



VIBRAND | FONDENE

MÅNEDSRAPPORT
MARS
2025



OSEBX	+1,80%	(i år 6,42%)	VIBRAND ABSOLUTT	-1,14%	(i år +5,93%)
OSEFX	+1,31%	(i år +5,97%)	VIBRAND NORDEN	-4,25%	(i år +1,47%)
S&P 500	-5,75%	(i år -4,59%)	VIBRAND KREDITT	+0,40%	(i år +2,07%)
VINX	-8,47%	(i år -0,90%)	VIBRAND BÆREKRAFT	-3,19%	(i år +1,90%)
DAX	-1,72%	(i år +11,32%)			

Litt om markedet

Det har vært en svak måned for aksjemarkedene, preget av økt politisk og økonomisk usikkerhet. Trump sin handelskrig har lagt et teppe på markedet, fordi den bare vil forverre den økonomiske utviklingen og resultere i lavere global vekst.

Resultatesesongen er over, men usikkerheten har bare økt. Selv om flere selskaper og sektorer leverte relativt gode resultater, flagget de også enorm usikkerhet relatert til tariffen. Selv om disponibel inntekt øker de fleste steder, ser vi klare tegn til at konsumentene holder igjen.

Den økonomiske aktiviteten i Europa har startet å ta seg opp, men nivået er fortsatt forholdsvis lavt. Inflasjonen har fortsatt å tendere nedover. I månedstallene ser vi store variasjoner innenfor spesielt mat- og energi priser, men den underliggende trenden ser bra ut. Optimismen har også økt i lys av den tyske regjeringens handlinger, som nå er villig til å bruke (dvs. låne) mye penger til å ruste opp forsvar og infrastruktur.

Vi har fått en rekke datapunkter fra USA, som tegner en relativt blek fremtid. Vi har sett at disponibel inntekt øker mer enn ventet, samtidig som personlig forbruk faller mer enn ventet (faktisk negativ). BNP veksten er klart nedadgående, og Q1 kan fort vise negativt fortegn. Forbrukertillit har falt til det laveste punktet vi har sett på over et tiår, mens inflasjonsforventningene på kort og mellom lang sikt har steget betraktelig. Dette er spesielt urovekkende fordi den underliggende økonomien (per nå) ser relativt sterk ut (dog avtagende). Denne type datapunkter blir ofte sett på som «soft», da de kun gir et (snapshot) inntrykk av økonomiens tilstand akkurat nå. Markedet frykter derimot at disse datapunktene på sikt vil vise seg i CPI, PCE og arbeidsmarkedet, slik historien tilsier. Hvis konsumentene tror/mener at økonomien skal svekke seg, kan de holde igjen på investeringer, som igjen bare vil forsterke den negative trenden.

Denne trenden er også fremtredende hos amerikanske selskaper, hvor blant annet Walmart, Target, Nike og

Costco melder om avventende konsumenter. Større amerikanske industriselskaper melder også om avventende kunder i lys av den svært volatile tariff-situasjonen.

«Liberation Day» er forbi, og vi har fått en rekke nye tollsatser. Markedet forventet universal-toll på 10%, men gjengjeldelsestollene mot viktige handelspartnere var mye høyere enn ventet. De som kan få størst betydning er Kina med 34% (*54% totalt), EU 20%, Vietnam 46%, Taiwan 32%, Japan 24% og India 26%. En annen overraskelse var bortfallet av særuntak, da tilnærmet ingen næring eller sektor er skånet. Dette vil ramme tilnærmet alt av elektronisk utstyr, enten det er ferdigvarer fra Kina og Vietnam, eller essensielle innsatsfaktorer som halvledere (Taiwan). Det vil også ramme maskiner, transportutstyr og kjemikalier (EU), samt tekstiler (India & Vietnam) og biler fra Japan.

Vårt inntrykk av pressekonferansen og påfølgende uttalelser fra administrasjonen i etterkant, indikerer en vilje til forhandlinger. Dette gjenspeiles også i listen av berørte land, hvor spesielt fraværet av Mexico og Canada gir positive signaleffekter (her har forhandlinger allerede startet). Vi tror derfor vi vil se hestehandler over de neste dagene og ukene.

