



VIBRAND | FONDENE

MÅNEDSRAPPORT  
**NOVEMBER**

2024



OSEBX	+1,59%	(i år 11,30%)	VIBRAND ABSOLUTT	-0,02%	(i år +14,73%)
OSEFX	+1,42%	(i år +13,58%)	VIBRAND NORDEN	-0,29%	(i år +16,97%)
S&P 500	+5,73%	(i år +26,47%)	VIBRAND KREDITT	+0,77%	(i år +8,61%)
VINX	-2,77%	(i år +9,30%)	VIBRAND BÆREKRAFT	-1,24%	(i år +9,72%)
DAX	+2,88%	(i år +17,16%)			

## Litt om markedet

Markedet har i måneden blitt påvirket av Trump sin valgseier. Vi så en umiddelbar optimisme i markedet i etterkant av valget, drevet av forventninger til lavere bedriftsbeskatning og mindre regulering, som er positivt for aksjemarkedet. Dette dabbet litt av etter hvert som markedet begynte å fokusere på de negative konsekvensene av tariffen, samt Trumps regjeringsutnevnelser som må sies å være noe blandet drops.

Av de meste fremtredende utnevnelserne med størst mulig påvirkningskraft for nordiske og europeiske selskaper trekker vi frem finansminister Scott Bessent og helse og sosial minister Robert F. Kennedy Jr. Bessent (Hedge fund manager) blir tolket positivt av markedet fordi han antas å være en modererende stemme med bred finansiell kunnskap. Selv om vi fortsatt forventer tariffen mot flere handelspartnere, vil Bessent trolig legge vekt på de negative langsiktige konsekvensene i større grad enn alternativene.

Robert F. Kennedy Jr. er et kontroversielt valg av flere årsaker, blant annet fordi han har vært en høylytt motstander av vaksiner. Han har likevel moderert seg i seneste tid, hvor han vektlegger det han kaller informasjonsbaserte beslutninger. Utnevnelsen kan bli problematisk for helsesektoren i USA, og det er definitivt en sannsynlighet for at den nye administrasjonen reverserer tiltakene som Biden administrasjonen har iverksatt/startet, inkludert det siste forslaget som øker dekningen av dyre fedmemedisiner for personer på Medicare og Medicaid (negativt for Novo Nordisk).

I løpet av måneden har vi fått nøkkeltall som peker i riktig retning. BNP veksten i USA er fortsatt sterk (+2.8% i Q3), mens kjerneinflasjonen (Core PCE) ikke stiger nevneverdig (2.8% i oktober). Signalene er noe mer blandet i Europa, hvor foreløpig BNP vekst indikerer en økning fra +0.2% til +0.4%. Nøkkeltallene fra de største økonomiene i Euro-sonen har derimot ikke snudd til det positive, så vi forventer flere og raskere kutt, sammenlignet med USA.

Konflikten i Midtøsten er foreløpig stoppet basert på en nokså skjør våpenhvile. Det er fortsatt usikkert hvor lenge denne varer, og om partene opprettholder sin del av avtalen.

Krigen i Ukraina eskaleres fortsatt, nå lengre innover på russiske grenser med mer avanserte våpen. Russland's fremgang i Ukraina har blitt møtt med økende offensiver fra Ukraina på russiske landområder. Det kan se ut til at vesten (med USA i spissen) har tillatt en Ukrainsk eskalering for å sørge for at forhandlingskortet styrkes (også et svar på Nordkoreansk utrulling). Etter hvert som krigen kommer nærmere på den russiske befolkningen og økonomien stadig svekkes, ser vi større sannsynlighet for en forhandlet slutt. Den politiske usikkerheten i Tyskland og Frankrike, hvor sittende regjeringer sliter med lavere oppslutning, gjør det enda mer viktig at en avtale fremforhandles så fort som mulig.

En mulig avslutning på krigen i Ukraina vil være veldig positivt for europeiske aksjer, som sårt trenger en ny vekstmotiv. Vi har identifisert en rekke nordiske selskaper som kan spille en sentral rolle i gjenoppbyggingen (P.S. overvekten av selskaper er tyske og franske).

