

NOMA Fokus – kvartalsrapport for 1. kvartal 2017

Avkastning 1. kvartal: 1,72 %

Verdi pr. aksje (estimat): 102,52

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. Fondet har også adgang til å investere i unoterte aksjer.

Avkastning	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste måned	0,13%	3,06%	5,51%	0,08%
Avkastning hittil i år	1,72%	2,17%	6,73%	0,23%
Avkastning 12 måneder rullerende	N/A	9,83%	10,53%	0,92%
Avkastning siden oppstart	2,52%	7,39%	8,38%	0,51%

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	0,93%	0,66%	0,13%										1,72%

5 største investeringer

Norwegian Finans Holding	8,5%
Elliptic Laboratories	7,5%
Arcus	3,7%
Danske Bank	3,6%
Multiconsult	3,5%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	20%
Brutto aksjeeksponering	66%

Speakers' Corner

Sprakk eiendomsboblen i Oslo den 1. april i år? Nei, dette er ingen forsinket april spøk!

Da vi etablerte NOMA Capital i fjor var boligeiendomsprisene i Norge, og spesielt utviklingen i Oslo, en stadig større bekymring for oss. Siden har prisene tatt helt av.

Vi har brukt mye tid gjennom vinteren på å lese oss opp på historiske bobler, og hvordan de kan identifiseres (og da helst i forkant). Dette er ingen lett oppgave og hver boble lever sitt eget liv, men noen fellesnevner går igjen i de fleste av disse boblene. For det første pleier bobler å komme etter at stigningstakten på oppgangen eskalerer. Grafisk ser det ut som kurven stiger i en rett

linje mot himmelen. For det andre, og enda viktigere, bobler sprekker alltid til slutt. Og når det skjer gjør det fryktelig vondt. De fleste bobler faller ofte 50-80% av sin verdi fra toppen.

Hvorfor fokuserer vi på dette nå? Jo, for bolig-eiendomsprisene i Oslo ligner svært mye på en boble de siste 12 månedene. Prisene har økt i eskalerende grad med en 12 måneders vekst inn i første kvartal i år på ca. 23-24%. Viktig er det også å huske på at denne oppgangen har kommet på toppen av en mer eller mindre uavbrutt oppgang som har vart i mer enn 20 år. Ifølge SSB/Norges Bank har nå eiendomsprisene for Norge generelt økt med mer enn 500% siden 1992, mens byggekostnadene "kun" har litt mer enn doblet seg i samme periode. For Oslo er eiendomsprisene opp betydelig mer enn landsgjennomsnittet. De flinkeste boligbyggerne opplever nå en ekstrem lønnsomhet med marginer opp mot 35%. Det verken kan eller vil fortsette.

Mange såkalte eksperter har i en årrekke spådd nedgang i boligeiendomsprisene. Dette gjelder også mennesker vi kjenner godt, og som nyter stor respekt i det norske kapital- og eiendomsmarkedet. Hadde vi lyttet til disse ville vi sittet igjen på perrongen, mens toget dundret videre på en lang og verdifull reise for de som har vært investert i boligeiendom.

Men nå begynner dette å se ut som en boble, og uavhengig om vi har rett i vår analyse, er det et svært asymmetrisk utfallsrom for eiendomsprisutviklingen fremover, og da i særdeleshet for Oslo.

Vi ønsker ikke å sitte i feil ende av et slikt utfallsrom. For de aller fleste ville det være det beste om eiendomsprisene flatet ut og inntekstveksten tok igjen en del av forspranget. Om dette en boble er det en ønsketekning. Bobler ender alltid med et ordentlig krasj, for de fleste svært smertefullt.

Hvorfor fokus på 1. april? Dette var datoen da de siste finansieringsbevisene med gammel "ordning" gikk ut. Nå må boligkjøperne (og bankene) forholde seg til nye begrensninger innført av myndighetene, som gjør det

vesentlig vanskeligere å støtte opp om den elleville prisgaloppen vi har sett over lang tid. Og for Oslo er reglene enda tøffere. Det kan se ut som politikerne har bestemt seg for at nok er nok. Og de får trolig viljen sin, til slutt! Paradokset er at politikernes innblanding kan komme til å forsterke en nedgang. Dette, sammen med to andre viktige faktorer, gjør at vi er mer sikre nå på at toppen er nådd for denne gang.