Den forenklede metoden administrasjonen har benyttet til å sette tariffen vil også gi motparten et bedre forhandlingsutgangspunkt, i våre øyne. Handelsoverskuddet til landet som en prosent av total eksport, delt på 2, hensyntar kun varer og ikke tjenester, som for øvrig er en stor del av USA totale eksport, og motpartens import. I de fleste tilfeller, kan man dermed argumentere for at gjengjeldelses tollsatser er for høye, hvis målsetningen er «fair trade».

Veldig mye hviler på hvordan de ulike landene velger å respondere; pisk eller gulrot? En tradisjonell handelskrig vil være worst-case, med «tit-for-tat» tariffen til begge parter står i knestående. Den smarteste tilnærmingen, mener vi er å svare på økte tariffen ved å redusere egne tariffen.





Markedssyn

Vi har fortsatt å redusere aksjeeksponeringen i fondene våre. Vi har tatt ned aksjeeksponeringen med ca. 10 prosentpoeng i samtlige fond og sitter nå med en større kontantposisjon.

Over de neste månedene vil fokuset ligge på handelspolitikken. Vi mener dette er den største driveren på kort sikt, i fraværet av kvartalstall og makroøkonomisk data. Hvis Trump og handelspartnere viser forhandlingsvilje kan sentimentet skifte til det positive.

Så hvorfor er vi positive på sikt?

Den underliggende verdensøkonomien er i våre øyne relativt sterk. Renten er nærmest halvert i Europa, og kjerneinflasjonen ligger kun marginalt over ønsket nivå. Aktivitetsnivået som lenge har vært godt under pari, har startet å ta seg opp, med sekvensiell økning de siste kvartalene. Forbrukertilliten er fortsatt sterk, og arbeidsmarkedet holder seg bra i form av lønnsvekst og arbeidsledighet.

Som vi tidligere har nevnt, har vi sett en negativ trend i den amerikanske økonomien. Dette ble synlig i midten av 2024, og forverret seg mot slutten av året. Trumps politikk har forsterket denne trenden, ved at selskaper og konsumenter holder igjen på investeringer i lys av økt usikkerhet. Mye av dette skyldes trolig den vinglete toll-strategien. Planlagte investeringsbeslutninger må åpenbart revurderes i lys av økte tollsatser, som i utgangspunktet er relativt lett hvis prosjektets kostnader øker med f.eks. 10% på et gitt tidspunkt. Dette blir betydelig mer utfordrende hvis tollsatser og tiltredelsestidspunkt justeres kontinuerlig, vel viten om at situasjonen kan se helt annerledes ut om 1 – 2 måneder. Konsekvensen kan bli fullstendig stopp, slik blant annet GDPNow indikerer for Q1 (estimert BNP vekst).

Vi tror de svake datapunktene vi har fått så langt i år vil vise seg i «hard» data fremover. Kortsiktig ser vi litt motvind på inflasjonen, da spesielt energi og matvarepriser har steget, kombinert med kun svakt nedadgående bolig inflasjon (dvs. fortsatt positiv prisvekst). Elendig forbrukertillit og forventninger om høyere inflasjon fremover, vil slå ut i detaljhandel, PMI-er og til slutt også BNP vekst (Q1), som kommer i slutten av måneden.

Vi tror disse nøkkeltallene vil bli så dårlig at de tydeliggjør potensielle veier videre for den

amerikanske økonomien. Klart lavere vekst og vedvarende inflasjonspress som potensielt vil stige ytterligere i lys av tariffen kan føre til at stagflasjonslampene starter å blinke (markedets mareritt). Kort tid etter dette vil resesjonslampene starte å blinke, da det historisk sett har vist seg å være svært vanskelig å løse stagflasjonsproblemet uten en nedgangsperiode. Hvis dette skulle utspille seg vil det legge press på FED, som trolig må senke renten. Vedvarende inflasjonspress kan derimot fortsatt tale imot et mulig rentekutt. Det sagt, vil økte priser og dårlige fremtidsutsikter senke den generelle etterspørselen, noe som vil motvirke deler av tariff-effektene. Oppsummert ser vi relativt stor sannsynlighet for rentekutt i det vi mener er de mest sannsynlige utfallene. Dette vil dra med seg de lange rentene i tillegg.

