

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 4. kvartal 2017

Avkastning 4. kvartal: -0,57 %
Verdi pr. aksje (estimat): 106,87

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	-0,57%	5,59%	1,67%	0,16%
Avkastning hittil i år	6,02%	4,50%	19,24%	0,75%
Avkastning 12 måneder rullerende	6,02%	4,50%	19,24%	0,75%
Avkastning siden oppstart	6,87%	10,27%	21,09%	1,02%

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%	0,86%	-1,01%	-0,40%	6,02%

5 største investeringer

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

Aksjellokering

Netto aksjeeksponering	21%
Brutto aksjeeksponering	79%

Speakers' Corner

Benjamin Franklin - en av arkitektene bak den amerikanske konstitusjonen - skrev i 1789: "Det eneste sikre i livet er skatt og døden". Nå skal det være andre som kom til dette faktumet tidligere på 1700-tallet, men Franklin har fått æren for det åpenbare i moderne tid. Det Franklin ikke kunne forutse var at en rekke land av ulike årsaker aldri innførte nevneverdig person- eller selskapsbeskatning (såkalte skatteparadiser). I tillegg har politikerne i den vestlige verden de siste årene igangsatt en global skjønnhetskonkurranse hvor målet har vært å senke skattenivået for bedriftene og de rikeste i størst mulig grad. Men realitetene er likevel at Benjamin Franklins påstand består 229 år senere.

For vi som er i overkant interesserte i aksjemarkedet og dets historiske, og fremtidige, utvikling, kunne det være

fristende å legge til et annet sikkert faktum. På kort sikt kan hva som helst skje i aksjemarkedet, men på lengre sikt vil alltid aksjemarkedet reversere mot historiske trender. Det er uunngåelig. På fagspråket heter det "mean reversal" som oversatt til norsk betyr å komme tilbake til gjennomsnitt/trend.

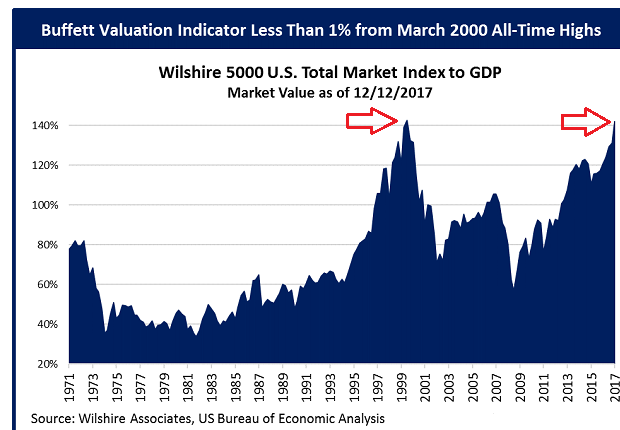
Det særegne med aksjer som investeringsalternativ er at bedriftene over tid skaper verdier for eierne. I motsetning til andre investeringsalternativer, som i verste fall kan være et nullsum spill, vil en eier av en bedrift kunne våkne opp hver morgen og vite at det er skapt verdier. Derfor mener vi i NOMA Capital at aksjer som investeringsalternativ har vært, og kommer til å være, den beste måten å sørge for at fremtidig kjøpekraft øker over tid.

Bedriftenes verdiskaping gjenspeiles som sagt i kursenes utvikling. Likevel kan bedriftenes underliggende verdier i perioder avvike vesentlig fra verdien som observeres hver dag på børsene. Årsaker som konjunkturforløp, psykologi, sentralbankenes agerende, regulatoriske forhold, kriger og naturkatastrofer, er eksempler som kan påvirke og skape store forskjeller mellom underliggende verdier og markedets verdsettelse av disse verdiene.