De fleste har sikkert fått med seg at Oslo har hatt, og trolig vil ha en sterk befolkningsøkning i lang tid fremover. Det er riktig, men nå har veksten avtatt fordi mange utlendinger reiser hjem. Nedturen i oljeprisen de siste 3 årene med de bivirkningene det betyr for andre sektorer, er trolig årsaken til dette. Faktisk har vi ikke sett lavere befolkningsøkning i Oslo siden 2006.

Videre er igangsettelsen av nye boligprosjekter rekordhøy. Oslo har sett en økning fra mellom 2000-3000 igangsatte boligenheter, et nivå som har bidratt sterkt til underskuddet av boliger, til en takt på godt over 5000 boligenheter nå (12 måneder rullerende gjennomsnitt). Hvis vi antar at 2,5 personer i hver boligenhet er normalt, bygges det nå nok boliger tilsvarende 1 person pr. enhet, med andre ord ca. 2,5x så mange boliger som det er behov for. Tilbudet av boliger de neste 2-3 årene vil derfor medføre et overskudd som vil presse prisene.

Summen av det ovennevnte har bidratt til en bråbrems i boligmarkedet de siste ukene, og vil trolig fortsette da mange av de nye boligene er kjøpt av spekulanter som raskt vil måtte selge disse når boligene skal overleveres ved ferdigstilling. Og hva skjer hvis renten skulle fortsette sin oppgang fra bunnivået fra i fjor? «Gratis» penger i form av lave renter får konsekvenser for økonomien. Det er ikke overraskende, og det er også meningen. Det er derfor sentralbankene sørger for å holde rentene lave. Det unike denne gangen er at de lånte pengene ikke er brukt til investeringer i maskiner og fabrikker som skal skape fremtidig vekst, men snarere til spekulasjon i eiendom, aksjer og obligasjoner. Nordmenn flest vil merke en betydelig nedgang i husholdningskontantstrømmen hvis rentene stiger tilbake til historiske gjennomsnittsnivåer. Bivirkningene

vil kunne være merkbare for annet konsum, noe vi er svært opptatt av i forhold til investeringene vi foretar i NOMA Fokus.

Vi håper som sagt på en utflatning av boligprisene, tror på en korreksjon på inntil 20%, men frykter at dette er en boble med de konsekvenser det vil ha for mange. For bobler sprekker alltid til slutt. Utfordringen ligger i at svært mange nordmenn aldri har opplevd en korreksjon, og enda færre en eiendomsboble. Med dette har vi nå også ropt ulv ulv!

Markedskommentarer

Markedene fortsatte i 1. kvartal å preges av Donald Trump, som siden sist har tiltrådt som USAs 45. president. Kvartalet startet bra for aksjemarkedene med fokus på Trumps løfter om skatteutt og infrastrukturinvesteringer, før det roet seg ned og falt litt tilbake i mars. Etter kraftig oppgang i rentene og medfølgende svak avkastning i obligasjonsmarkedene, har rentene stabilisert seg på dette nivået gjennom 1. kvartal. Det er fortsatt vesentlig usikkerhet og et stort utfallsrom i forhold til den fremtidige renteutviklingen.

Etter Trump administrasjonens nederlag i forsøket på å få endret helseloven (Obamacare), så vi de første tegnene til volatilitet i aksjemarkedene på lenge. Dette fordi kuttene i Obamacare skulle være en vesentlig del av finansieringen av skatteuttene, og det bebudes at Trump kan møte motstand også på skattereformen. Om dette skulle bli en realitet kan det alene føre til at mye av oppgangen i markedene siden valget reverseres. Til tross for en viss økning i volatiliteten, så er den fortsatt i et historisk perspektiv meget lav.

For kvartalet som helhet endte de nordiske markedene i lokal valuta (Vinx30) opp 4% mens den brede amerikanske indeksen S&P500 var opp hele 5,5%. Det norske aksjemarkedet (OSEBX) startet med en god oppgang i januar, men falt i både februar og mars. For kvartalet endte den norske indeksen opp 0,6%.

I denne sammenhengen vil vi minne om at indeksene vi viser i våre månedlige avkastningsrapporter er regnet om i norske kroner. Dette gjør at tallene på månedsbasis

I vår gjennomgang under benyttes begrepene netto- og bruttoeksponering i utstrakt grad. Vi gjentar derfor en beskrivelse av begrepene her:

Med bruttoeksponering menes den absolutte summen av alle long og short posisjoner i NOMA Fokus.