Offentliggjøring av disse nøkkeltallene sammenfaller med når vi forventer ytterligere informasjon relatert til skatter og avgifter, som enn så lenge har blitt nedprioritert. Skattelette for selskaper og privatpersoner er det viktigste vekst-initiativet administrasjonen har annonsert, og det underbygger vårt markedssyn om høyere vekst i H2.

Handelskrigen vil åpenbart få negative konsekvenser for Europa og resten av verden. Når det er sagt, ser vi også positive vekst-drivere. Disponibel inntekt øker betraktelig, takket være lavere inflasjon og fortsatt god lønnsvekst. Dette lover godt for privat forbruk. Offentlig forbruk vil også øke over de neste årene, primært drevet av forsvar og infrastruktur.

Kina's økonomiske vekst har vært skuffende de siste årene, men det absolutte nivået (ca. 5%) er fortsatt relativt sterk. Mer interessant, er mulige årsaker til at ytterligere vekst har uteblitt. Man skulle kanskje tro at den avdempede innenlandske etterspørselen kommer som en konsekvens av at lommebøkene har krympet. Våre analyser indikerer derimot det motsatte, dvs. disponibel inntekt har økt og blitt plassert på bank-konto. Den lave etterspørselen ser dermed ut til å være et tillitsproblem, fremfor redusert kjøpekraft. Dette er en av hovedgrunnen til at vi er ganske positive til Kina, som relativt «enkelt» kan løse problemet gjennom økte insentiver og bedret forbrukertillit. Ettersom den kinesiske økonomien vipper mellom inflasjon og deflasjon (i.e., negativ inflasjon), har myndighetene anledning til å stimulere for ytterligere vekst.





Markedssyn

Enkelte lesere og andelseiere kan kanskje huske at vi i midten av 2023 kjøpte en bred basket av svenske boligselskaper. Tesen var enkel; inflasjonen hadde nådd toppen og trenden var nedadgående. Markedet startet å spekulere i når vi kunne få de første rentekuttene og yielden i boligsektoren lå rundt 5 – 7% (historisk nærmere 3%). Sektoren ledet børsfesten mot slutten av året på økt optimisme før vi solgte oss ut med ca. 30% avkastning.

Nå ser vi muligheten for samme utvikling. De fleste selskapene har skrevet ned verdien av eiendommene sine (noen opp mot 15%) og flere har refinansiert gjelden på lavere renter (og redusert gjeldsgrad). Presset på kontoreiendommer (dvs. downsizing) har roet seg, samtidig som logistikk, detaljhandel og privatbolig har forbedret seg. Nå kan man igjen kjøpe eiendomssektoren på en yield som ligger rundt 7 – 8%, noe vi mener er veldig attraktivt. Kort fortalt kan man forvente høyere avkastning (yield) på mer konservative eiendomsverdier, noe vi mener er uberettiget, gitt betydelig lavere rente, bedre underliggende lønnsomhet og bortfallet av nedjusterings-risiko. Videre mener vi disse selskapene vil stå bedre i en periode med høyere usikkerhet, da noe lavere kjøpekraft på kort sikt, ikke vil påvirke eiendomsverdier.

Trump har til hensikt å løfte olje- og gassproduksjonen for å sikre energi dominans. Vi tror det blir vanskelig å løfte produksjonen på kort og mellomlang sikt, da USA allerede produserer mer enn noen gang. Deregulering og utlysning av nye områder kan på sikt løfte produksjonen, men dette vil ta tid. Presidenten har også økt presset på Iran, Venezuela og til dels Russland. Dette vil trolig bidra til at oljeprisen holdes oppe, i området USD 70 – USD 80 på kort sikt. Vi tar sikte på å redusere oljeeksponeringen vår i løpet av de neste månedene, etter hvert som produsentene treffer våre kursmål. Vi er mer positive til oljeservice, som handler veldig lavt, gitt selskapenes inntjeningsvekst og gode visibilitet.

