

NOMA CAPITAL

2. KVARTALSRAPPORT 2023

- Makroangst og kunstig intelligens/chatbot eufori splitter markedsutviklingen.
- NOMA Fokus med økt eksponering mot selskaper med kombinasjonen av god lønnsomhet, robuste balanser og fornuftig prising.
- NOMA Vekst I tilnærmet fullinvestert etter 18 måneder fra oppstart.

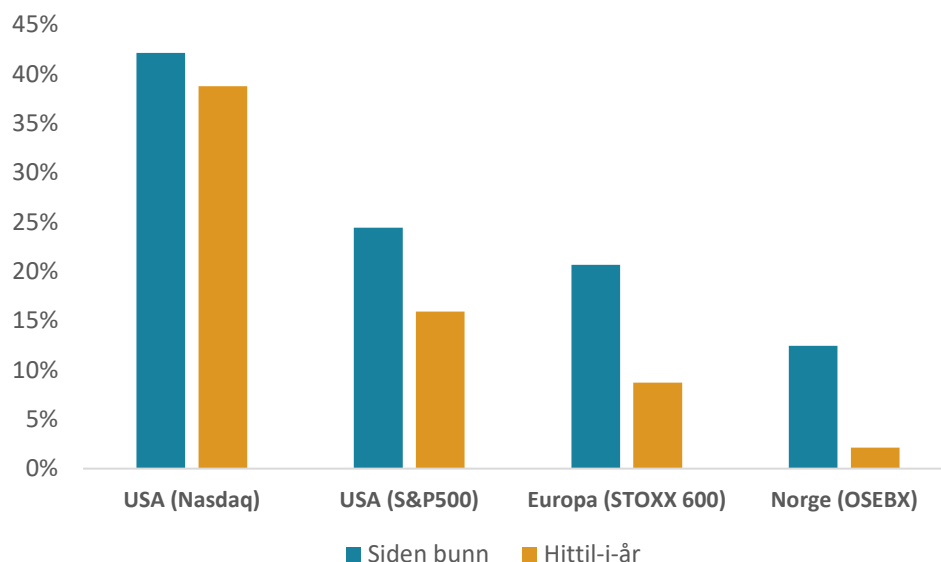
Speakers' Corner

Makroangst og andre rariteter

I mer enn ett år har økonomer og strateger i stadig større grad advart om en forestående global konjunkturedgang som ville kunne ramme aksjemarkedet hardt. Til en viss grad har de fått rett i sine spådommer når det gjelder den økonomiske utviklingen. Europa er hardt rammet av Russlands invasjon i Ukraina, og Kina sliter med å få fart på den økonomiske aktiviteten på vei ut av den langvarige Covid-19 nedstengingen. USA, derimot, har overrasket de fleste med en vesentlig høyere veksttakt i økonomien, dette til tross for den høyeste inflasjonstakten med tilsvarende renteoppgang på mer enn 40 år.

Det har ikke vært vanskelig å forstå det negative synet. En rekke tradisjonelle ledende indikatorer, som f.eks. den etter hvert svært inverterte amerikanske rentekurven, har gitt et sterkt varselsignal på at den økonomiske aktiviteten står foran en avmatning. Makroangsten er også årsaken til at investorene i stor grad har posisjonert seg for et svakt aksjemarked. Kapitalen har vært re-allokert fra aksjemarkedet til kontanter og sikre rentepapirer med kort løpetid. Sjelden har så mange investorer tatt så feil. Siden aksjemarkedene brøt ut av det såkalte bjørnemarkedet i fjerde kvartal i fjor, har de to ledende amerikanske indeksene, den brede markedsindeksen S&P500 og den teknologitunge Nasdaq-indeksen steget hhv. 24% og 42%. I første halvår i år er de opp hhv. 16% og 39%. Utviklingen i Nasdaq-indeksen så langt i år er den beste siden begynnelsen av 1980-tallet.

Det europeiske aksjemarkedet har utviklet seg tilsvarende positivt med en oppgang på 21% fra bunnen i fjor og 9% i første halvår i år. Dette til tross for den negative konjunkturutviklingen i Europa. Norge henger etter med en oppgang på 13% fra bunnen i fjor og 2% i første halvår i år.