Aksjemarkedet i USA har i hele perioden handlet oppover på de overnevnte faktorene, mens det kinesiske markedet har handlet nedover. Aksjemarkedet i Europa har hatt en mer blandet utvikling og har faktisk steget, men ser vi på fallet i forkant av valget i USA så er utviklingen flat til nedadgående. I Norden har markedet falt bortsett fra i Norge hvor børsen har steget på høyere gasspriser, som har ført til en høyere prising av aksjer som Equinor.







## Markedssyn

Vi er fortsatt positive til aksjer og obligasjoner. Vi er mer positive til aksjer enn tidligere fordi vi tror at veksten gradvis vil styrkes i løpet 2025. Veksten kan bli negativt påvirket av toll og avgifter fra USA, som igjen kan utløse avgifter mellom alle de store regionene. Vi tror ikke avgiftene blir like store som annonsert, fordi historikken med Trump er at han inngår individuelle avtaler som ender i en enighet. Disse avtalene kan også øke veksten fordi de ofte ender i en hestehandel hvor man blir enige om å øke handelen med hverandre slik som sist, hvor Kina forpliktet seg til å kjøpe jordbruksprodukter av USA.

Inn mot slutten av året forventer vi ytterligere rentekutt i Europa og USA. Videre forventer vi også rentekutt i løpet av første kvartal. I Sverige (som leder an rentekuttene i Europa) og Europa forventer vi at rentenivået vil bli halvert fra toppen i løpet av 1kv, hvor de korte rentene da vil ligge rundt 2%. Vi tror også at USA vil følge etter slik at styringsrenten faller ned til 4%. Vi tror rentenivået kan falle videre i 2kv av den enkle grunn, at inflasjonen fortsetter å holde seg lavt eller kanskje fortsetter å falle.

I USA, ser vi at majoriteten av dagens inflasjon ligger i service leddet og boligsektoren. Det er to målinger som viser momentet innen service, PMI og ISM. Begge målingene viser fortsatt høy aktivitet, men momentet er avtagende. Når det kommer til boliginflasjonen, mener vi det bare er et spørsmål om tid før denne faller. Kort fortalt, måles boliginflasjon i USA gjennom en teoretisk boligkostnad. For leietakere benyttes leiepris (faktisk), mens for boligeiere ser man på hvor mye det ville kostet å leie tilsvarende bolig (teoretisk). Denne metodikken fører til lange etterslep. Leieprisveksten (indeks) for nye leietakere toppet seg i Q2 2022 (12.9%), mens boliginflasjonen toppet seg ca. 1 år senere. Samme indeks har vist kraftig nedgang i prisveksten siden toppen, og i Q1 2024 var den kun 0.4%. Selv om etterslepene kan vise seg å bli lengre enn 1 år, er det derfor nærliggende å tro at boliginflasjonen vil fortsette nedover i 2025, basert på våre analyser. Gitt at boliginflasjonen vokter nesten 40% i inflasjonsindeksen, kan vi dermed se lavere inflasjon i 2025.

I resten av verden vil prisen på service falle på grunn av at etterspørselen har nådd en topp. De nylig publiserte PMI-ene for Euro-sonen viser en nedgang siden indeksene toppet seg i april, hvor siste måling kun viste 49,5. Målinger under 50 indikerer avtagende vekst. Disse to inflasjonskomponentene (service og

bolig) er historisk en residual av økt inflasjon tilknyttet varer (som denne gangen gikk opp på grunn av Covid). Nå ser dette bildet helt annerledes ut og det er nå bygd opp en overkapasitet innen varer. Dette kan vi se tydelig innen produksjon av elbiler, bygg og anlegg og i industrien generelt. Overkapasiteten vil bidra til å senke inflasjonen, slik at land med svakere økonomisk utvikling, med rette, kan redusere rentenivået, uten å være redd for importert inflasjon. I denne perioden vil det bli noen nedskaleringer i industrien, slik som vi allerede ser i Tyskland. På kort sikt kan USA se ut som en vinner, men på lang sikt kan andre land som EU, Kina og de andre BRICS landene komme bedre ut.