Skal derfor en investor være fullt investert i aksjer til enhver tid? Nei, vi tror ikke det. Det avhenger av prisen investoren betaler for den fremtidige kontantstrømmen. Og det leder oss til de historiske trendene og "mean reversal". For tiden er vi langt unna historisk gjennomsnittsprising, faktisk så langt unna at vi kun har opplevd dette en gang tidligere i nyere tid.

Det finnes mange måter å slå dette fast på. Etter vår vurdering er en av de viktigste tilnærmingene å sammenligne markedsverdien av den brede aksjeindeksen i USA, Wilshire 5000, målt opp mot amerikansk BNP (USAs bruttonasjonalprodukt). Den kalles ofte Buffet indikatoren etter den legendariske investoren Warren Buffet som har ledet Berkshire Hathaway i mer enn 50 år. Som grafen til høyre viser er det kun en kort periode i 2000 hvor verdiskapingen har vært priset like høyt som nå. Avviket fra gjennomsnittet er over 3 standardavvik, liksom i 2000, og høyere enn periodene 1929, 1987 og 2007, som er kjent for store fall

i aksjemarkedene. Vi kommer tilbake til mer om dette i våre markeds kommentarer senere i kvartalsrapporten.



Hvorfor mener da mange investorer at markedet ikke er høyt priset? Forklaringen ligger hovedsakelig i at alternativene er få. Sentralbankenes eksperiment med QE (kvantitative lettelser), som innebærer rekordhøye kjøp av verdipapirer (særlig rentepapirer), har i stor grad bidratt til å presse rentenivået ned til historisk lave nivåer. Det har i tillegg bidratt til å redusere svingningene i markedet som øker appetitten for aksjer.

Sentralbankene kommuniserer at de jobber etter en målsetning om 2% årlig inflasjon. Samtidig låner de penger av investorene på samme nivå, eller lavere. På denne nominelle avkastningen må investor betale kapitalanskatt, og for mange i Norge, også formueskatt. Dette er en garanti for at investorene taper kjøpekraft i fremtiden. Og bakgrunnen for å spare er jo nettopp at investorene vil ha høyere kjøpekraft i fremtiden fremfor å benytte denne kjøpekraften nå. Altså «tvinges» kapitalen over i aksjemarkedene.

For å kunne forsvare dagens prising mener vi at investorer må legge til grunn at den lave renten forblir omtrent på samme nivå, og at volatiliteten blir historisk lav. I tillegg må den relativt sterke og synkroniserte globale økonomiske veksten fortsette i uoverskuelig fremtid. Legg merke til hvor mange velkjente aktører som står frem i media og snakker om et gunstig klima for økonomisk vekst med lave renter og høy sysselsetting. Det er menneskets natur å ekstrapolere det som observeres i nuet. Hvor mange av disse så finanskrisen komme i 2008? Eller Black Monday i 1987? Eller dot.com boblen i 2000?

Historien viser at tiden for å gi gass i aksjemarkedet er feil. Så får tiden vise hvor lang tid det tar før vi ser en "mean reversal". Det som er sikkert er at den kommer. Vi lurer på om Benjamin Franklin hadde inkludert dette

faktumet hvis han skrev brevet til Jean Baptiste-Leroy på nytt i dag?

Markedskommentarer

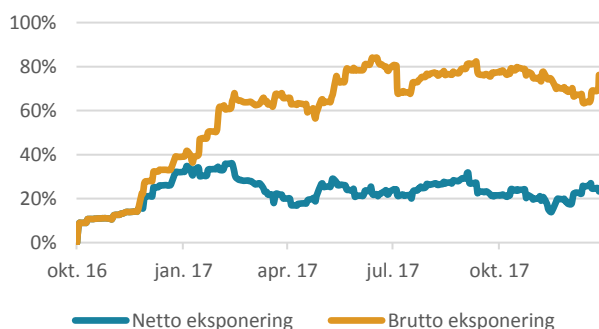
4. kvartal ble det første kvartalet med negativ avkastning for NOMA Fokus siden oppstart i 2016. Fondet oppnådde en avkastning i perioden på -0,55%. De nordiske markedene (VINX) falt i samme periode med 2,6% målt i euro. Som følge av en betydelig svekket norsk krone var avkastningen for det nordiske markedet positiv med 1,67% når målt i norske kroner. Selv om NOMA Fokus falt vesentlig mindre enn markedene gjennom 4. kvartal, er vi ikke fornøyde med fondets resultater.

