VIBRAND | FONDENE



# MÅNEDSRAPPORT
# SEPTEMBER
2025

# Månedsrapport
September

VIBRAND | FONDENE

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| OSEBX | -0,12% | (i år +15,40%) | VIBRAND ABSOLUTT | -0,29% | (i år +14,69%) |
| OSEFX | -0,11% | (i år +17,36%) | VIBRAND NORDEN | -1,02% | (i år +9,44%) |
| S&P 500 | +3,53% | (i år +13,72%) | VIBRAND KREDITT | +0,78% | (i år +6,57%) |
| VINX | -0,10% | (i år +4,10%) | VIBRAND BÆREKRAFT | -1,47% | (i år +7,81%) |
| DAX | -0,09% | (i år +19,95%) | | | |

## Litt om markedet

Det har vært en blandet måned for aksjemarkedene, preget av makroøkonomiske nøkkeltall, økt geopolitisk spenning, rentekutt og usikkerhet rettet mot den underliggende økonomien.

Ser vi mot USA har de fleste økonomiske indikatorer pekt mot en relativ styrke. Detaljhandelen har holdt seg oppe på tross av at stadig flere konsumenter blir mer bekymret for de økonomiske utsiktene. Vi ser også at detaljhandelen innenfor kategorier som inkluderes i BNP beregningen øker enda mer, som kan forklare noe av årsaken til at BNP veksten også overrasket på oppsiden. Kjerneinflasjonen har startet å stige noe som en konsekvens av høyere tollsatser, men vi har kun sett marginale utslag frem til nå. Der vi fortsatt ser betydelige svakhetstegn er arbeidsmarkedet. Etter at de svake tallene for juli ble revidert litt opp (fortsatt under ventet), fikk vi en ny rapport som overrasket på nedsiden, hvor USA kun skapte 22k nye jobber i august. Pågående endringer i arbeidsmarkeds-balansen, dvs. økt deportering og mindre immigrering, vil påvirke antall skapte jobber. Derfor ligger fokuset på arbeidsledigheten, som «kun» har steget fra ca. 4.1% til 4.3%. FED følger denne utviklingen nøye, og vi tror en videre svekkelse mot 4.4% ledighet kan medføre ytterligere kutt fra sentralbanken, på tross av det som (i hvert fall på overflaten) kan virke som en relativt sterk økonomi.

Vekten i Europa har overrasket på oppsiden i H1, samtidig som kjerneinflasjonen har holdt seg marginalt over ønsket nivå (2.3% i august). Den generelle aktiviteten er fortsatt ganske svak, gjenspeilet i manufactoring PMI som falt tilbake under 50-tallet i september. Selv i etterkant av at ECB har halvert styringsrenten, er det få tegn som tyder på at det har vekket bedrifter og konsumenter i den grad man har ønsket. Generelle økonomiske utsikter for verdensøkonomien og tariffer har trolig også spilt sin rolle, men det er tydelig at offentlig forbruk må opp før vi kan se nevneverdig konjunkturoppsving.

Den amerikanske regjeringen er igjen på vei mot en «shutdown». Demokratene ønsker at regjeringen reverserer kuttene i Medicaid / Medicare, påført av «Big, Beautiful Bill», hvor Republikanerne kun ønsker å godkjenne en midlertidig finansieringspakke som holder regjeringen åpen på kort sikt. Gitt den politiske splittelsen i landet er det større sannsynlighet for at denne nedstengingen varer lengre enn tidligere. Foruten de umiddelbare negative konsekvensene ved at en andel av befolkningen midlertidig mister inntekten sin, vil en langvarig nedstenging også påvirke datagrunnlaget sentralbanken benytter til å sette styringsrenten. Lang nedstenging fører til færre publiserte arbeidsmarkeds- og inflasjonsrapporter som igjen fører til at FED i større grad må sette styringsrenten i «blinde». Dette kan også rette fokuset mot alternative nøkkeltall som blir publisert av andre instanser (f.eks. ADP arbeidstall), hvor trenden har vært svak den siste tiden.

## Markedssyn

Vi opprettholder markedssynet vårt fra forrige måned, med en overvekt i aksjer og høyrente obligasjoner.