Hvorfor har markedene fortsatt å stige, til tross for en bankkrise, trusselen om et amerikansk mislighold og flere renteøkninger enn ventet fra Federal Reserve? Det enkleste svaret: Gang på gang klarte ikke investorenes verste scenarier å materialisere seg. Det har vært nok av hendelser til å gi makroangsten legitimitet.

Rask handling fra regulatorer og bankfolk i mars bidro til å forhindre at sammenbruddet av Silicon Valley Bank ble til en systemisk kredittkrise. Amerikanske lovgivere klarte å inngå en avtale om statlige utgifter i slutten av mai, akkurat i tide til å avverge det som ville ha vært et enestående amerikansk mislighold av statsgjeld.

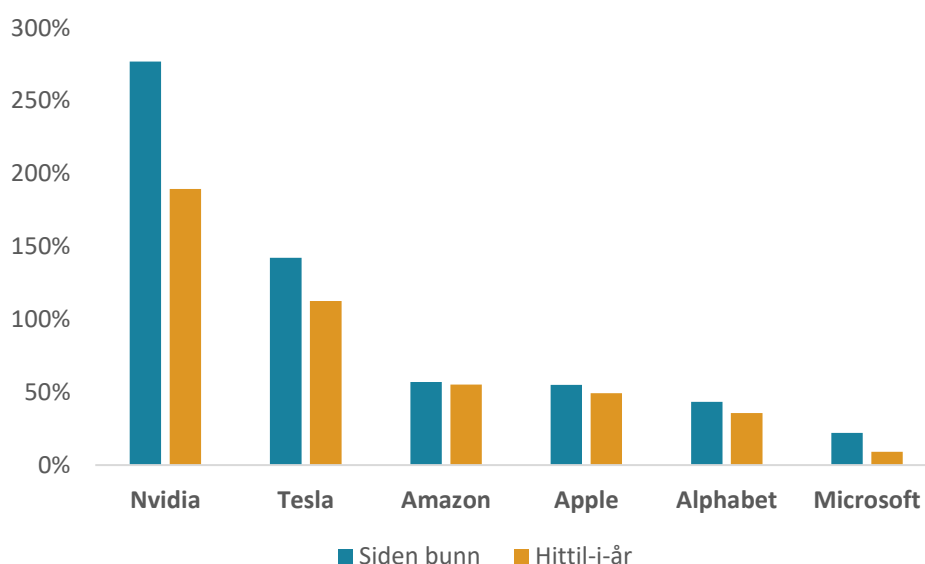
Fed har fortsatt å heve renten i et forsøk på å dempe inflasjonen. Men Feds renteøkninger har heller ikke stoppet den økonomiske ekspansjonen. Veksten i første halvår har vokst betydelig raskere enn forventningene. Arbeidsmarkedet har fortsatt å legge til nye jobber i et tempo godt over det prepanemiske gjennomsnittet.

Hvis første halvår i 2023 har vist noe, er det at det er vanskelig å forutsi hvilke overskriftsfengende hendelser som ender opp med å ha en varig innvirkning på markedsavkastningen.

En stadig større andel av strateger og investorer har ved inngangen til annet halvår kapitulert. Andelen med en defensiv allokering er redusert og strategene øker sine fremtidige mål for indeksene, mens de sliter med hvordan de skal posisjonere seg i aksjemarkedet etter et rally som ingen så komme, og en resesjon som nekter å starte. Ifølge Bloomberg er det ved inngangen til annet halvår i år en 50%-poeng forskjell mellom de mest positive og negative strategene. Utfallsrommet har ikke vært større på mer enn 20 år.

En torn i siden for mange har nemlig vært det faktum at markedsoppgangen er drevet av et fåtall såkalte megacap-teknologiselskaper, som investorer tror vil være vinnere innen utviklingen av kunstig intelligens. Uten oppgangen for disse selskapene, ville markedsavkastningen sett veldig annerledes ut.

For å sette utviklingen til disse megacap-teknologiselskapene i perspektiv. Apples selskapsverdi er nå større enn den franske økonomien (BNP). Microsoft er større enn Italias økonomi. Alphabet overstiger den meksikanske økonomien, mens Tesla er større enn Taiwans økonomi.