I det korte bilde vil vi opprettholde en relativt defensiv portefølje, hvor vi fortsatt er overvekt mat, reiseliv, telekom og bank/finans. Vi har startet å redusere defensive posisjoner som treffer våre kursmål, som DNB, Telia og Orkla. Provenyet fra nedsalg vil i første omgang gå til eiendomssektoren, hvor vi ser tendenser til det vi mener kan være feilprising. Vi søker å bygge opp en eksponering mot eiendomssektoren i overkant av +10%.

Vi har sett store kursutslag i de nordiske indeksene hittil i år. Sverige, som regnes som den mest relevante

børsen for gjenoppbygging av Ukraina, fløy høyt på starten av året med en oppgang på nesten 10% (midten av februar). Etter skuffende fremgang i fredsforhandlingene har den imidlertid falt markant, og er nå ned for året. Danmark, som gjorde det helt greit frem til midten av februar har også falt markant, etter at forholdet til USA har tilspisset seg (betydelig handelspartner og Grønland). Nå er den danske børsen ned hele -13,6%. Nå som sentimentet mot disse børsene kanskje har nådd et bunnpunkt, mener vi de har blitt interessante. Gitt vår relative undervekt mot nettopp disse børsene, har vi nå startet med en mindre posisjon i den danske indeksen. Hvis vi ser tegn til fredsavtale i Ukraina vil vi trolig gjøre det samme mot den svenske børsen, som fort kan få en reprising.

I løpet av kvartalet vil vi se hvor langt Trump faktisk er villig til å gå. Vårt base case bygger fortsatt på forventningen om at svært skuffende makroøkonomisk data for Q1 kan føre til et skifte, hvor toll-forhandlinger blir viktigere (for USAs del). Dette kan føre til hestehandel hvor det underliggende tollnivået faktisk kan gå ned. Dette vil stimulere til økt global vekst som kan bli fremtredende i H2. Når dette inntreffer vil vi vri porteføljen mot selskaper som drar nytte av økt vekst. Vi har allerede identifisert en rekke interessante selskaper, hvor vi også ser stadig mer attraktive innganger.





Makro

KPI Mars (Februar):

EMU: 2.2% YoY (+2.30%)

USA: N/A YoY (+2.80%)

Norway: N/A YoY (+3.60%)

China: N/A YoY (-0.70%)

PMI Manufacturing Mars (Februar):

EMU: 48.60 (47.60)

USA: 50.20 (52.70)

Norway: 50.60 (51.90)

China: 51.20 (50.80)

PMI Service Mars (Februar):

EMU: 51.00 (50.60)

USA: 54.30 (51.00)

China: 51.90 (51.40)

Retail Sales Februar (Januar):

EMU: N/A m/m (-0.30%)

USA: -0.20% m/m (-1.20%)

Norway: -0.10% m/m (+1.10%)

China: 0.35% m/m (+0.19%)

GDP Growth Q1 (Q4):

EMU: N/A Y/Y (+0.00%)

USA: +2.4% Y/Y (+3.10%)

China: +1.6% Y/Y (+1.30%)

Norway: -0.6% Y/Y (-1.6%)

Rate Policy Mars (siste):

ECB: 2.65% (2.90%)

USA: 4.50% (4.50%)

China: 3.10% (3.10%)

Norway: 4.50% (4.50%)





Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

STOREBRAND ASA	6,00 %
YARA INTERNATIONAL ASA	4,43 %
NOVO NORDISK A/S	4,31 %
TELENOR ASA	3,92 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	3,92 %
ERICSSON AB	3,09 %
SCATEC ASA	2,87 %
ORKLA ASA	2,78 %
Subsea 7 S.A.	2,60 %
EQUINOR ASA	2,58 %

Resterende posisjoner 52,7 %

Aksjer totalt 89,2 %

Kontanter 10,8 %

Total portefølje 100,0 %

Vibrand Norden

Fondet hadde en negativ avkastning på -4,25% for måneden. Referanseindeksen falt -3,58%.

