

NOMA Fokus - kvartalsrapport for 4. kvartal 2019

Avkastning 4. kvartal: 3,06 %
Verdi pr. aksje (estimat): 108,09

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	3,06%	-0,83%	7,77%	0,42%
Avkastning hittil i år	7,25%	11,88%	23,46%	1,36%
Avkastning 12 måneder rullerende	7,25%	11,88%	23,46%	1,36%
Avkastning siden oppstart	8,09%	18,54%	40,70%	3,30%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)
Standardavvik (siden oppstart)	5,07%	8,10%	10,56%

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%

5 største aksjeinvesteringer

Elliptic Laboratories	7,1%
Norwegian Finans Holding	6,0%
TGS	5,6%
Infront	5,5%
2020 Bulkers	4,6%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	32%
Brutto aksjeeksponering	65%

Speakers' Corner

Refleksjoner fra København

Like sikkert som at pinnekjøttet og ribben blir servert på juleaften, inviterer den svenske investeringsbanken, SEB, til sitt årlige nordiske aksjeseminar i København den første uken i det nye året. I år var det den 22. gangen seminaret fant sted og NOMA-forvalterne deltok for 17. gang.

Mer enn 130 nordiske børsnoterte selskaper presenterer seg for ca. 650 investorer, hovedsakelig fra Norden. Europeiske og amerikanske investorer benytter også anledningen til å bli kjent med selskapene, eller følge opp investeringene de har inkludert i sine respektive fond. På mange måter er seminaret en stor «speed-dating» øvelse.

Årets seminar kommer i etterkant av et høyst uvanlig 2019. Ikke bare fikk vi et nytt år med stigende børser, men for første gang på mer enn 50 år var alle investerbare aktivklasser opp samtidig. I tillegg til aksjemarkedene, steg rentebærende investeringer som følge av fallende renter og kredittspreader. Videre økte verdien av gull med nesten 20%, og Bitcoin med mer enn 50%. Disse gjør det normalt best i dårlige tider. Også eiendomsinvestorene opplevde økende verdier verden rundt. Vi har begynt det nye ti-året på rekordhøye prisingsnivåer for det meste som kan investeres i. Det var derfor ingen overraskelse at mange deltagere ankom seminaret svært fornøyde med status quo og, ikke minst, seg selv.

Over tid vil aksjekursene reflektere inntjeningen i bedriftene. På kortere sikt er psykologi og likviditetsstrømmer de viktigste driverne. Det følte derfor som et déjà vu å observere at drosjesjåførene var i gang igjen med å gi aksjeråd til sine kunder i baksetet. På vei tilbake fra en hyggelig middag i København sentrum, som for øvrig beviste nok en gang at det er deilig å være norsk i Danmark, ble vi eksponert for en drosjesjåfører som med svært høyt engasjement kunne fortelle oss om noen sikre danske aksjeinvesteringer for 2020. Særlig det at de anbefalte aksjene ble solgt inn til oss som garanterte suksesser, ledet oss tilbake til forrige gang vi opplevde dette med tilsvarende trykk som fra vår nye danske venn – det var noen måneder før finanskrisen startet i 2008.

Under den samme middagen ble det klart for oss at mange av våre bransjekolleger i økende grad har solgt eller redusert sine private aksjer- eller aksjefondsinvesteringer, mens de samtidig har økt andelen av luftige prisede ESG-aksjer i fondene de forvalter for kundene (ESG-aksjer er «snille» aksjer med fokus på bærekraft, sosialt ansvar og miljø). Kanskje er dette noe paradoksalt, men besnærende lik situasjonen rett før dot.com kollapsen ved inngangen til dette tusenårsskiftet.

