt en gjennomsnittlig eksponering mot aksjemarkedene på 41%, og eksponeringen svingte mellom 36 og 46%.



Kilde: NOMA Capital

Det er flere aksjer som har påvirket avkastningen i kvartalet. Xplora og Elliptic ble notert på Euronext Growth gjennom 4. kvartal (se fondets 3. kvartalsrapport 2020 for detaljer). Selskapene fikk en veldig forskjellig start på sine børskarrierer. Elliptic ble notert først og

kursen falt etter noteringen i oktober. Utviklingen var en sterkt medvirkende faktor til en svak oktober måned for fondet. Xplora ble notert i november. Kursen steg kraftig fra start, og bidro til en meget positiv november måned for NOMA Fokus. Infront har også vært en stor bidragsyter til fondets avkastning gjennom hele kvartalet. Den 15. desember meldte engelske Inflexion om at de har til hensikt å by på Infront på 34,4 kroner. Vi skrev om Infront som en av fondets investeringer i 1. kvartalsrapporten 2020. Siste del av denne kvartalsrapporten følger opp med ytterligere kommentarer etter at Infront nå er kommet i spill.

2020 har vært et utfordrende år for de fleste. Vi har vært gjennom en pandemi (som vi fortsatt sliter med), og en av de kraftigste resesjonene i moderne historie. Finansmarkedene har imidlertid ikke utviklet seg helt som man kunne forvente, gitt disse forutsetningene. Riktignok opplevde vi et dramatisk børsfall i mars, men markedene hentet seg raskt inn igjen. For flere sektorer, som reiseliv, handel og restaurant, har nok året uansett vært svært ubehagelig. De statlige støttepakken har hjulpet, men mange vil ikke klare seg gjennom denne pandemien. Andre særnorske sektorer som shipping, olje og gass med underleverandører, aluminium og laks har også blitt negativt påvirket.

Pandemi-vinnerne er selskaper innen sektorer som teknologi, fornybar energi og helse. Her har vi opplevd ville tilstander utover året. Ved inngangen til 2020 var disse sektorene ubetydelige på Oslo Børs. Med sterk kursutvikling for de fleste børsnoterte selskaper i disse sektorene, supplert med de rekordmange noteringene innen de samme sektorene, har sammensetningen av Oslo Børs endret seg vesentlig gjennom året. Gitt stabile markedsforhold fremover tror vi denne utviklingen vil fortsette langt inn i 2021. Utviklingen vi er vitne til er meget bra for verdiskapingen og sysselsettingen i Norge på sikt. At vi i tillegg bidrar sterkt med å løse mange av

de globale miljø- og energiutfordringene, gir ytterligere optimisme.

For året 2020 har investorene som har vært med på de rekordmange nye børsnoteringene blitt godt betalt. NOMA Fokus har deltatt i bl.a. Scandinavian Biofuel, Merzell, Play Magnus og Zaptec. Samtlige med realiserte gevinster.

På sikt ser vi at denne trenden har gjort Oslo Børs til en enda mer attraktiv markeds plass. Markedet får en større risikospredning gjennom fremvekst av disse nye selskapene/sektorene. Investorene får på denne måten flere investeringsalternativer. Historisk har Oslo Børs vært kjennetegnet av sykliske og kapitaltunge selskaper og sektorer. Mulighetene for å skape meravkastning blir vesentlig større for aktive investorer som er villige til å gjøre analysejobben selv. Et flertall av de nye selskapene har nemlig liten analysedekning. I noen tilfeller er det

ingen analysedekning i det hele tatt. Av erfaring ser vi at mangelen på analysedekning gir rom for feilpriser, noe som vil forsterke seg fremover. Dette skjer enten ved at vi får et nytt år med en mange nye børsnoteringer, eller gjennom børskorreksjoner, som vil påvirke mange av de nye selskapene mer negativt enn det generelle markedet. Med 170.000 nye private investorer på Oslo Børs, vil det bli interessant å se hvordan disse investorene reagerer på at sparekapitalen blir mindre som følge av børsfall.

Vi ønsker at trenden med flere noteringer fortsetter, men tar høyde for at strikken er strukket langt allerede. Ved inngangen til 2021 ser vi mange utfallsrom som vil gi interessante muligheter. Både i eksisterende selskaper i porteføljen, men også blant mange under- og overprisede selskaper vi følger med stor interesse. Vi har fleksibilitet til å utnytte alle utfallsrom.

Infront

Begeistringen for selskaper med kombinasjonen av gjentakende innteksstrømmer, organisk vekst utover BNP, innvannende oppkjøp og kapitallette forretningsmodeller, har alltid vært høy for forvalterne i NOMA Capital. Kan vi i tillegg investere til kurser betydelig under det vi med høy grad av sikkerhet mener selskapet er verdt, er entusiasmen stor. Som regel må selskapet være oversett og upopulært for at slike muligheter skal oppstå. Når vi finner denne type selskaper, får de som regel store posisjoner i porteføljen. Da gjelder det å være tålmodige, for vi vet ikke når verdiutviklingen reflekteres i børskursen, bare at det som regel inntreffer før eller senere.

Tilbake i 2006, den gangen vi forvaltet tilsvarende fond i Orkla Finans, mottok vi et bud på Visma, en av fondets største posisjoner på det tidspunktet. Investeringen oppfylte alle karakteristikaene nevnt over, men Visma fikk til tross for dette lite oppmerksomhet fra investorene i Norge. Da budet kom, var det ingen jubel fra vår side. Visma hadde utviklet seg positivt i perioden etter vår inntreden, men vi forventet en sterk reprising av selskapet med bakgrunn i det langsiktige potensialet som var i ferd med å tydeliggjøres. Det var derfor med

blandede følelser vi ble tvunget til å selge da det ble klart at budet ville oppnå mer enn 90% oppslutning.