Global vekst vil antagelig fortsette å utvikle seg negativt inn mot slutten av året og inn i første kvartal. EU og Kina vil fortsette å påvirke veksten negativt. I USA går økonomien fortsatt sterkt, og det er lite som tyder på at dette vil stoppe på kort sikt, hjulpet av skattelette for bedrifter og private individer. Sterkere dollar bidrar også til lavere inflasjon, alt annet like, men tariffen vil motvirke deler av dette (hvis de forblir over tid). Vi tror vi kommer til å se høyere inntjening generelt, spesielt blant «rendyrkede» amerikanske selskaper som kan dra nytte av høyere nasjonal etterspørsel og fortsatt «lave» kostnader. De fleste selskaper vil derimot oppleve økte kostnader for importerte innsatsvarer og kan samtidig være utsatt for gjengjeldelsestiltak fra handelspartnere. Hvis tariffen blir brukt som et forhandlingskort, noe vi tror, mener vi de positive effektene vil overveie de negative i forhold til vekst.

I løpet av andre kvartal forventer vi at veksten gradvis tar seg opp. I denne perioden vil global vekst få drahjelp av et lavere rentenivå, økt stimulering i Kina og skattelette i USA. Skulle vi få en løsning på konflikten i Ukraina vil veksten øke ytterligere, spesielt i Europa, som vil spille en sentral rolle i gjenoppbyggingen.

Skattelette og dereguleringer i USA, kan fort bli et tema i Europa ettersom amerikanske bedriftene vil få et komparativt fortrinn som gjør at de øker resultatene i forhold til handelspartnere. Det er da nærliggende å tro at vi i ettertid kan se lavere bedrift og personbeskatning i Europa.





## Markedssyn

Europa står ovenfor større utfordringer, «ledet» av Tyskland og nå Frankrike. Veksttakten ligger og vipper rundt nullpunktet, og derfor tror vi som beskrevet ovenfor at renten i Europa vil falle til 2% i løpet av 2 kv neste år. I andre halvdel av 2025 tror vi veksten i EU snur og at marginal veksten i Europa kan bli høyere enn i USA. Den største driveren for vekst er etter vår oppfatning rente nivået. De fleste økonomiene i Europa har en høyere andel flytende lån (med unntak av Frankrike), noe som betyr at rentekuttene i større grad vil slå ut i privatøkonomien til folk.

Swedbank sine senior økonomer har publisert en analyse som prøver å identifisere når husholdningers konsum øker basert på data fra 1994 til 2020 (Sverige). I stedet for å se på disponibel inntekt, har de konstruert det de kaller husholdningenes kontantinntekt, som i større grad representerer husstandens kontantstrømmer. I prognosegrunnlaget benytter de også Konkjunkturinstituttets månedsbarometer, hvor husholdningens syn på kjøp av varige goder de neste 12 månedene kommer frem.

Resultatet viser at husholdningenes konsum kan vokse med 2,4% i Q3, målt Y/Y (ca. 0% i Q2), før den topper seg på 3% vekst i 2025 som holdes ut året. Backtesting viser at husholdningenes kontantinntekt har betydelig høyere korrelasjon med faktiske utfall, sammenlignet med disponibel inntekt. Hvis det viser seg at Swedbank har rett, ser det ut til at svenskene er på vei mot en myk landing. Det er også nærliggende å tro at andre europeiske land, med lignende utgiftsposter, vil se samme utvikling. Ettersom svenskene har noe høyere andel fastrente og leieandel, kan de positive effektene bli større andre steder (f.eks. Norge når renten kommer ned).

Risikoen for at dette scenarioet ikke inntreffer er at fremtidig toll fra USA på ulike handelspartnere fører til en regional handelskrig som svekker veksten, samtidig som inflasjonen stiger. Da får vi stagflasjon som ikke gagnar noen.