Fondet gikk inn i kvartalet med en eksponering mot aksjemarkedene på 21% (nettoeksponering). Gjennom 4. kvartal svingte eksponeringen mellom 14% og 27%, for så å ende opp på 21% ved utgangen av desember. Gjennomsnittet for kvartalet var 21%. Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt mellom 63% og 80% gjennom kvartalet, med et gjennomsnitt på 73%.

markedene målt i euro steg i samme periode med 10,2% og, som følge av svak krone, med 19,24% i norske kroner. For året har vi hatt en forsiktig tilnærming til eksponeringen mot markedene. Selskapsutvelgelsen har vært god. På sektor nivå har bank og finans, samt leverandører til olje og gass industrien, vært de viktigste positive bidragsyterne til avkastningen i 2017. Vi ser frem til et 2018 med større muligheter.

Trenden gjennom 2017 med stadig mindre kurssvingninger fortsatte gjennom 4. kvartal. I 2017 hadde S&P500 kun 8 børsdager med endringer utover 1% fra dagen før. Historisk har gjennomsnitt vært mer enn 75 dager i året. Den amerikanske volatilitetsindeksen (VIX) falt ned til 10,3% i gjennomsnitt for kvartalet. Dette kan sammenlignes med et gjennomsnitt på 17,3% siden årtusenskiftet. Den vedvarende lave volatiliteten er høyst uvanlig i historisk sammenheng. Tilsvarende nivåer så vi i periodene 1993-95 og i 2006-07.

Netto og bruttoeksponering siden oppstart



Sikringer (såkalt hedging) gjennom aksjeindekser, og forsikringer gjennom kjøp av put-opsjoner mot amerikanske aksjemarkedet, var største bidragsyter til det negative resultatet for 4. kvartal i sin helhet.

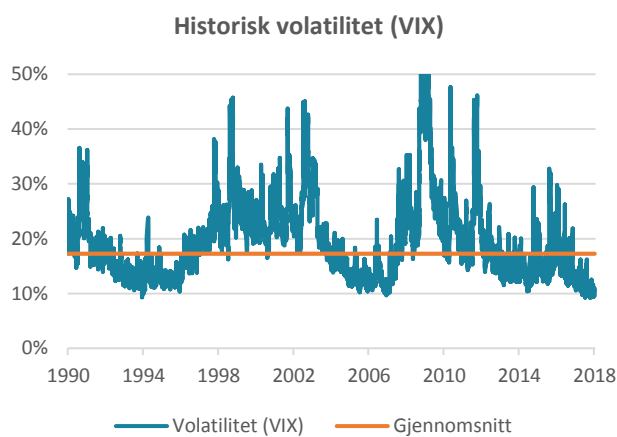
For året ble fondets avkastning på +6,02%, også dette noe i underkant av våre forventninger. De nordiske

Gjennom det siste året har volatiliteten vært enda lavere enn periodene nevnt over, og det er grunn til å tro at mye av forklaringen ligger i de enorme kjøpene av verdipapirer som er gjennomført av sentralbankene. Dette er hovedårsaken til de lave lange rentene, men også en vesentlig grunn til markedets oppfattelse av risiko. Det er gjennom de siste årene blitt en stadig mer etablert «sannhet» at sentralbankene alltid vil stå opp og redde markedene fra enhver større korreksjon.