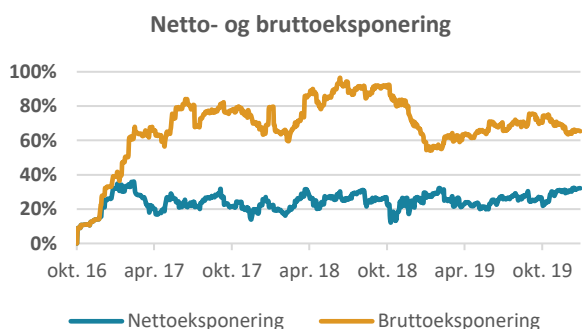
At andelen «snille» selskaper har økt drastisk blant de 130 selskapene som får presentere seg på seminaret, var ingen overraskelse. Det er jo en politisk korrekt beslutning fra en investeringsbank med hovedkontor i samme land som nå lider av kollektiv «flyskam». Sammenligner vi budskapet mellom de «snille» og de «slemme», var den førstnevnte gruppen av selskaper veldig opptatt av å fortelle hvor eventyrlig mye de skulle tjene en gang i fremtiden, mens de sistnevnte forsøkte iherdig å overbevise forsamlingen om at de tjener meget bra for tiden. For de sistnevnte ble imidlertid budskapet framført for stort sett tomme seter. Hos de «snille», derimot, var det stort sett bare ståplasser å oppdrive. Særlig påfallende blir det når Norsk Hydro, et av Norges største selskaper, slet med å fylle opp dagen med investormøter. Det var nemlig få som ville høre på selskapet som omsetter for 150 mrd. kroner, selv om selskapet selges med 50% rabatt i forhold til kursene for 2 år siden. Aksjer er som luksusvesker, det synes som om antallet potensielle kjøpere stiger jo høyere prisen blir. Rabatterte vesker (eller aksjer) er det mindre etterspørsel etter.

Etter to intense døgn satt vi oss på Norwegian-flyet mot Oslo med stadig større bekymringer for utfallsrommet i aksjemarkedet for 2020. Kan verdensøkonomien bryte den negative trenden gjennom 2019 og sørge for at 2020 blir nok et gullår, eller har vår danske drosjesjåførvenn gitt oss et anekdotisk bevis på at toppen er nådd etter 12 års oppgang? At våre svenske bransjekolleger visstnok valgte å sette seg på nattbussen fremfor Norwegian-flyet tilbake til Stockholm, er nok et tegn på at ESG-trenden fortsatt har vinger, men som alle andre trender som tiltrekker seg for mye kapital, så presses forventet avkastning stadig lavere. Det føles som om vi har vært igjennom dette før!

Markedskommentarer

Etter en brutal avslutning i aksjemarkedene i 4. kvartal i 2018, ble markedsavkastningen i 2019, og for 4. kvartal 2019 isolert sett, meget god. NOMA Fokus oppnådde en avkastning i 4. kvartal 2019 på 3,1% med en gjennomsnittlig eksponering mot aksjemarkedene (nettoeksponering) på ca. 28%. De nordiske markedene (VINX) steg i samme periode med 6,7% målt i euro. Som følge av en videre svekkelse av den norske kronen gjennom kvartalet, var avkastningen for det nordiske markedet 7,8%, målt i norske kroner.

Fondet gikk inn i kvartalet med en eksponering mot aksjemarkedene på 27%. Gjennom 4. kvartal svingte eksponeringen mellom 22% og 32%, og endte opp på 32% ved utgangen av desember. Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt mellom 64% og 75% gjennom kvartalet, med et gjennomsnitt på 69%.



Fondets energiinvesteringer (TGS, Aker BP og IPCO), samt Bank Norwegian, Storebrand og Olav Thon var de største positive bidragsyterne til fondets avkastning i 4. kvartal. Sikringer (såkalt hedging) gjennom aksjeindekser, og forsikringer gjennom kjøp av put-opsjoner mot det amerikanske aksjemarkedet, var største negative bidragsyter til 4. kvartal i sin helhet.

For året ble fondets avkastning på +7,3%. De nordiske markedene målt i euro steg i samme periode med 17,0% og med 23,5% i norske kroner, som følge av svak utvikling i den norske kronen. For året har vi hatt en forsiktig tilnærming til eksponeringen mot markedene, men selskapsutvelgelsen har vært god. For 2019 har særlig TGS, IPCO, Bank Norwegian, Instalco, Nordic Semiconductor og Infront bidratt positivt til avkastningen i fondet. Som for 4. kvartal er det porteføljesikringer som har påvirket fondets avkastning negativt i størst grad.