Markedssynet vi trakk frem i forrige rapport står fortsatt. For 2025 tror vi at man skal eie selskaper som enten har amerikansk produksjon, har en unik posisjon i USA, eller ikke er eksponert mot USA i det hele tatt. Selskaper i sektorer som industri og materialer, har ofte amerikanske produksjonsfasiliteter, noe som til en viss grad skjermer de for tariffen. På den andre siden er de veldig eksponert mot europeisk økonomi, som i utgangspunktet sliter mer, før vi introduserer mulige tariffen. Vi er derfor selektive innenfor disse to sektorene, hvor attraktive inngangsnivåer veier tungt.

Av selskaper som ikke har en vesentlig eksponering mot USA, finner vi flere selskaper innen en rekke sektorer. De mest interessante, mener vi befinner seg i small-cap segmentet. På grunn av fortsatt høye styringsrenter, har dette segmentet blitt hengende etter. Årsakene er flerfoldig, men mindre solide balanser, høyere gjeldsnivå, lavere pricing power og en generell flee-to-safety er noen av fellestrekkene.

Mye av dette er nå i endring, hvor vi ser at flere aktører har hentet egenkapital, refinansiert gjeld, gjennomført kostnadsbesparelserprogrammer og/eller fullført CapEx program. I tillegg til dette, ser det ut til at flere sektorer har kommet seg igjennom bunnpunktet, hvor etterspørselen har startet å ta seg opp igjen. Dette gir etter vår mening, svært attraktive inngangsnivåer. Underleverandører til bolig er en av disse sektorene. Selskaper som Fasadgruppen, Nobia, Inwido og til dels Nibe, ser relativt rimelige ut basert på det vi mener en konservative estimerer. Kommer syklusen tilbake med lavere renter, kan selskapene gå betydelig mer enn det vi legger til grunn i vårt base-case.

Videre ser vi på andre small-cap selskaper som vil dra nytte av høyere vekst, og/eller se en reprising ved lavere diskonteringsrente (dvs. US 10yr). Vi tror selskaper som Norva24, Storskogen, Sats, Hexagon Composites, Navamedic, Cadeler, Storytel, Securitas og Hexagon Purus vil oppnå høyere verdsettelse hvis vårt scenario utspiller seg.

Vi har også identifisert en rekke selskaper som vi tror vil kapitalisere på en fredsavtale mellom Ukraina og Russland. Noen av de nordiske aktørene vi har identifisert er blant annet Volvo AB, Alfa Lavel, ABB, Rockwool, Nokia/Ericsson, Konecranes, Wärtsilä og YIT.

Vi vil opprettholde en defensive profil i porteføljene ut året og inn i Q1. Når vi ser tegn til at scenarioene vi beskriver ovenfor inntreffer, vil vi gradvis endre porteføljene ved å investere en større andel mot selskaper som tar fordel av høyere global vekst, lavere renter og gjenoppbyggingsprosessen.