Utviklingen har utløst en bekymring for for mye konsentrasjon i de store indeksene. Seks av Nasdaq-indeksens største selskaper utgjør nå mer enn 50% av indeksen. En investering som følger Nasdaq-indeksen slavisk betyr uunngåelig at utviklingen fremover avgjøres av en håndfull gigantiske teknologinavn. En slik sneverhet fjerner diversifiseringseffekten til et punkt hvor indeksleverandørene har måttet iverksette mottiltak. Den samlede

vekten for de seks selskapene (Microsoft, Apple, Alphabet, Nvidia, Amazon og Tesla), vil reduseres til ca. 40% om kort tid. Kun to ganger tidligere har indeksleverandørene måtte gjennomføre tilsvarende endringer (1998 og 2011). I begge tilfeller falt indeksene betydelig i etterkant.

En viktig avklaring for resten av 2023 og 2024 blir om sentralbankene klarer å styre den økonomiske aktiviteten inn i et såkalt «Goldilock»-scenariet med moderat økonomisk aktivitet og lavere inflasjon. Historikken viser at de ikke er gode til det. Like viktig, tror vi, er å forstå rådende investorspsykologi som en viktig nøkkel til avkastning over tid. Se etter perioder når investorer er så optimistiske at de tror ting bare kan bli bedre, vanligvis uttrykt i det farlige synet om at "det er ingen pris for høy". På samme måte, erkjenne når de samme investorene er så deprimerte at de konkluderer med at ting bare kan bli verre. I 2022 ble det for mye av det sistnevnte. Nå er vi bekymret for optimismen som råder rundt megacap-teknologiselskapene og hva kunstig intelligens skal skape av verdier. For resten av markedet er mulighetene mange med kombinasjonen av god lønnsomhet, robuste balanser og fornuftig prising. Vi forblir derfor optimister, men indeks raritetene kan komme til å påvirke utsiktene.

NOMA Fokus

Avkastning 2. kvartal: -2,12%

Verdi pr. aksje (estimat): 115,77

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 i juni og desember, og innløsning i desember.

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.

Avkastning	NOMA Fokus	Oslo Børs (1)	Norden (2)	HFRX (3)	1M NIBOR (4)
Siste kvartal	-2,12%	1,72%	-0,41%	2,14%	0,88%
Hittil i år	-5,69%	2,11%	4,61%	2,96%	1,65%
12 mnd. rullerende	-2,34%	3,75%	15,76%	4,62%	2,88%
Siden oppstart	15,77%	99,02%	53,09%	30,70%	7,74%

Risiko	NOMA Fokus	Oslo Børs (1)	Norden (2)
Standardavvik (siden oppstart)	9,09%	14,99%	14,45%

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%
2021	2,45%	3,62%	7,23%	0,31%	0,26%	-0,55%	2,29%	-0,56%	1,56%	-3,28%	-1,61%	2,74%	14,99%
2022	-1,91%	-2,86%	1,76%	0,77%	-0,15%	-3,96%	2,89%	-1,37%	-2,74%	0,67%	2,72%	1,47%	-2,98%
2023	1,63%	-1,27%	-3,97%	-4,29%	-2,30%	4,67%							-5,69%

5 største investeringer

Storebrand	10,4%
Elliptic Laboratories	10,2%
Aker BP	9,0%
TGS	8,9%
Nordic Semiconductor	6,6%