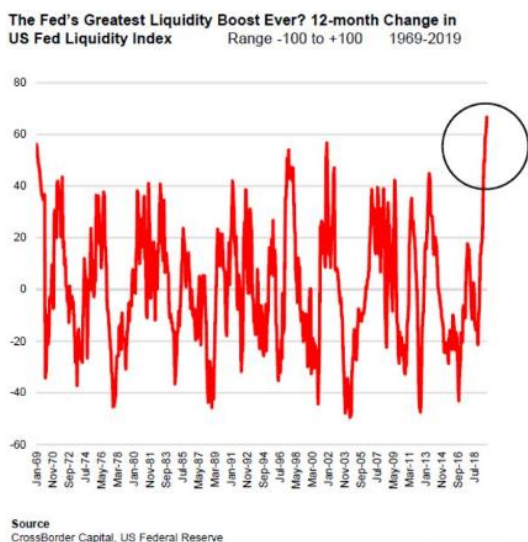
Gjennom 2019 opplevde vi en tiltagende svekket global vekst, som påvirket selskapenes lønnsomhet betydelig i forhold til forventningene ved inngangen av 2019. I 4. kvartalsrapporten 2018 advarte vi mot at den globale veksten ville kunne falle under 3,5% for 2019. Et slikt vekstnivå samsvarte ikke med at inntjeningen for Oslo børs var forventet å stige med 25% for året som helhet. Vi var derfor bekymret for at forventningene var altfor høye for året 2019.

Den globale veksten endte opp under 3,5% som historisk har vært skillet mellom opp- eller nedgang for den samlede inntjeningen for selskaper notert på Oslo børs. Før selskapene har offentliggjort sine tall for 4. kvartal, ser det ut som at inntjeningen for 2019 vil falle minst 15% for året, mot forventningene for ett år siden på 25% vekst.

Det skal imidlertid bemerkes at selskapene selv mener at inntjeningen har vært flat fra 2018 til 2019. Selskapene justerer nemlig i stadig større grad inntjeningen for såkalte «non-recurring items» ved å fjerne kostnader og/eller inntekter selskapene anser for å være av engangskaraktér. Ikke overraskende justeres det stort sett på kostnadssiden. Problemet er bare at disse kostnadene av engangskaraktér tenderer til å komme tilbake nærmest hvert eneste år. I et positivt markeds-sentiment har investorene lett for å overse denne praksisen. Vi tror ikke fondets investorer ville hatt særlig glede av at vi rapporterte avkastning etter å ha justert for de dårligste investeringene.

Til tross for det kraftige fallet i inntjeningsforventningene gjennom året, ble 2019 et veldig godt år i aksjemarkedene. Mens inntjeningsforventningene stupte, steg aksjekursene videre. Dette er en svært uvanlig kombinasjon, men så lever vi også i en svært uvanlig tid. For sentralbankene våget ikke annet enn å redde aksjemarkedene, nok en gang. I motsetning til tidligere redningsaksjoner har sentralbankenes agerende til en viss grad sklidt under radaren gjennom 2019. Markedsaktørene har blitt vant til at sentralbankene kommer løpende til unnsetning. Derfor er dette ikke lenger en stor nyhet. Når den viktigste av disse, den amerikanske sentralbanken, i tillegg hardnakkert nekter for å kalle redningsaksjonen for det det faktisk er, nemlig kvantitative lettelsler, lar vi grafen på neste side stå for

bevisføringen. Siden forvalterne i NOMA Capital ble født har ikke den amerikanske sentralbanken tilført markedene så mye likviditet som det siste halve året. Vi får bare ikke lov til å kalle det for det det er, dvs. kvantitative lettelser!

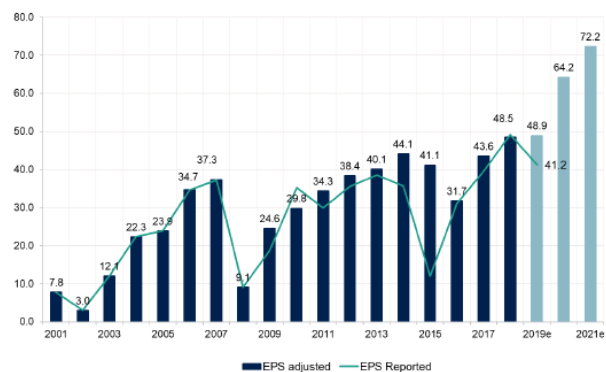


I mer normale tider ville utviklingen gjennom 2019 medført et signifikant fall i aksjekursene, men en likviditetstilførsel av denne størrelsesorden er åpenbart ikke normal, ei heller bærekraftig.