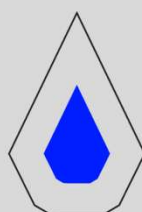
Endringer i porteføljen

Vi har økt i Hafnia, DOF, Autoliv, Subsea 7, NAS, Volvo Car, Pandox, Hexagon Composites, Storebrand, Nokia, Pandora, Yara, Balder, Castellum, Nyfosa, Mowi, Novo Nordisk, Salmar og Bakkafrøst.

Vi har redusert i DNB, Orkla og SSAB. Vi har solgt oss ut av Telia.

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

STOREBRAND ASA	5,72 %
TELENOR ASA	5,61 %
AKER ASA	5,15 %
DUNI AB	5,05 %
INWIDO AB	4,56 %
VOLVO AB	4,29 %
YARA INTERNATIONAL ASA	3,68 %
ORKLA ASA	3,48 %
SCATEC ASA	3,27 %
NOVO NORDISK A/S	3,23 %
Resterende posisjoner	43,3 %
Aksjer totalt	87,4 %
Kontanter	12,7 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Bærekraft

Fondet hadde en negativ avkastning i måneden på -3,19%.

Endringer i porteføljen

Vi har økt i Cadeler, Norva24, Lerøy, Scatec, Autoliv, Hexagon Composites, Storebrand, Envipco, Mowi, Yara og Castellum.

Vi solgte oss helt ut av Norva24, etter at Apax la inn et bud på hele selskapet. Budet tilsvarte vårt 12 måneders kursmål, dvs. ca. 60% premie fra aksjekursen.

Vi har redusert SSAB, Orkla, Inwido og DNB.





Vibrand Absolutt



Topp 5 obligasjoner

DNB Bank ASA	2,27 %
SPAREBANK 1 SMN	1,67 %
KISTEFOS AS	0,89 %
SCATEC ASA	0,88 %
STOREBRAND ASA	0,88 %
Totalt obligasjoner	14,9 %

Topp 10 aksjeposisjoner

STOREBRAND ASA	5,74 %
TELENOR ASA	5,24 %
YARA INTERNATIONAL ASA	4,30 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	3,26 %
AKER BP ASA	3,26 %
MOWI ASA	3,06 %
ORKLA ASA	2,93 %
SCATEC ASA	2,74 %
EQUINOR ASA	2,58 %
ERICSSON AB	2,49 %
Resterende posisjoner	34,7 %
Aksjer totalt	70,3 %
Kontanter	14,9 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Absolutt

Fondet hadde en negativ avkastning på -1,14%. Referanseindeksen steg 1,31%.