Det startet med Alan Greenspan i 1987, den gangen nytilsatt sentralbanksjef. Etter «Black Monday» krakket på 22% tilførte Greenspan markedet likviditet med det formålet å dempe ytterligere fall i aksjemarkedene. Greenspan gjentok denne strategien i økende omfang i sin tid som sentralbanksjef, og aktørene kjenner dette som «Greenspan-putten» i dag. Etter finanskrisen i 2008

og frem til i dag er tryllestaven så mye benyttet at markedet har tillit til at den vil bli brukt i evig fremtid. Hva skjer når denne tilliten til sentralbankene endrer seg?

Nylig meldte den sveitsiske sentralbanken om gevinster på ca. NOK 450 mrd. for 2017, noe som tilsvarer 8% av landets BNP i fjor. Det er mer enn hva Apple tjente etter skatt i tilsvarende periode.



Perioder med så lav volatilitet har historisk sett vært en indikasjon på en stor grad av likegyldighet til risiko blant investorene. Disse har blitt etterfulgt av perioder med ekstraordinær høy volatilitet når markedsaktørene «gjenoppdager» sammenhengen mellom avkastning og risiko.

I skrivende stund er volatiliteten under 9%, noe som er rekordlavt for perioden i grafen over (1990-2018). Dette skaper inntil videre færre muligheter for NOMA Fokus, men gitt den høye prisingen av markedene, så gir det også muligheter til å forsikre seg mot en mer volatil og potensiell negativ markedsutvikling. Volatiliteten er den viktigste faktoren som bestemmer prisen på slike forsikringer (put-opsjoner). Fondet har med sitt fleksible mandat mulighet til å benytte seg av dette, noe som også gjøres i varierende grad.

I innledningen av kvartalsrapporten i Speakers' Corner nevnte vi Buffet indikatoren som en god rettesnor i vurderingen av markedsprisingen. En annen modell som vi har benyttet i våre tidligere rapporter er, etter vårt skjønn, enda mer beskrivende når det gjelder sammenhengen mellom prising og påfølgende perioders

realiserte avkastning. Modellen viser realisert 10 års avkastning for det amerikanske aksjemarkedet målt mot gjennomsnittsinvestorens aksjeallokering på kjøpstidspunktet. Når grådigheten er størst og «alle» er investert blir avkastningen lav i perioden etterpå, og vice versa. Korrelasjonen er over 90%.

Modellen (se neste side) viste ved utgangen av 2. kvartal 2017 en forventet avkastning i aksjemarkedene de neste 10 årene på 2% per år. Ved utgangen av 4. kvartal har forventningen falt til 0,5% årlig avkastning de neste 10 årene. Ikke mye å rope hurra over for de som satser på indeksfond!

Verdt å merke seg er at dagens fremtidige forventede årlige avkastning på 0,5% er vesentlig lavere enn de foregående periodene med lav volatilitet, som viste en forventet avkastning på hhv. 3% og 6%. Realisert avkastning for de tidligere periodene havnet nær nivåene over (hhv. 4% og 7,5%).

Prisingen og sentimentet i dagens marked gjør at vi heller mot at denne perioden med ekstrem lav volatilitet har en økt sannsynlighet for å ende i et større fall. Aksjemarkedet har over tid en forventet avkastning i størrelsesorden 6-8% årlig. For at den forventede avkastningen fremover skal gå fra dagens 0,5% til disse nivåene, så må kursene først ned.

Det som trekker den andre veien er utviklingen i makroøkonomien, som for første gang siden finanskrisen viser en synkronisert oppgang i alle de store økonomiene. USA har lenge gått relativt bra, mens Europa nå også viser en sterkere utvikling. Som nevnte i tidligere rapporter, advarer vi imidlertid mot å henge seg for mye opp i makroøkonomiske nøkkeltall når man skal gjøre investeringsbeslutninger. De makroøkonomiske utsiktene så tilsvarende gode ut i 1999 og 2007. Børsene falt mye og lenge før nøkkeltallene begynte å se dårlige ut i disse periodene. Over tid har verdsettelse vist seg som den eneste troverdige indikatoren for fremtidig avkastning, og her ligger også vårt fokus.