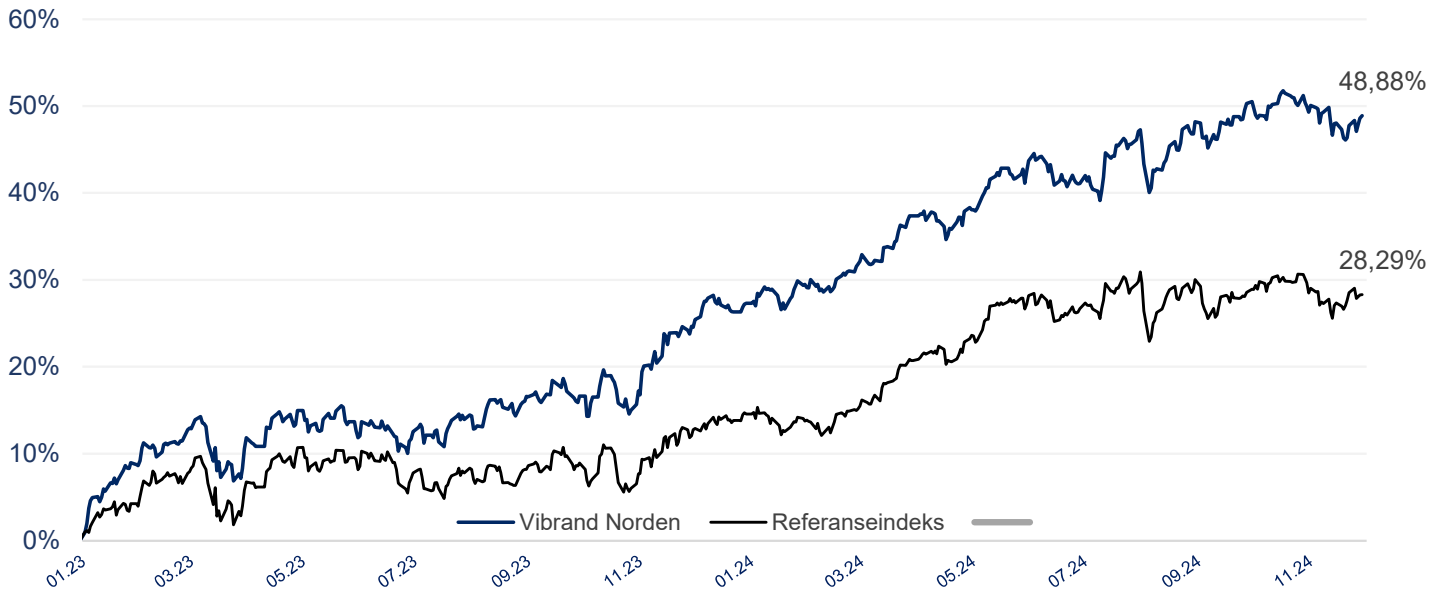
## Makro nøkkeltall

<p><b>KPI November (Oktober):</b></p> <p>EMU: 2.3% YoY (+2.00%)</p> <p>USA: N/A YoY (+2.60%)</p> <p>Norway: N/A YoY (+2.60%)</p> <p>China: 0.20% YoY (+0.30%)</p> <p><b>PMI Manufacturing November (Oktober):</b></p> <p>EMU: 45.20 (46.00)</p> <p>USA: 49.70 (48.50)</p> <p>Norway: 50.70 (52.00)</p> <p>China: 51.50 (50.30)</p>	<p><b>PMI Service November (Oktober):</b></p> <p>EMU: 49.50 (51.60)</p> <p>USA: 56.10 (55.00)</p> <p>China: 51.50 (52.00)</p> <p><b>Retail Sales Oktober (September):</b></p> <p>EMU: -0.50% m/m (+0.50%)</p> <p>USA: +0.40% m/m (+0.80%)</p> <p>Norway: +0.20% m/m (-0.30%)</p> <p>China: +0.41% m/m (+0.56%)</p>	<p><b>GDP Growth Q3 (Q2):</b></p> <p>EMU: +0.40% Y/Y (+0.20%)</p> <p>USA: +2.80% Y/Y (+3.00%)</p> <p>China: +0.90% Y/Y (+0.70%)</p> <p>Norway: N/A Y/Y (+1.40%)</p> <p><b>Rate Policy November (topp):</b></p> <p>ECB: 3.40% (4.50%)</p> <p>USA: 4.75% (5.50%)</p> <p>China: 3.10% (3.85%)</p> <p>Norway: 4.50% (4.50%)</p>
--	--	---





## Vibrand Norden



### Topp 10 aksjeposisjoner

ORKLA ASA	6,0 %
STOREBRAND ASA	5,2 %
DNB Bank ASA	4,8 %
TELIA COMPANY AB	4,1 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	3,9 %
ERICSSON AB	3,8 %
TELENOR ASA	3,8 %
PANDOX AB	2,8 %
DANSKE BANK	2,6 %
NOVO NORDISK A/S	2,5 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>57,6 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>97,0 %</b>
<b>Konter</b>	<b>3,0 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Norden

Porteføljen har hatt en negativ utvikling i måneden med en nedgang på -0,29%. Referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte ned -0,15%.