Markedet ble noe mer positive til fremtidsutsiktene i lys av Q2 rapportsesongen. Ledelsen i selskaper fra en rekke sektorer hintet til en marginal positiv underliggende utvikling som kunne tale for at andre kvartal var et bunnpunkt, og at vi i løpet av Q3 ville se en pivot til vekst. Etter vår mening, taler derimot innkjøpssjefsindekser, forbrukertillit, detaljhandel og arbeidsmarkedet imot dette. Som tidligere nevnt, har vi sett stigende vekst i Europa, men nivået vi kommer fra er fortsatt veldig lavt (null-vekst). Vi ser at forbruket hos konsumentene har økt noe, men sett opp mot rentekuttene er det fortsatt svært begrenset. På den andre siden er effektene av rentekutt betydelige for mange europeere, som ofte har en høyere andel flytende lån. Dette gjør oss optimistiske på mellomlang sikt, da oppsparte midler og kjøpekraft sannsynligvis vil styrkes i tiden fremover.

Selskaper verden over jobber fortsatt på spreng for å mitigere effektene av økte tollsatser. På sikt forventer vi at kostnaden vil spres utover verdikjeden gjennom kostnadsoptimering, effektivitetsforbedringer og høyere utsalgspriser. På kort sikt, er det større sannsynlighet for at enkelte ledd blir taperne. Noen selskaper vil umiddelbart øke prisene mot kundene og dette kan redusere etterspørselen. Andre vil gjør det de kan innad i selskapet før de eventuelt øker prisene noe mindre, da de allerede har klart å mitigere deler av tariffene. Samlet sett, fører det derimot til lavere etterspørsel og/eller lavere driftsmarginer.

Dette leder oss til å tro at vi fortsatt står ovenfor en tøff resultatsesong i andre halvdel av 2025. Som et resultat forblir vi konstruktive til aksjemarkedet samtidig som vi er relativt konservative i posisjoneringen. Vi tror en diversifisert portefølje med overvekt defensive selskaper vil prestere bra ut 2025. Ytterligere svakhetstegn i arbeidsmarkedet (Europa og USA) kan forsterke handlingsrommet til sentralbankene og gi anledning til flere rentekutt. Dette vil trolig øke optimismen i markedet før det slår ut i realøkonomien gjennom høyere aktivitet. Mot årsskifte vil vi få den siste brikken til puslespillet – nærmest en politisk revolusjon i EU, der unionen går fra stram regulering og tilbakeholden pengebruk til økt låneopptak, betydelige investeringer og satsing på konkurransekraft.

Som et resultat av overnevnte vil vi beholde en relativt defensiv portefølje i det kort bilde. Matproduksjon, finans, reiseliv, pharma, telekommunikasjonsutstyr, eiendom og enkelte forbruksvarer burde være relativt skånet for de kortsiktige motvindene, og samtidig dra nytte av lavere renter inn mot slutten av året.

Økt satsning på forsvar, infrastruktur og industri, kombinert med bedrede rammevilkår for bedrifter er ventet å drive europeisk vekst de neste årene. Tyskland, som ofte setter standarden for store deler av Europa, ser ut til å dra den enda lengre, hvor fokuset også rettes direkte mot forbrukerne. Økning av minstelønnen, skattekutt, økt fradrag og kutt i merverdiavgift på servering er bare noen av tiltakene som søker å øke kjøpekraften. Vi anser det som sannsynlig at flere europeiske land vil følge etter Tyskland her.

Vi mener utsiktene til aksjemarkedet fortsatt er sterkt, på tross av motvind fra ulike hold. Sannsynligheten for at vi ser svak makroøkonomisk data i det korte bildet er relativt stor, gitt den marginale vekstkurven vi nå befinner oss i. Det sagt, er det få tegn som tyder på at økonomiene svekkes markant, når Europa beveger seg svakt oppover fra en lav base, mens USA går svakt nedover fra en høy base. Dette kan føre til at rentene kommer ytterligere ned på samme tidspunkt som offentlig og privat forbruk øker av overnevnte faktorer, som vi mener setter opp et konstruktivt aksjemarked for 2026.