Hva så med utsiktene for 2020? I fjor var farten i verdensøkonomien høy ved inngangen av året, men falt mer enn forventet utover 2019. Nå er veksttakten vesentlig svakere, men viser tegn til at den er i ferd med å bunne ut. Har konsensus rett i at vi ser lysere tider i verdensøkonomien, er det gode muligheter for en positiv avkastning i aksjemarkedene også for 2020. Men gitt dagens høye prising av markedene, og en verdensøkonomi som stadig må over på sterkere stimuli for å holde farten oppe, er imidlertid nedsiden vesentlig større enn oppsiden i aksjemarkedene, hvis ikke det forventede taktskiftet finner sted de nærmeste kvartalene.

Det er også rimelig å påpeke at selv om det er spede tegn til at veksten i verdensøkonomien er i ferd med å bunne ut, så er det ikke grunn til å tro at veksten skal bli veldig sterk, og et nytt år under 3,5% vekst er en høyst realistisk mulighet. Interessant er det da også å se på hva analytikerne nå spår om selskapenes inntjening i grafen til høyre.

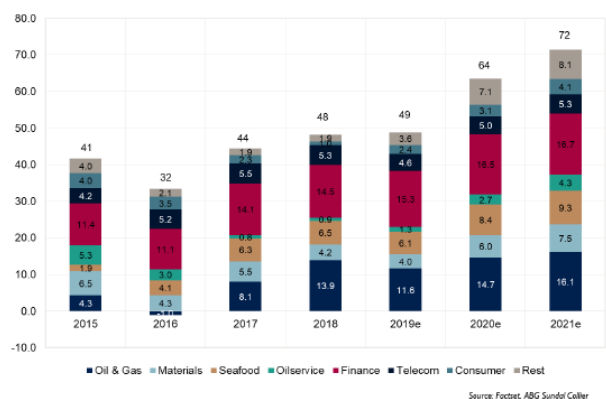
OSEBX - EPS adj, EPS reported and EPS Expectations



Det er tilsynelatende få analytikere som har latt seg påvirke av utviklingen gjennom 2019. På tross av utsiktene til en svak økning i den globale veksttakten i år mener analytikerne at den samlede inntjeningen på Oslo børs skal opp med mer enn 30% fra 2019. Vi tror at de vil bli skuffet igjen.

Like interessant er det å se at denne oppgangen i inntjeningen ikke kommer fra en forventning om en kraftig økning i oljeprisen, noe som kunne vært en naturlig forklaring. I år skal samtlige sektorer på Oslo børs bidra til den høye inntjeningsveksten. Dette er meget uvanlig. Vi er overbevist om at konsensus tar feil på dette området også.

EPS contribution sectors OSEBX

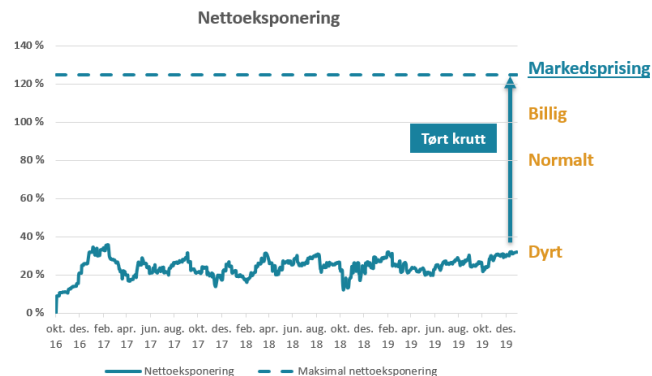


Grafen på neste side er en kjent gjenganger i vår kommunikasjon med fondets investorer. Den viser sammenhengen mellom investorens andel i aksjer i forhold til forventet avkastning i aksjemarkedet de neste 10 årene. Den historiske utviklingen (blå linje) fortsetter å følge modellen ekstremt tett. Nå viser modellen igjen at