### Endringer i porteføljen

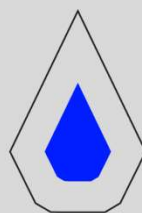
Vi har kjøpt oss opp i Equinor, Novo Nordisk, Sats, Yara, Lerøy, NKT, Subsea 7, Nobia og Hexagon Purus.

Vi har redusert i DFDS, Xplora, Skistar og vi har solgt Pexip.

Vi har kjøpt og solgt AKSO.

### Vibrand Norden vinner internasjonal pris!

Fondet er kåret til det beste Nordiske fondet over 3 år av Lipper Fund Awards



## LSEG Lipper Fund Awards

2024 Winner  
Nordics





## Vibrand Bærekraft (Art. 8)



### Topp 10 aksjeposisjoner

ORKLA ASA	5,9 %
STOREBRAND ASA	5,9 %
INWIDO AB	5,4 %
VOLVO AB	5,3 %
TELENOR ASA	4,4 %
AKER ASA	4,4 %
DNB Bank ASA	4,2 %
DUNI AB	4,1 %
PANDORA APS	3,3 %
SSAB AB	3,1 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>52,0 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>98,0 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>2,0 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en negativ utvikling i måneden på -1,24%. Dette skyldes hovedsakelig den umiddelbare utviklingen vi så i etterkant av det amerikanske valget, hvor flere fornybarselskaper falt kraftig.

### Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss opp i Bakkafrost, Equinor, Novo Nordisk, Munters, Lerøy, Norva24, Subsea 7, Cadeler og Hexagon Purus.

Vi har redusert i DFDS og Skistar.

Vi har kjøpt og solgt AKSO.

Vi har solgt oss ut av Nibe, Edda Wind og Sparebank 1 Østlandet.

### Forvalters Hjørne:

I løpet av måneden har vi byttet ut Edda Wind til fordel for Cadeler.

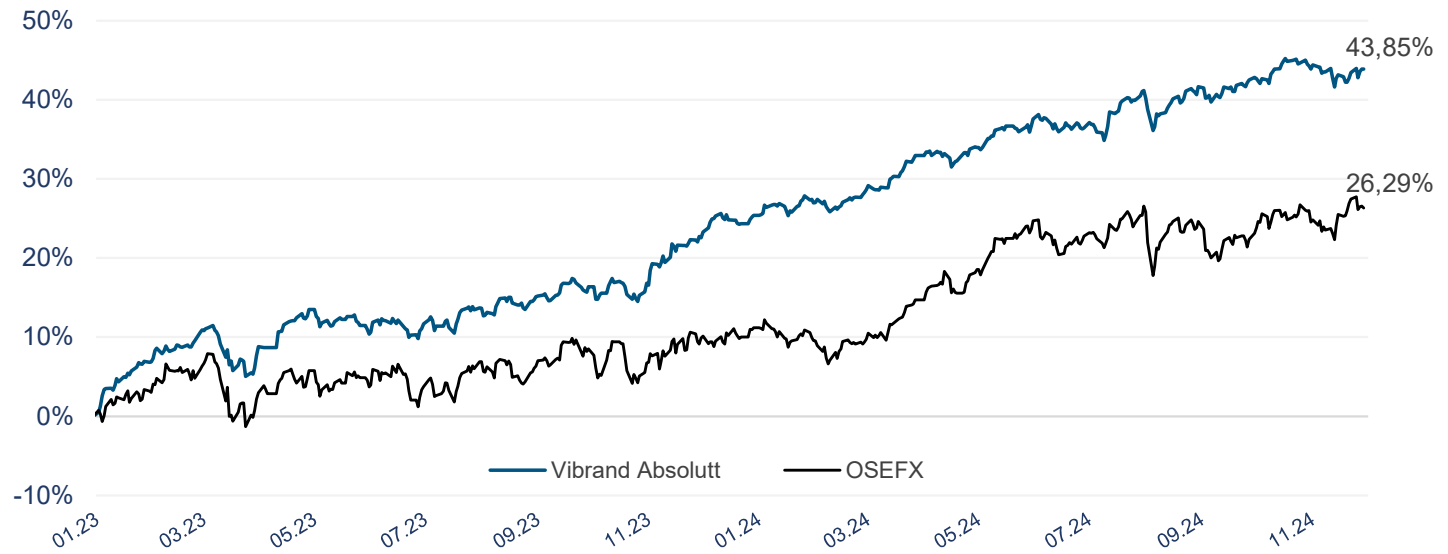
Cadeler er markedslederen for installasjon av havvind. Selskaper sitter på den mest attraktive flåten av spesiallagde skip som er egnet for frakt og installasjon av vindturbiner. Få aktører har beveget seg inn i dette spacet (i motsetning til f.eks. service, dvs. Edda Wind), noe som betyr at vi ser en knapphet i markedet, flere år fremover. Som en konsekvens, har ratene gått nærmere 5x de siste årene. De siste skipene blir levert over de neste årene, noe som gjør multipler mest relevant i perioden 2026 – 2028 (veldig god visibilitet). Vi ser en FCF yield på henholdsvis 6%, 16% og 41% i 26/27/28, med en P/E som går fra 5.3x – 3.1x. I 2026 ser vi en P/E på 5x med 76% backlog coverage, noe vi mener er alt for billig.