Hvis markedssynet vårt inntreffer vil vi starte å vri porteføljene våre mot selskaper som i større grad drar nytte av høyere aktivitet, fremfor utelukkende lavere styringsrenter. Dette inkluderer blant annet en høyere andel mot sykliske selskaper innenfor industri, samt mer vekstorienterte selskaper som vil se høyere verdsettelsesmultipler.

## Resultatsesongen

Etter en blandet Q2 rapportsesong forventer vi at trenden vil fortsette inn i Q3. Vi forventer å se store forskjeller blant ulike bransjer, og generelt sett svakt fra eksportbedrifter, spesielt med eksponering mot USA. Det sagt, finner vi flere selskaper i porteføljene som vi tror vil levere sterkt.

Innenfor konsum venter vi sterke kvartalsrapporter fra Norwegian og hotell-selskapene. Trafikkdata og booking-undersøkelser fra analysebyråer indikerer positiv trend, med høy aktivitet til høye priser.

Innen matproduksjon forventer vi også store avvik mellom ulike selskaper. Til tross for at lakseprisen har tatt seg fint opp i løpet av kvartalet, har gjennomsnittlig prisnivå vært altfor lavt. Av den grunn, forventer vi flere svake selskapsrapporter som vi tror markedet vil være villig til å se igjennom. Laksebestanden vil reduseres kraftig inn mot slutten av året samtidig som lus og rømminger har økt den siste tiden. Dette vil trolig presse prisene oppover inn mot 2026, noe vi tror markedet vil fokusere på.

Gjødselprisene har klart seg veldig bra igjennom kvartalet. India som normalt sett ikke pleier å være i markedet på denne tiden av året har kjøpt betydelig volumer. I tillegg fikk vi høyere risiko-premie i etterkant av at USA angrep Iran (viktig knutepunkt). Derfor forventer vi et kanon-resultat fra Yara, hvor inntjeningen kan komme opp mot historiske høydepunkter.

Også innenfor banksektoren ser vi store forskjeller fremover. I sum ser vi lavere rentemarginer for alle bankene, hvor de norske vil holde seg bedre fordi rentedifferansen mot handelspartnere er hele 2%. Storebrand vil også levere sterkt resultat, støttet av veldig gode kapitalmarkeder. Stormen «Amy» kan derimot senke forsikringsresultat på kort sikt, men det rokker ikke ved caset i våre øyne.

Olje, gass og offshore vil også levere blandet. De store oljeselskapene vil levere noe svakere i Q3 sammenlignet med Q2, på grunn av lavere olje/gass priser og svakere USD. Oljeservice vil trolig levere veldig sterke resultater takket være høyere marginer på nye jobber, spesielt subsea tjenester. Vår favoritt innenfor spacet er fortsatt Subsea 7.

Eiendomsselskapene i porteføljen har kommer litt tilbake på tross av lavere renter. Lavere renter vil løfte resultatene og sannsynligheten for nedrevidering av eiendomsverdier reduseres. Selv om vi mener sektoren nå har blitt undervurdert, må europeiske statsrenter trolig stabiliseres før vi ser en større oppgang.

I løpet av våren økte vi eksponeringen mot pharma på bakgrunn av rabatt mot historiske multipler, vekstutsikter og den defensive karakteristikken. I løpet av de siste månedene og ukene har vi fått veldig godt betalt for dette. Mindre usikkerhet relatert til tariffer og høyere forventninger til kvartalsresultater har i snitt løftet aksjene ca. 20%, og vi mener de har mer å gå på.

Vi har også startet å se tegn til noe som kan ligne en tradisjonell oppgang. Bilsalget i EU har startet å stige igjen (5.7% y/y i august) og vi ser anekdotiske bevis som tyder på at også september blir sterkt. Volvo Car har allerede rapportert marginalt høyere salg i september, og vi ser at bilsalget i UK var opp 13.7% samme måned. Vi forventer at dette vil fortsette fremover, støttet av gode incentiver og billig finansiering.

Boligprisene i Norden og deler av EU har begynt å ta seg oppover, spesielt fremtredende i Danmark, som ser klart best ut. Også detaljomsetningen har startet å vise positive tendenser, dog fra et veldig lavt nivå.

Samlet sett har vi blitt noe mer positive til markedet på kort og mellomlang sikt, noe som gjenspeiles i porteføljene som nå har høyere aksjeeksponering enn ved utgangen av august.