Aksjeallokering

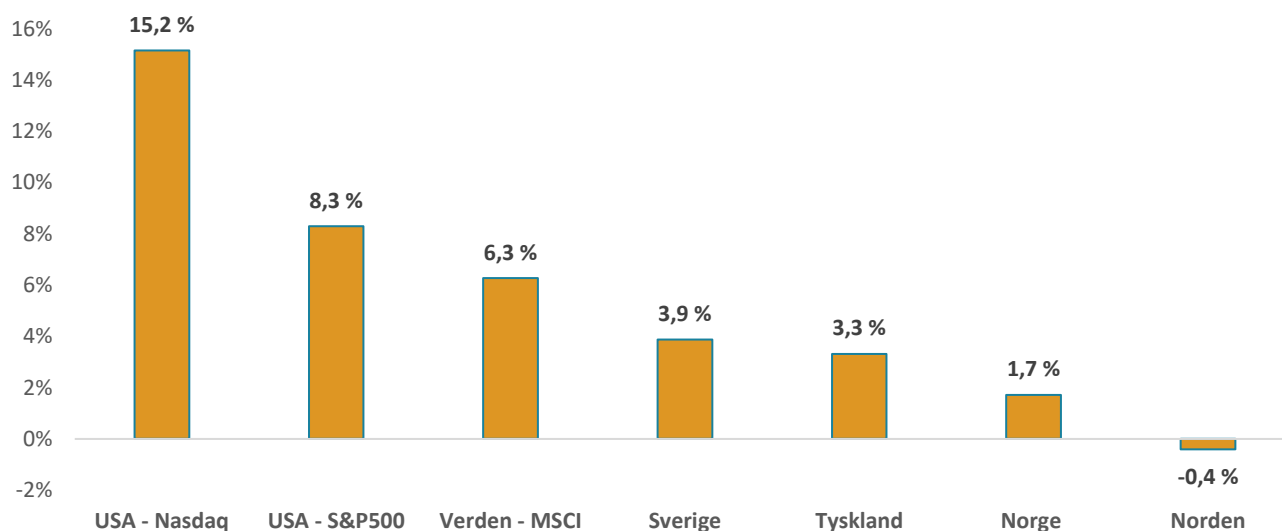
Netto aksjeeksponering	81%
Brutto aksjeeksponering	81%
Andel unoterte	3%

NOMA Fokus porteføljekommentarer

Fra 1. mai er Thomas Raaschou ansvarlig porteføljeforvalter for NOMA Fokus.

Med få unntak fortsatte aksjemarkedene den positive utviklingen i 2. kvartal. Som kommentert i Speakers' Corner over, er utviklingen drevet av et fåtall såkalte megacap-teknologiselskaper, understøttet av fremtidstroen innen kunstig intelligens. Uten oppgangen for disse selskapene, ville markedsavkastningen sett veldig annerledes ut. NOMA Fokus var ned 2,1% i 2. kvartal hovedsakelig drevet av negativ avkastning i fondets energi- og teknologi selskaper.

Utvikling aksjemarkeder i 2. kvartal 2023



Gjennom kvartalet er fondets netto aksjeeksponering steget fra 72% til 81%. Fondets posisjoner i TGS, Elliptic Labs, Nordic Semiconductor og Wheel.me er økt. Nye selskaper i porteføljen er Frontline, Panoro Energy og Prosafe. Lakseoppdrettselskapet Lerøy er solgt ut.

Utfallsrommet fremover har økt i takt med den smale oppgangen i markedene i første halvår. Det negative makrosentimentet bidrar til at særlig syklisk sensitive selskaper forblir lavt priset, mens euforien innen kunstig intelligens gjør at markedene (indeksene) er mer sårbare for sentimentsendringer.

Selskapskommentarer

Storebrand. Storebrands kursutvikling har historisk hatt en høy korrelasjon med volatile kapitalmarkeder. Dette vil gradvis endre seg fremover.

Selskapets transformasjon til en mindre kapitalbindende forretningsmodell, i kombinasjon med høy lønnsom vekst innen sparemarkedet, begynner nå å tydeliggjøres. Storebrand nyter godt av høyere renter, som påvirker inntjeningen og solvenskapitalen positivt over tid. Forutsatt en normal makroøkonomisk utvikling, tror vi den nåværende markedsverdien på ca. 39 milliarder vil bli returnert til aksjonærene i form av utbytte og tilbakekjøp av egne aksjer frem til og med 2030.