Med nettoeksponering menes summen av fondets long posisjoner fratrukket fondets short posisjoner.

Thomas Raaschou

i vesentlig grad vil påvirkes av om den norske kronen styrker eller svekker seg. Således vil observante lesere for eksempel merke seg at januar så ut som en svak måned i markedet (norske kronen styrket seg), mens mars ser ut som en meget sterk måned i markedet da kronen svekket seg. I virkeligheten var det snarere motsatt. Vi vil derfor be dere om å være varsomme med å se for mye på disse indeksene på månedsbasis.

I forrige kvartalsrapport forventet vi at bruttoeksponeringen ville fortsette å stige gjennom 1. kvartal, men at nettoeksponeringen ikke ville øke vesentlig fra daværende nivå på 32%, i mangel av en større korreksjon i aksjemarkedene. Med den sterke oppgangen i 1. kvartal, og på tross av visse tegn til økende volatilitet, ser vi ingen grunn til å endre dette synet. Gjennom kvartalet er bruttoeksponeringen som varslet gradvis bygget opp fra 39% ved inngangen til kvartalet, til 66% ved utgangen av kvartalet. Nettoeksponeringen lå på 32% ved inngangen av kvartalet, og er mot slutten av kvartalet ytterligere redusert til 20%. Dette er vesentlig lavere enn hva som må betraktes som normal eksponering. Den vesentlige nedgangen i nettoeksponeringen er en konsekvens av den fortsatte oppgangen i markedene, samt at noen av våre investeringer ble solgt ut etter en betydelig kursoppgang (se bl.a. Storebrand gjennomgangen senere i rapporten).

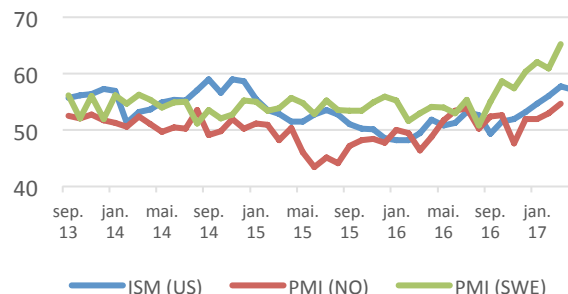
Med dette utgangspunktet oppnådde NOMA Fokus positiv avkastning i samtlige 3 måneder i kvartalet, og en

samlet avkastning på 1,7%. Gitt den lave eksponeringen er dette en avkastning vi er fornøyd med. Vi varslet i forrige kvartalsrapport økt volatilitet i avkastningen fremover som følge av økt volatilitet i markedene og økt brutto eksponering. Til tross for den økte eksponeringen har imidlertid volatiliteten i de månedlige avkastningstallene holdt seg meget lav, noe som selvfølgelig i seg selv er positivt. Det kan imidlertid ikke ventes at dette fortsetter, og vi legger til grunn at volatiliteten i porteføljen vil øke fremover. At volatiliteten har vist seg å være så lav også gjennom 1. kvartal må til en viss grad tilskrives tilfeldigheter. Vi gjentar også at vår intensjon er å øke bruttoeksponeringen videre fremover. Vi er imidlertid opptatt av å beholde høy disiplin i forvaltningen, og vil ikke påta oss risiko (heller ikke markedsnøytral risiko) om vi ikke finner investeringsideer hvor vi føler stor komfort med risiko og avkastningspotensiale. Den videre økningen i bruttoeksponeringen vil således være en konsekvens av hvilke investeringsmuligheter vi finner.

NOMA Fokus er et fond som skal konsentrere seg rundt forvalternes beste ideer. Vi har også sett en konsentrering gjennom 1. kvartal. Etterhvert som størrelsen på enkelt investeringer øker, vil det bli vanskeligere å forutse avkastningen i fondet fra måned til måned. Dette forsterkes av den lave nettoeksponeringen som gjør at korrelasjonen til oppgang eller nedgang i aksjemarkedene for tiden er lav. I påvente av bedre muligheter vil vår strategi fremover være å oppnå positiv avkastning uten å eksponere fondet for overdreven risiko.