Budet priset Visma til ca. 4 milliarder kroner. Siden har vi fulgt Vismas utrolige utvikling fra sidelinjen. Ofte har vi reflektert over manglende evne i det norske investormiljøet til å tenke langsiktighet i industrier som ikke omfatter olje- og gass og andre råvarer vi har mye av her i Norge. I forbindelse med eiertransaksjoner i 2020, ble Visma verdsatt til ca. 120 milliarder kroner. Vi skulle gjerne ha fått være med på den reisen.

Da Infront gjorde sitt oppkjøp av VWD i 2019, ble selskapet en betydelig aktør i et europeisk marked overmodent for konsolidering. Vi så klare fellestrekk med det Visma gjorde i forkant av 2006. Liksom Visma, kunne Infront starte bransjekonsolideringen gjennom kompletterende og innvannende oppkjøp, finansiert i økende grad gjennom en stabil og voksende kontantstrøm fra egen drift. Dette ville vi være med på, vel vitende om at vi nok en gang måtte kunne utvise tålmodighet.

Den første investeringen ble foretatt i april 2019 på kurser mellom 19 og 20 kroner. I ettertid har det blitt

gjennomført en tegningsrettsemisjon som gjør at justert kurs tilsvarer ca. 17 kroner. På tross av NOMA Fokus sin relativt lave forvaltningskapital sammenlignet med andre kapitalforvaltere i Norge, ble fondet raskt en av de 30 største aksjonærene i selskapet.

Ikke overraskende tok det imidlertid tid før andre investorer så det samme som oss. Infront overvurderte også andelen av gjentakende inntekter i forhold til totale inntekter i oppkjøpte VWD. Dette førte til at forventningene til markedet ikke ble møtt før fem kvartaler etter at oppkjøpet ble annonsert. Uklar kommunikasjon fra ledelsen i forbindelse med kvartalsfremleggelsene ble i tillegg mottatt med liten entusiasme. På mange måter var det en selvforskyldt situasjon at investorenes oppmerksomhet uteble. Dette bidro til en dårlig kursutvikling og økende rabatt til de underliggende verdiene. Det tok derfor mer enn ett år før selskapet kunne vise effektene av de tiltakene som ble gjort i forbindelse med oppkjøpet av VWD.

Men i 4. kvartal begynte ting å skje. Den suksessfulle IT-investoren, Jens Rugseth, kjøpte seg opp til å bli en betydelig aksjonær i selskapet gjennom kvartalet, noe som ble meget godt tatt imot av markedet. Andre investorer kastet seg på og kursen steg betydelig. Endelig så vi starten på den reprisingen vi hadde ventet på. Kursen steg fra 18 kroner til 31 kroner fra inngangen av 4. kvartal og frem til midten av desember. Kursutviklingen reflekterte imidlertid kun en innhenting av en sterk kursutvikling for software-selskaper i markedet for øvrig. For NOMA Fokus var denne reisen bare i startfasen.

Den 15. desember annonserte Inflexion, en britisk private equity aktør, et bud på Infront på 34,40 kroner. Som forklaring til nivået på budet ble det vist til hva kursen var hhv. en og tre måneder før 15. desember. En ikke uvanlig praksis, men likevel langt under hva vi i NOMA Capital mener selskapet er verdt. Igjen gikk tankene tilbake til 2006 og Visma. Skulle vi igjen bli tvunget til å selge før reisen var kommet ordentlig i gang?

Heldigvis har andre investorer, inklusive Rugseth, konkludert i samme retning som oss. Den langsiktige verdien av Infront er betydelig over dagens bud, gitt at selskapets strategi forvaltes riktig i årene fremover. Det samme har nok Inflexion konkludert med. Til forskjell fra Visma oppkjøpet, indikerer en rekke aksjonærer i selskapet, inklusive Rugseth, at de ikke vil akseptere budet. Uten 90% tilslutning kan budgiver heller ikke tvinge ut de øvrige aksjonærene.

En annen betydelig forskjell er at mens Øystein Moan, som var leder i Visma, gikk ut og mente budet på Visma var altfor lavt, så har dagens leder i Infront, Kristian Nesbak, akseptert budet. Vi stiller oss undrende til dette. For i annonseringen av budet kommer det også klart frem at Nesbak vil være med videre som eier. Han anbefaler altså sine med medaksjonærer å selge, men skal selv være med videre. En håndtering av en agentproblematikk som vi trodde var lagt bak oss for mange år siden.

Forvalterne i NOMA Capital mener Infront har forutsetninger til å utvikle verdier over 100 kroner pr. aksje innen 3-5 år. Siden 15. desember er vår tillitt til dagens styre og ledelse dessverre svekket. Skal vi fortsette å være en langsiktig aksjonær i Infront, ser vi behov for endringer i styret.

Hva som skjer videre, er uavklart. Budgiver skal komme med et formelt bud i løpet av annet halvdel i januar 2021. Selv om vi er blant de 30 største aksjonærene i Infront, er ikke selskapets skjebne i våre hender. Til det er fondets eierandel for liten.

Uavhengig av utfallet i Infront, skal våre medinvestorer i NOMA Fokus føle seg trygge på at vi vil gjøre hva vi mener maksimerer verdiene i fondet. Vi er en betydelig aksjonær i Infront i dag, men vårt eierskap er ikke større enn at vi har muligheten til å være pragmatiske og opportunistiske etter hvert som situasjonen utvikler seg.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 31. desember 2020: 0%

Neste tegningsperiode: juni 2021.

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 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. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.