Storebrand startet tilbakekjøpsprogrammet i fjor med 500 millioner kroner. I år vil selskapet kjøpe tilbake aksjer for 1,5 milliarder kroner. Vi tror markedets forventninger er for konservative for nye tilbakekjøp av aksjer fra og med neste år. Vi legger til grunn at nivået vil økes til 2 – 2,8 mrd. kroner årlig frem til og med 2030. For samme periode antar vi at ca. 40 kr, tilsvarende halvparten av dagens selskapsverdi, vil bli utbetalt akkumulert i utbytter til aksjonærene. Vi har ikke lagt til grunn ytterligere retur av kapital som følge av selskapets mål om å returnere 10 mrd. fra kapitalfrigjøringen innen området for garantert pensjonssparing. I dag binder denne delen av Storebrand mer enn ca. 25 mrd. med en egenkapitalavkastning på ca. 4%. Den «nye» delen av Storebrand har for øyeblikket en egenkapitalavkastning på ca. 45%. Med frigjøring av kapital innen garantert pensjonssparing, vil selskapets egenkapitalavkastning mer enn doble seg fra dagens 7-8%, til over 16% i 2030. Vi forventer at prisingen av Storebrand vil følge etter, og ser det som realistisk med en avkastning frem til 2030 på over 20% årlig for aksjonærene. Hensyntatt risikoen i investeringscaset ser vi på det som veldig attraktivt.

Elliptic Labs. Selskapets kursutvikling har så langt i år vært negativt påvirket av forstyrrelser i forsyningskjedene, store lagerkorreksjoner i verdikjeden, og en negativ etterspørselsutvikling for konsument elektronikk. Disse utfordringene overskygger den underliggende verdiskapingen som finner sted. Selskapet har ved utgangen av 2. kvartal inngått kontrakter med fire av verdens seks største pc-produsenter, hvorav den største, Lenovo, lanserte ca. 17 modeller med Elliptics teknologi mot slutten av 2. kvartal. I tillegg annonserte Elliptic i etterkant av 2. kvartal ytterligere en såkalt «proof-of concept»-avtale med en av de to produsentene som frem til nå ikke har inngått avtale med selskapet. Vi er med andre ord kun i startfasen for ett av Norges mest spennende teknologiselskaper.

Med disse avtalene har sannsynligheten økt for at selskapets teknologi blir de facto standard innen PC markedet. Utrullingen av modeller fra de fire produsentene med etablerte avtaler, vil bidra til at målsetningen om MNOK 500 i løpet av de neste to årene er innen rekkevidde. Etter hvert som kundene lanserer nye versjoner med Elliptics sensorteknologi, tror vi aksjemarkedet gradvis vil prise selskapet på linje med sammenlignbare selskaper, som innebærer en oppside på 2-5x nåværende kurs. Nåværende prising av Elliptic impliserer en sannsynlighet for at Elliptic når sitt mål på rundt 25%-30%, etter vår vurdering.

Frontline. Frontline er et av verdens ledende oljetank selskaper som kontrollerer en flåte på ca. 70 store tankskip. Gjennom selskapets langvarige hovedeier John Fredriksen, har selskapet god tilgang til finansiering av verdiskapende kjøp og salg av skip, og andre selskaper innen samme segmenter. Med Frontlines lave kostnadsbase, og med et flertall av den unge flåten utstyrt med scrubbere, tror vi selskapet har en betydelig inntjeningskraft i det sterke markedet vi forventer de neste par årene.

Den nåværende ordreboken for råoljetankere er på rekordlave nivåer, noe som vil gi en svært begrenset flåtevekst de neste 2-3 årene. Verftskapasiteten er stort sett fylt opp frem til 2026, og for mange andre shipping segmenter er det høy kontraheringsaktivitet for levering i 2027, noe som innebærer et ytterligere press oppover i nybyggprisene. Som regel ødelegges ethvert godt shippingmarked av redernes iver etter å kontrahere flere skip i gode tider. Det skjer neppe med det første for tanksegmentet. Endringer i det globale produksjons- og forbruksmønsteret av råolje og raffinerte produkter bidrar i tillegg til økte gjennomsnitts fraktdistanser for tankskip. Dette vil bidra til at fraktratene vil kunne stige betydelig i årene som kommer.

NOMA Fokus sin inntreden i Frontline mot slutten av 2. kvartal skyldes også at prisingen av selskapet er i den nedre delen av det historiske prisingsintervallet.

NOMA Vekst I

Verdi pr. aksje (estimat): 103,39

NOMA Vekst I er et lukket og tidsbegrenset fond for profesjonelle investorer forvaltet og markedsført av NOMA Capital under konsesjon fra Finanstilsynet, og passer for investorer med en langsiktig investeringshorisont. Fondet har begrenset likviditet for investorene.