Den globale økonomien har siden høsten 2016 vært i bedring. Dette viser seg bl.a. i de ulike lands ISM/PMI som gjennomgående har vært stigende. Dette har også vært med å trekke markedene høyere. ISM/PMI sier noe om bedriftenes syn på nåsituasjon og den nære fremtid, og er således regnet for ledende indikatorer for BNP utvikling. En indeks over 50 indikerer vekst. I grafen øverst til høyre er disse indikatorene presentert for hhv. USA, Norge og Sverige:

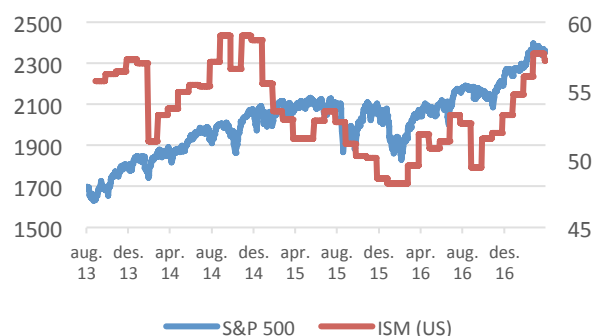
Forventningsindikatorer



Når man ser på grafen over, kan det virke merkelig at vi er så forsiktig med å ta risiko på vegne av våre partnere i NOMA Fokus. Da skal man imidlertid huske på at ISM var godt over 50 høsten 2007, og som vi nå vet, var dette et fantastisk tidspunkt å selge aksjer på. Videre var ISM under 35 rundt årsskiftet 2008-2009, noe som kanskje var det beste tidspunktet å kjøpe aksjer på i vår levetid. Det er nå 8 år siden og det amerikanske aksjemarkedet har steget rundt 250% i denne perioden.

Under viser vi ISM mot det amerikanske aksjemarkedet:

Aksjemarkedet (S&P 500) vs forventningsindikator (ISM)



Igjen er det viktig å merke seg to ting:

- Aksjemarkedet reagerer ofte før forventningsindikatoren. ISM er en god ledende indikator på BNP vekst et par kvartaler frem, men en meget dårlig ledende indikator for aksjemarkedene. I verste fall er det aksjemarkedet som er ledende indikator for ISM.

- Historien viser at det er mer lønnsomt å kjøpe aksjer når ISM er lav (lave forventninger til den nære fremtiden), enn når den er høy (alle er optimistiske).

Vi forsøker ikke å «time» et fall i markedet. Vi er nok ikke flinkere enn andre på dette området. Det er derfor godt mulig at vi tar feil og er altfor forsiktig. Vi velger heller å risikere å gå glipp av den siste delen av oppgangen, enn å risikere å være tungt eksponert når nedgangen kommer. Skulle markedet fortsette den positive utviklingen og oppnå over gjennomsnittlig historisk avkastning også det neste året, vil NOMA Fokus sannsynligvis ikke klare å holde følge med markedet.

Avslutningsvis gjentar vi derfor hva vi skrev i forrige rapport. Selv med positive økonomiske utsikter til 2017 fremstår markedene som lite attraktive. Om de høye forventningene til den økonomiske utviklingen i tillegg skulle skuffe, er den potensielle nedsiden betydelig. Vi fortsetter derfor å være tålmodige og venter på bedre muligheter.

Geir Stave

Storebrand

Som vi beskrev i forrige kvartalsrapport ønsker vi i disse rapportene å ta for oss utvalgte investeringer i NOMA Fokus. Den første investeringen som ble gjort i fondet var i Storebrand ASA, og vi gir her våre partnere muligheten til å lære mer om selskapet og om bakgrunnen for investeringen.

Da vi startet forvaltningen i september i fjor kjøpte vi Storebrand på rundt 39 kroner. Vår analyse av Storebrand indikerte da en verdi på 57 kroner. Ved utgangen av første kvartal endte aksjen opp på 57,1 kroner. Etter kvartalslutt betalte selskapet også sitt første utbytte på mange år på 1,55 kr pr. aksje. Det har med andre ord vært en meget hyggelig investering for investorene i NOMA Fokus, med en avkastning på rundt 50% på ca. 6 måneder.