## Makro

**KPI September (August):**

EMU: 2.2% YoY (+2.0%)

USA: N/A YoY (+2.90%)

Norway: N/A YoY (+3.50%)

China: N/A YoY (-0.4%)

**PMI Manufacturing September (August):**

EMU: 49.80 (50.70)

USA: 52.00 (53.00)

Norway: 49.90 (49.60)

China: 51.20 (50.50)

**PMI Service September (August):**

EMU: 51.30 (50.50)

USA: 54.20 (54.50)

China: 52.90 (53.00)

**Retail Sales August (Juli):**

EMU: +0.1% m/m (-0.40%)

USA: +0.60% m/m (+0.60%)

Norway: +0.2% m/m (0.70%)

China: +0.17% m/m (-0.13%)

**GDP Growth Q2 (Q1):**

EMU: +0.1% Y/Y (+0.60%)

USA: +3.8% Y/Y (-0.60%)

China: +1.1% Y/Y (+1.20%)

Norway: +0.8% Y/Y (0.10%)

**Rate Policy September (siste):**

ECB: 2.15% (2.15%)

USA: 4.25% (4.50%)

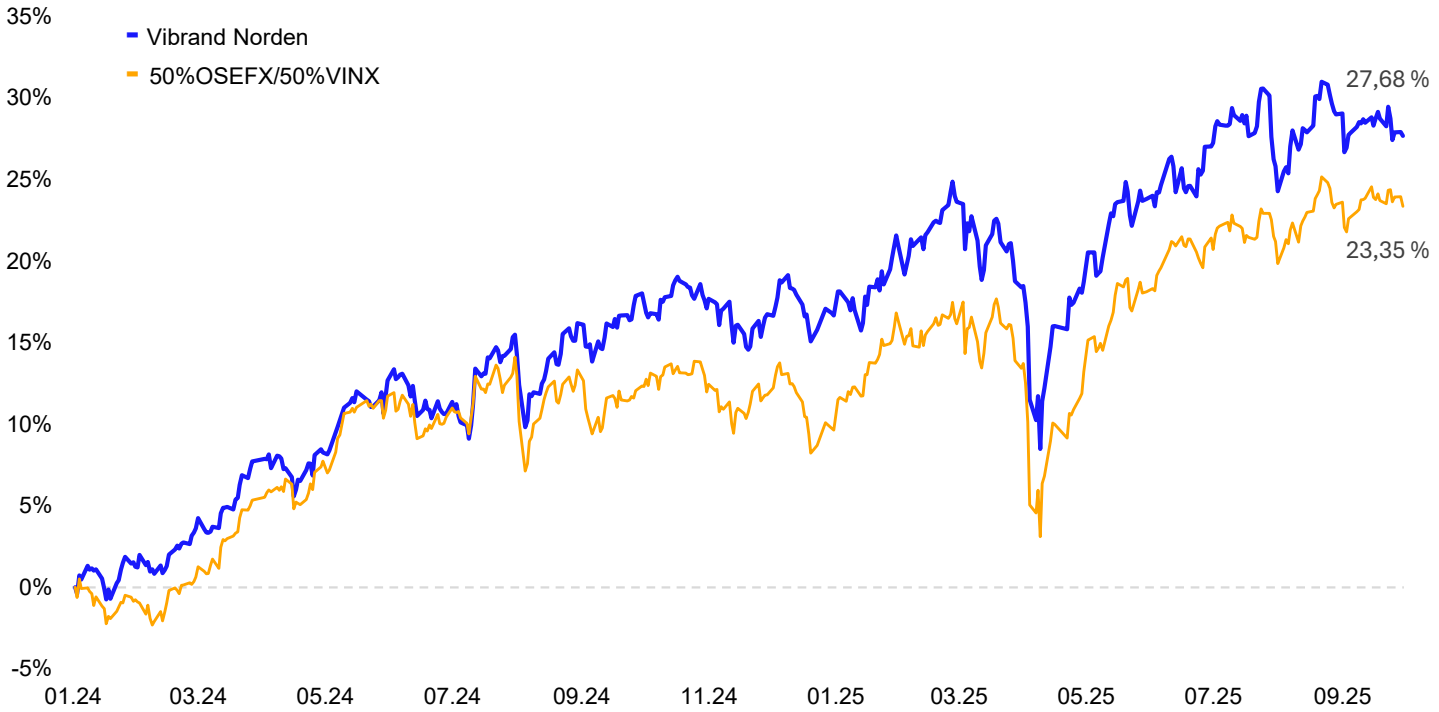
China: 3.0% (3.00%)