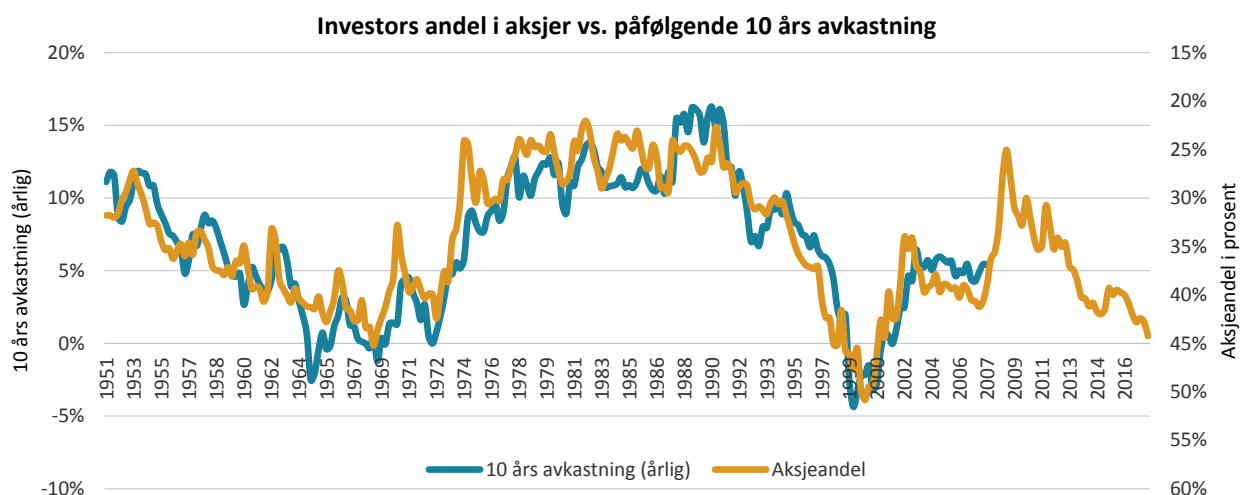
Sentralbankenes kjøp av rentepapirer og aksjer vedvarer, men vil trolig avta fremover. I USA har dette allerede begynt, og i Europa er det ventet at dette vil skje i løpet av 2018. Om så skjer er det videre ventet at

den svenske sentralbanken vil følge etter. En gradvis tilstramming ute vil øke sannsynligheten for en meningsfull renteoppgang fra Norges Bank. Dette forventes å føre til en økende volatilitet i markedene gjennom 2018.

For NOMA Fokus vil dette gi økte muligheter. Om volatiliteten kommer opp uten at vi ser et vesentlig fall i markedene, vil vi fortsatt ha en forsiktig tilnærming til eksponering mot aksjemarkedet. Økt volatilitet vil, i tillegg til større kursbevegelser, gi vesentlig økte relative feilpriser. Med vårt fleksible mandat er dette noe vi vil forsøke å utnytte. Det er således naturlig å se for seg en økning i brutto eksponeringen. Om perioden med ekstremt lav volatilitet skulle ende i et større fall i markedene, som vi opplevde i 2007, vil vårt fokus være å

kjøre kvalitetsselskaper på billigsalg når «alle» andre må selge. I et slikt scenario skal det forventes at netto- så vel som bruttoeksponeringen i NOMA Fokus vil øke vesentlig.

Uansett utfall venter vi at økt volatilitet vil gi vesentlig økte muligheter for NOMA Fokus. Inntil det inntreffer vil vi fortsette å ha en meget disiplinert tilnærming til forvaltningen av kapitalen, og ikke ta unødig risiko som vi mener vi ikke får godt nok betalt for.



Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 31. desember 2017: 13,4%

Neste tegningsperiode: juni 2018.

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.