Vi har bare startet med en mindre posisjon, som vi forventer å øke når vi ser flere attraktive innganger. Justerer vi NAV for backlog, får vi en NAV/share på NOK84, som stiger til nærmere NOK100 når vi ser på 2025. Med et kursmål på NOK100, handler selskapet fortsatt med en FCF yield på 12% i 2027.





Vibrand Absolutt



**Topp 3 obligasjonsposisjoner**

DNB Bank ASA	1,5 %
Sparebank 1 Nord-Norge	1,2 %
SPAREBANK 1 SMN	1,1 %
<b>Totalt obligasjoner</b>	<b>15,3 %</b>

**Topp 10 aksjeposisjoner**

ORKLA ASA	5,9 %
STOREBRAND ASA	5,3 %
DNB Bank ASA	5,3 %
TELENOR ASA	4,8 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	3,7 %
TELIA COMPANY AB	3,6 %
AKER BP ASA	3,0 %
MOWI ASA	2,8 %
DANSKE BANK	2,7 %
SCATEC ASA	2,5 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>41,5 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>81,0 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>3,8 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

**Vibrand Absolutt**

Porteføljen har hatt en negativ utvikling i måneden med en nedgang på -0,02%. Referanseindeksen (OSEFX) endte opp +1,42%.

**Endringer i porteføljen**

Vi har kjøpt oss opp i Equinor, Sats, Yara, Lerøy, Subsea 7 og Hufvudstaden.

Vi har redusert i DFDS og Skistar.

Vi har kjøpt og solgt AKSO.