Endringer i porteføljen

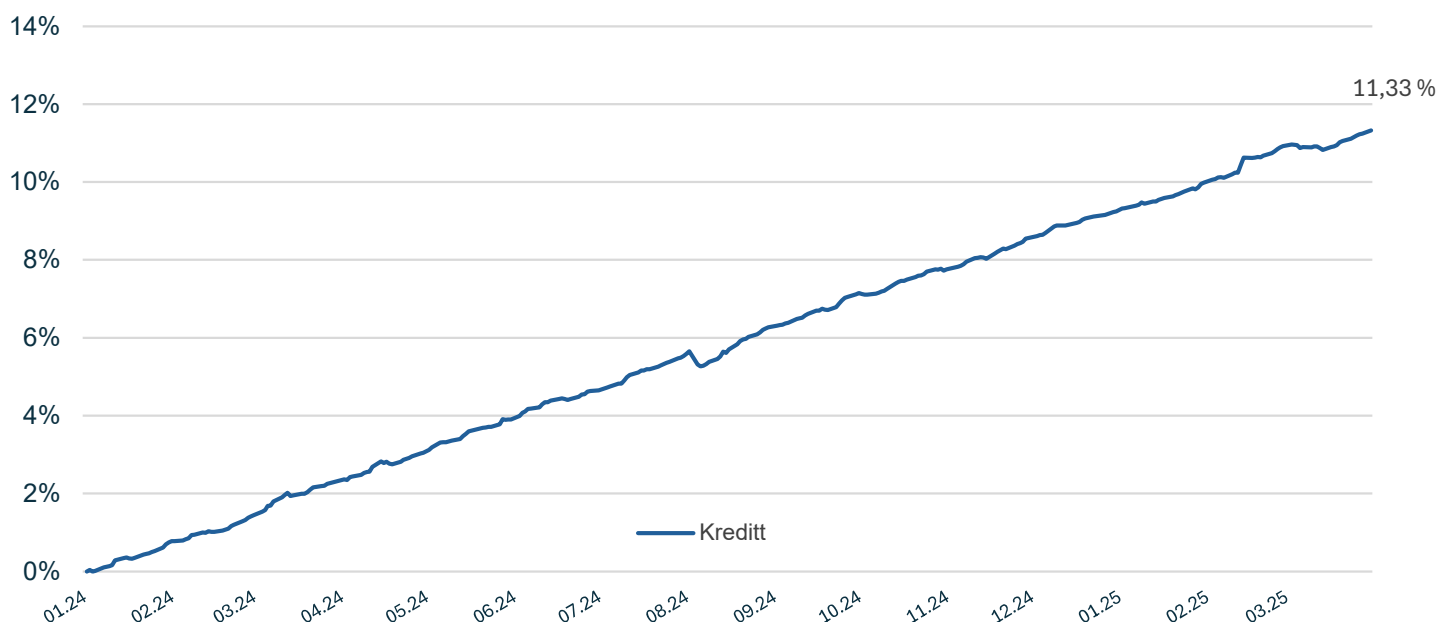
Vi har kjøpt oss opp i Aker, Subsea 7, NAS, Volvo Car, Hexagon Composites, Pandox, Storebrand, Ericsson, Yara, Novo Nordisk, Balder, Castellum, Nyfosa, Hufvudstaden, Mowi, Salmar, Bakkafrøst og Lerøy.

Vi har redusert DNB, Orkla og Storebrand. Vi har solgt oss helt ut av Telia.





Vibrand Kreditt



Topp 10 obligasjoner

DNB Bank ASA	5,16 %
KISTEFOS AS	4,88 %
COLOR GROUP ASA	4,41 %
OCEAN YIELD ASA	4,34 %
SPAREBANK 1 SMN	4,11 %
Stolt Nielsen Ltd.	4,07 %
SCATEC ASA	3,87 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	3,53 %
PROTECTOR FORSIKRING ASA	3,35 %
SPAREBANKEN SØR	3,12 %

Resterende posisjoner	57,6 %
Obligasjoner totalt	98,4 %
Kontanter	1,6 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 0,40 % i mars og 2,07% langt i år.

Mars var en ny måned hvor tilgangen i porteføljen kom fra emisjonsmarkedet. Vi deltok i to nye utstedelser.

- Kistefos gjorde refinansiering av sitt lån med forfall i september 2025. Lånet de tok ut betalte 3mNIBOR + 7% og ble erstattet med et nytt lån til 3mNIBOR + 3,65%. Det ble betalt 1% premie til holdere i det gamle lånet. Svært gode resultatene i porteføljeselskapet Avanzia Bank var hoved årsaken til forbedringen i lånebetingelsene.
- Hospitality Invest gjorden også en tidlig refinansiering og forbedret marginen fra 3mNibor + 7% til 5%. De betalt 0,5% premie til holdere i det utgående lånet.

Vi har solgt noen små poster i sparebanker og forsiktig tatt ned beholdningen i 2026 lånet fra Wallenius Wilhelmsen. Dette er alle papirer med kort tid til forfall og svært tynne spreader.

Yield to maturity er 7,80 % og durasjonen 3,05. Andelen i fastrente er 12,11 %. Kontant andelen per månedsskifte var 1,60%.





VIBRAND
FONDENE

Postadresse

Fornebuveien 84
1366 Lysaker

E: post@vibrandkapital.no
W: vibrandfondene.no

Besøksadresse

Oslo

Fornebuveien 84
1366 Lysaker

Haugesund

Spannavegen 152
5535 Haugesund