Storebrand er betraktet som et spill på de lange rentene i Norden, og da særlig i Norge (med lang rente menes f.eks. 10 års løpetid). Rentenivået har en vesentlig innflytelse på verdien av selskapet fordi de gamle ytelsesbaserte pensjonsproduktene garanterer kunden en avkastning hvert år på rundt 3,3% i gjennomsnitt. Denne avkastningen som Storebrand garanterer for er åpenbart mye enklere å oppnå med et høyt rentenivå.

Da vi investerte i Storebrand så var det ikke fordi vi hadde et vesentlig forskjellig syn på selskapets inntjening på kort sikt. Videre hadde vi heller ikke et sterkt syn på hvor rentene skulle bevege seg. Det var snarere at våre analyser viste at Storebrand var i stand til å håndtere et lavere rentenivå over lengre tid enn hva markedet priset inn.

Etter vårt syn hadde aksjemarkedet ikke tatt innover seg den omstillingen som selskapet var inne i, og som blant annet ville frigjøre mye kapital til utbytte til aksjonærene i årene fremover. Denne pågående omstillingen vil øke kvaliteten i selskapets økonomiske resultater vesentlig. Med kvalitet mener vi her lavere risiko og mindre volatilitet i resultatene.

Egenkapitalavkastningen i Storebrand har over lang tid vært lite tilfredsstillende, og ligget langt under gjennomsnittet på de nordiske børsene. Nå er dette i ferd med å endre seg, og vi tror selskapet om noen få år

vil kunne oppnå en avkastning på egenkapitalen som ligger langt over gjennomsnittet. Dette skjer først og fremst fordi de gamle pensjonsproduktene med garantert avkastning til kunden gradvis er i ferd med å bygges ned. De nye innskuddsbaserte ordningene derimot gir gode og sikre inntekter i form av forsikringspremier, administrasjons- og forvaltningshonorarer, og de vokser kraftig uten at det binder vesentlig kapital for Storebrand. Oversikten under som er hentet fra Storebrands investorkommunikasjon, reflekterer denne transformasjonen. Fremtidens verdiskaping er innen sparing (Savings), og forsikring (Insurance). Disse områdene vil vokse vesentlig fremover, og veksten vil generere en meget sterk avkastning på den kapitalen som Storebrand investerer i disse forretningsområdene. For 2015 som er vist i figuren oppnådde disse områdene hhv. 24% og 37% avkastning på kapitalen.

	Savings	Insurance	Guaranteed	Other	Group
IFRS earnings ¹ (NOKm)	1,020	488	329	-75	1,762
Allocated Equity (NOKbn)	4.3	1.3	19.3	2.0	26.9
Return (%)	24%	37%	2%	-4%	7%

Forretningsområdet garantert pensjonssparing (Guaranteed) er en døende del av virksomheten, som gradvis vil bli borte når kundene blir eldre og faller fra. Fra oversikten til Storebrand ser vi at mer enn 19 milliarder kroner (42 kr pr. aksje) er bundet opp i garanterte produkter med en avkastning på kun 2% til aksjonærene. Dette er kapital som aksjonærene må stille som sikkerhet for at kundene med garanterte pensjonsprodukter skal få utbetalt pensjonene sine med en garantert minsteavkastning, som beskrevet over. For hvert år som går har kundene ett år mindre igjen med garantert avkastning, og Storebrand trenger mindre kapital for å sikre denne garantien. Deler av denne kapitalen vil derfor frigjøres hver år fremover. Noe av denne kapitalen vil reinvesteres i vekstområdene til vesentlig høyere avkastning (sparing og forsikring), men det meste vil komme aksjonærene til gode gjennom økte utbytter. Som en følge av denne kapitalfrigjøringen forventer vi at utbyttene om få år vil være høyere enn inntjeningen.

Videre ser vi at både banken og skadeforsikringsvirksomheten har spesielle fortrinn hos Storebrand.

Storebrand Bank har i dag en vesentlig regulatorisk fordel ved at de kan legge boliglån over på balansen til livselskapet. Her binder disse lånene tilnærmet ingen egenkapital. Banken kan derfor tilby markedets beste lånerente (p.t. 1,99% nom. rente) og fortsatt tjene gode penger. Dette vil gi rask vekst de neste par årene.

Skadeforsikring er i dag en relativt nystartet virksomhet i Storebrand. Historisk har imidlertid dette vært et stort område for selskapet (før etablering og senere salg av If). Det gjør at mange selv i dag forbinder Storebrand med skadeforsikring. I tillegg til et sterkt merkenavn, har Storebrand en meget stor kundemasse de kan kryss selge forsikringer til, og vekst i segmentet vil også gi diversifiseringseffekter som reduserer svingningene og kapitalbehovet.