Norway: 4.00% (4.25%)

# Månedsrapport
September

VIBRAND | FONDENE

## Vibrand Norden




### Topp 10 aksjeposisjoner

| | |
|---|---|
| STOREBRAND ASA | 6,30 % |
| NOVO NORDISK A/S | 5,95 % |
| INVESTOR AB | 4,96 % |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB | 4,44 % |
| PANDOX AB | 3,63 % |
| SCATEC ASA | 3,59 % |
| NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA | 3,21 % |
| ERICSSON AB | 3,12 % |
| PANDORA APS | 2,80 % |
| Subsea 7 S.A. | 2,48 % |
| **Resterende posisjoner** | **57,7 %** |
| **Aksjer totalt** | **98,1 %** |
| **Kontanter** | **1,9 %** |

### Vibrand Norden
Fondet hadde en negativ avkastning på -1.02% for måneden. Referanseindeksen falt -0.10%.

### Endringer i porteføljen
Vi har kjøpt oss opp i Yara, Fasadgruppen, AstraZeneca, Investor, Stora Enso, Ørsted, NAS, Pandora, Equinor, Kinnevik, Hafnia, Link Mobility, Envipco, Loomis, Securitas, Orkla og Storskogen.

Vi har kjøpt og solgt Salmar, Bakkafrost og Hexagon Composites. Vi har redusert Subsea 7.

Vi har solgt oss ut av DOF og Swedbank.

**Vibrand Norden vinner internasjonal pris igjen!**

**Fondet er kåret til det beste Nordiske fondet over 3 år av Lipper Fund Awards både i 2024 og 2025**

LSEG Lipper Fund Awards
2024 Winner
Nordics

Vibrand Kapitalforvaltning AS Org.nr. 947 489 771
Fornebuveien 84, 1366 Lysaker, tlf. +47 418 87 442
Spannavegen 152, 5535 Haugesund, tlf. +47 413 14 060

# Månedsrapport
September

VIBRAND | FONDENE

## Vibrand Bærekraft (Art. 8)




### Topp 10 aksjeposisjoner

| | |
|---|---|
| NOVO NORDISK A/S | 5,31 % |
| STOREBRAND ASA | 5,05 % |
| DUNI AB | 4,80 % |
| SCATEC ASA | 4,48 % |
| INVESTOR AB | 4,19 % |
| INWIDO AB | 3,91 % |
| VOLVO AB | 3,83 % |
| Link Mobility Group Holdi | 3,00 % |
| Subsea 7 S.A. | 2,88 % |
| PANDOX AB | 2,69 % |
| **Resterende posisjon** | **58,5 %** |
| **Aksjer totalt** | **98,7 %** |
| **Kontanter** | **1,4 %** |

### Vibrand Bærekraft

Fondet hadde en negativ avkastning i måneden på -1,47%.

**Endringer i porteføljen**

Vi har kjøpt oss opp i Yara, Fasadgruppen, AstraZeneca, Ørsted, Novo Nordisk, Equinor, Link Mobility, Kinnevik, Pandora, Hafnia, Munters, Envipco, Loomis og Storskogen.