**Obligasjoner**

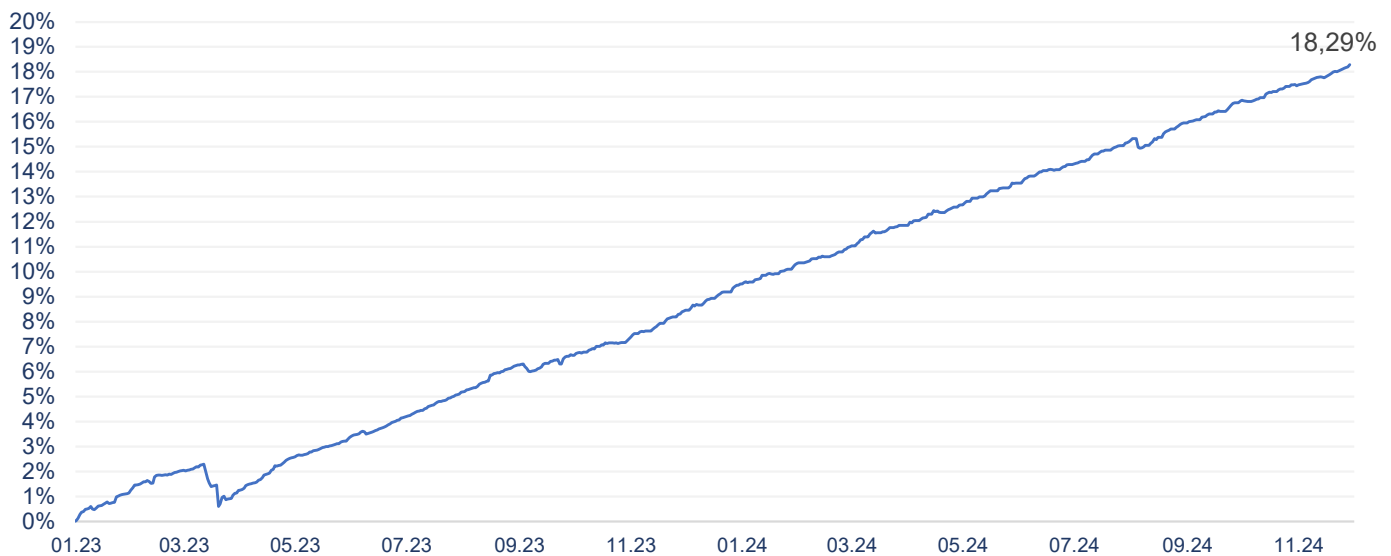
Vi har solgt Axactor og Klaveness Combination.







## Vibrand Kreditt



### Topp 10 obligasjonsposisjoner

KISTEFOS AS	4,69 %
OCEAN YIELD ASA	4,22 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	4,17 %
DNB Bank ASA	4,12 %
Stolt Nielsen Ltd.	3,96 %
COLOR GROUP ASA	3,91 %
SPAREBANK 1 SMN	3,25 %
PROTECTOR FORSIKRING ASA	3,05 %
ODFJELL SE	2,94 %
HAWK INFINITY SOFTWARE AS	2,82 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>60,1 %</b>
<b>Obligasjoner totalt</b>	<b>97,3 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>2,7 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 0,56 % i Oktober. Med dette er fondet opp 7,78 % så langt i år.

Under korona nedstengningen plasserte Color Group et evigvarende obligasjons lån med 12% margin + NIBOR3m og step-up til 17% + etter første call som kommer nå i desember 2024. Ikke overraskende valgte selskapet å erstatte dette lånet med en ny evigvarende obligasjon. Det nye lånet ble tilbudt markedet med en indikert rentemargin og størrelse på hhv. 4,5 - 4,25% og MNOK 400-500. Responen var god og lånebeløpet ble hevet til MNOK 800, mens rentemarginen tatt ned til 4% + Nibor3m. Løpetiden er 3,5 år. Vibrand Kreditt deltok og fikk god tildeling i lånet.

Det er også tegnet en liten posisjon i et lån fra førstegangs utsteder Loch Duart Ltd, et skotsk oppdrettsselskap med virksomhet i Skottland og Canada. Dette er et 4 års lån med rentemargin 6,35%. Lånet ble satt på underkurs 98 og har i ettermarkedet handlet oppimot pari.

Det er ellers gjort mindre justeringer opp i portefølje papirer. Det er ingen salg i perioden.

Yield to maturity er 8,08 % og durasjonen 3,09. Andelen i fastrente er 10,59 % og kontant andelen per månedsskifte og 3,23 % medregnet lån som forfaller i Q4.





**VIBRAND**  
FONDENE

### Postadresse

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

E: [post@vibrandkapital.no](mailto:post@vibrandkapital.no)  
W: [vibrandfondene.no](http://vibrandfondene.no)

### Besøksadresse

Oslo

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

Haugesund

Spannavegen 152  
5535 Haugesund