Fondet har en long-only investeringsstrategi med en konsentrert portefølje og betydelige frihetsgrader. Fondets fokuserer primært på teknologiselskaper eller selskaper hvor bruken av teknologi skaper konkurransemessig fortrinn, og hvor forutsetningene for kommersiell suksess er etablert. Fondet investerer primært i norske selskaper, men har også adgang til å investere i selskaper med domisil eller hovedkontor i andre OECD land. Fondet kan være investert i inntil 100% unoterte verdipapirer. Fondet ble etablert 9. september 2021.

Netto avkastning til investor *

År	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	Totalt
2021			-0,19%	5,04%	4,84%
2022	9,93%	7,70%	0,29%	-4,79%	13,04%
2023	-20,56%	-2,84%			-22,82%

* Avkastning er basert på summen av innbetalt egenkapital i emisjonene gjennomført 9.9.21 og 31.3.22.

Portefølje

Marketer	24,6%
Elliptic Laboratories	20,9%
Wheel.me	17,8%
ODI Medical	16,2%
Nordic Semiconductor	9,6%
Kontur	8,5%

Aksjellokering

Aksjeeksponering	97%
Andel noterte	31%
Andel unoterte	67%

NOMA Vekst I porteføljekommentarer

NOMA Vekst I oppnådde en avkastning på -2,8% i 2. kvartal. Fondets verdjusterte egenkapital har falt med 8,53% siden oppstart den 9. september 2021. Til sammenligning har den amerikanske teknologiindeksen, Nasdaq-100, steget med 3,3%, og den norske teknologiindeksen, OBX Teknologi, falt med 45,2% siden fondets oppstart.

Fondets avkastning i 2. kvartal skyldes hovedsakelig den negative kursutviklingen i Nordic Semiconductor, som falt med 18% i 2. kvartal. I forbindelse med offentliggjøringen av 1. kvartal, guidet selskapet ned forventningene for 2023 som følge av store lagerkorreksjoner i verdikjeden og en negativ etterspørselsutvikling for konsument elektronikk. Vi tror denne trekkspilleeffekten forsvinner gjennom 2. halvår, og ser selskapets omsetningsvekst tilbake til 25-30% i gjennomsnitt i årene fremover. De positive forventningene skyldes en normalisering av konsum elektronikk etterspørsel, introduksjon av nye trådløse teknologier fra NOD, nye markedsvertikaler og flere høyvolum «design wins» fra store eksisterende og nye kunder.

Sentimentet for unoterte vekstselskaper fortsetter å være veldig negativt. Utviklingen blant de store megacap-teknologiselskapene i USA har ikke påvirket stemningen her i Norge. De fleste av porteføljeselskapene i NOMA Vekst I benytter seg av kunstig intelligens som en konkurransefaktor, uten at det foreløpig gir utslag i økt investorinteresse. Ettersom flere av selskapene i fondet planlegger for ytterligere innhenting av kapital for å støtte opp om vekstskaleringen, vil dette kunne påvirke verdsettelsene i forbindelse med tidspunktet for emisjonene. Det er kjøpers marked for tiden!

Som kommunisert i 1. kvartalsrapporten ble NOMA Vekst I tilnærmet fullinvestert i løpet av 2. kvartal. Fondet har i 2. kvartal økt sin eksponering mot Wheel.me og Elliptic Labs. Fremover vil det kunne gjennomføres interne porteføljetilpasninger avhengig av kursutviklingen i porteføljeselskapene.

Tegningsblankett og informasjon om NOMA Fokus kan lastes ned fra nomacapital.no, eller ved å henvende seg til NOMA Capital på post@nomacapital.no, tr@nomacapital.no eller ogu@nomacapital.no.

Forklaringer:

- (1) OSEBX – Oslo Børs hovedindeks (NOK).
- (2) VINX30 - Nordisk aksjeindeks bestående av de 30 største og mest likvide selskapene (EUR).
- (3) HRFX Equity hedge index - Global alternativ investeringsfondsindeks (USD).
- (4) 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, B-aksjer og NOMA Vekst I AS, B-aksjer ("Fondene"). Fondene er alternative 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, Fondenes risiki, 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 Fondene, 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. Fondsdokumentasjon herunder nøkkelinformasjon, Informasjonsmemorandum, vedtekter, samt års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.nomacapital.no. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.