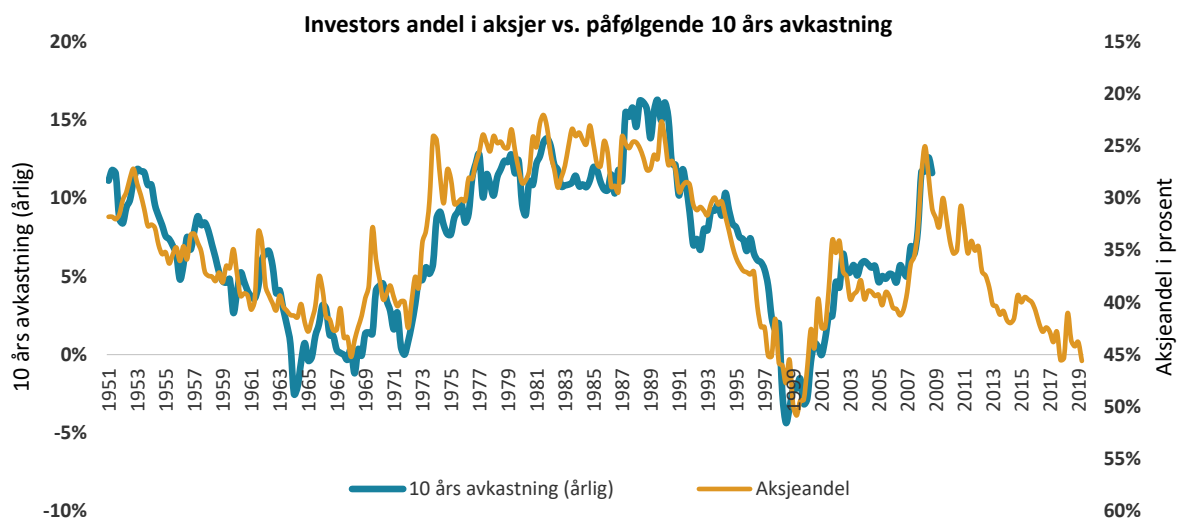
vi må forvente negativ avkastning i de amerikanske aksjemarkedene over de neste 10 årene (gul linje).

Med dette bakteppet mener vi riktig strategi er å forsøke å skape en moderat avkastning med lav risiko, snarere enn å jakte etter superavkastning med tilhørende høy risiko som kan bidra til å tape store deler av kapitalen, skulle tyngdekraften likevel vise seg å ikke være opphevet for godt.

For at vi endrer strategien må selskapene vi vurderer å investere i bli billigere i forhold til underliggende verdier. Det er prisen vi betaler som styrer hvilken avkastning som oppnås i fremtiden. Vi har mye tørt krutt tilgjengelig i NOMA Fokus når mulighetene oppstår fremover.



Markedene går i sykler og vi tror ikke tyngdekraften er opphevet. Hver gang nedturene kommer skapes det enorme muligheter for investorer med likviditet, disiplin og mot til å utnytte dem. Kanskje blir 2020 et slikt år, kanskje må vi vente noe lenger. I mellomtiden er fokuset rettet mot å oppnå best mulig risikojustert avkastning og sørge for at kruttet er tørt inntil vi ønsker å bruke det.



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.

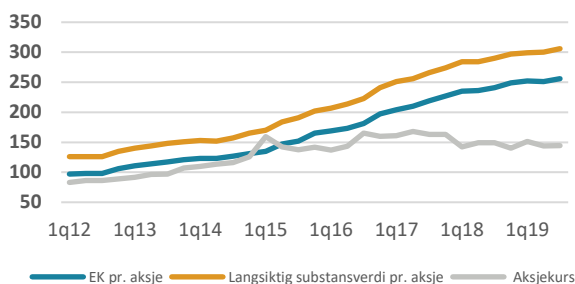
Netto leieinntekter og yielden (direkteavkastningen) bestemmer verdien av en utleieeiendom. I 2011 var yielden markedet krevde på disse kjøpesentrene 6,3% ifølge selskapets eksterne verdisettere. Tilsvarende krevde man 7% for kontoreiendommene i porteføljen. Vurderingen var at kjøpesentrene hadde høyere 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%. Yelden som eiendomseksperter 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 underanalysert, 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% direkteavkastning igjen.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 31. desember 2019: 9,4%.

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.

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.