Når vi analyserer selskaper er vi særlig opptatt av ledelsen og styret. For Storebrands del mener vi at styret i dag har en vesentlig sterkere kompetanse på allokering av kapital, noe som har manglet historisk. Ledelsen har de siste årene måtte håndtere den vanskelige situasjonen som oppsto i garanti virksomheten gjennom de lave rentene samtidig som at de satser på vekst på nye områder. Vi mener de har klart denne balansegangen meget bra. Fremover vil fokuset i stadig større grad være på vekst og lønnsomhet på de nye områdene.

Så hvordan har investeringen utviklet seg?

Bakgrunnen for den gode kursutviklingen mener vi er tredelt.

For det første synes markedet i større grad å ha oppdaget det kvalitetsskifte som pågår. Sentimentet rundt aksjen er således vesentlig forbedret.

For det andre har statsrenten med 10 års løpetid løftet seg fra rundt 1,15% til i skrivende stund 1,65%, som har gjort det lettere å innfri garantien.

For det tredje har selskapet levert bedre kvartalstall gjennom 2016. Forbedringen av selskapets balanse har kommet raskere enn det vi la til grunn i vår analyse.

Signalene fra selskapet om at kapitalbehovet har nådd toppen for den garanterte pensjonssparingen kom tidligere enn vi la til grunn. Selskapets solvens er styrket fra 122% av lovkravet (uten de såkalte overgangsreglene) til 144% på bare to kvartaler.

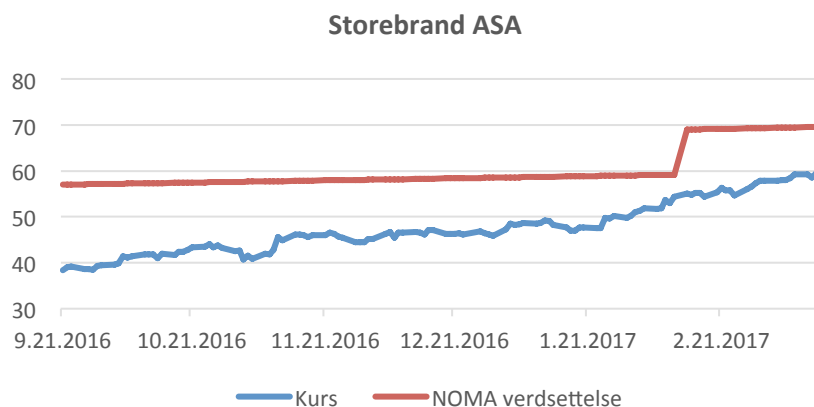
Som følge av en sterkere renteoppgang og raskere kapitaloppbygging enn forventet, ser vi at vår opprinnelige verdsettelse på 57 kroner var for forsiktig. Når vi tar hensyn til utviklingen siden fondets første investering mot slutten av tredje kvartal i fjor, kommer vi nå frem til en verdi på rundt 69 kr.

Det er altså mer å gå på til tross for den sterke oppgangen. Den siste tiden har vi likevel solgt noen av fondets aksjer i Storebrand. Bakgrunnen for dette er at vårt syn ikke lenger avviker vesentlig fra markedets forventninger, og at kursoppgangen gir mindre rom for eventuelle skuffelser.

Vi ser imidlertid et stort potensiale også utover dagens verdier på 69 kroner om rentene skulle stige videre og nærme seg mer normaliserte nivåer. Dette vil ikke bare friggi kapitalen innen området for den garantert pensjonssparing raskere, men også medføre økt inntjening gjennom overskuddsdeling.

Det er også verdt å nevne at reduksjonen i eierskapet i Storebrand også har sammenheng med vårt markedssyn. Som vi har kommunisert gjennom denne vinteren mener vi aksjemarkedet er høyt priset.

Storebrands endring i retning av kapitallette forretningsmodeller, økende avkastning på kapitalen og økende kvalitet vil fortsette. Derfor vil vi fortsatt fokusere på Storebrand som en av våre kjerneinvesteringer.



Andel unoterte i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 31. mars 2017: 7,5%

Neste tegningsperiode: juni 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.