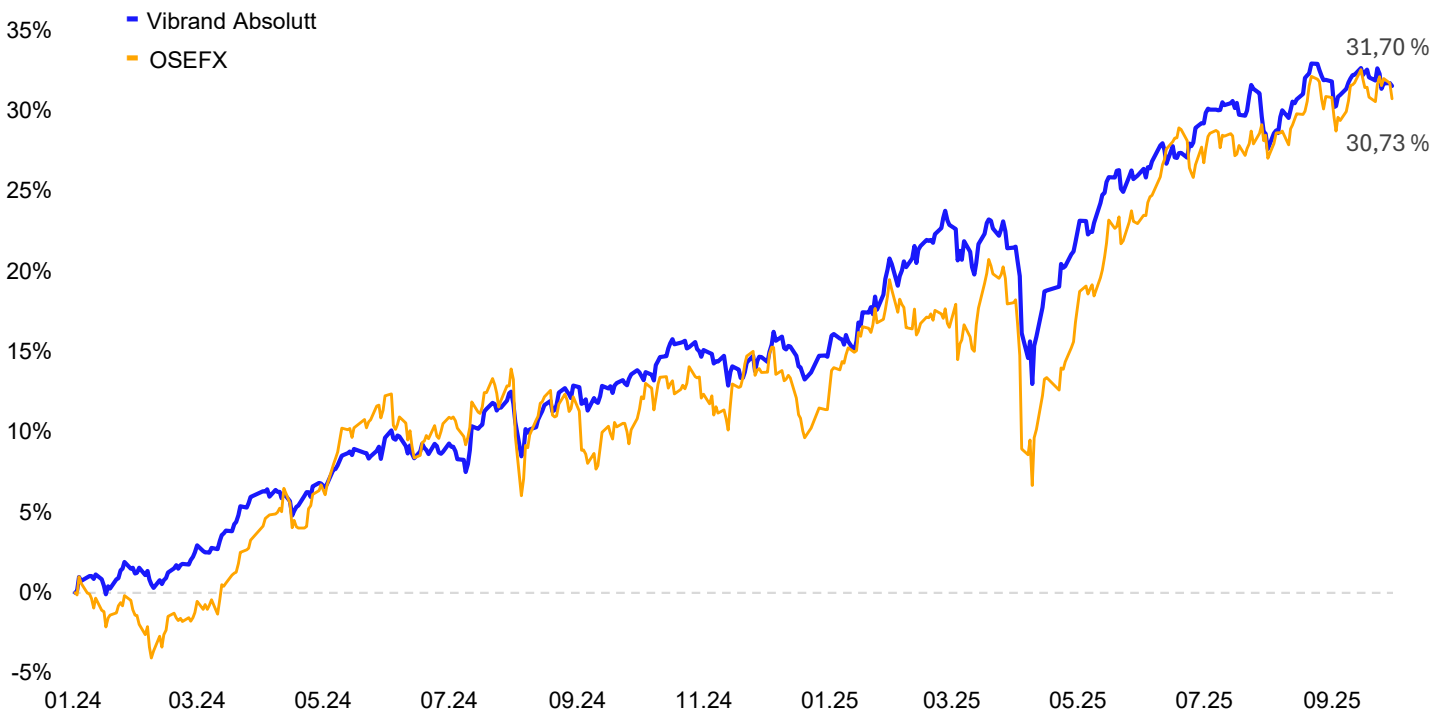
Vi har solgt og kjøpt Hexagon Composites.

Vi har redusert i Subsea 7.

# Månedsrapport
September

VIBRAND | FONDENE

## Vibrand Absolutt




### Topp 5 obligasjoner

| | |
|---|---|
| Nordea Bank Abp | 2,90 % |
| DNB Bank ASA | 2,01 % |
| SPAREBANK 1 SMN | 1,98 % |
| SPAREBANKEN NORGE | 0,82 % |
| SPAREBANK 1 ØSTLANDET | 0,81 % |
| **Andre utstedere** | **19,9 %** |

### Topp 10 aksjeposisjoner

| | |
|---|---|
| STOREBRAND ASA | 5,62 % |
| NOVO NORDISK A/S | 3,75 % |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB | 3,52 % |
| SCATEC ASA | 3,27 % |
| INVESTOR AB | 2,90 % |
| MOWI ASA | 2,84 % |
| PANDOX AB | 2,69 % |
| ORKLA ASA | 2,61 % |
| ERICSSON AB | 2,34 % |
| YARA INTERNATIONAL ASA | 2,27 % |
| **Resterende posisjoner** | **42,0 %** |
| **Aksjer totalt** | **73,8 %** |
| **Kontanter** | **6,3 %** |

### Vibrand Absolutt
Fondet hadde en negativ avkastning på -0,29%. Referanseindeksen falt -0,11%.

### Endringer i aksjeporteføljen
Vi har kjøpt oss opp i Yara, AstraZeneca, Investor, Stora Enso, Ørsted, NAS, Equinor, Duni, Pandora, Novo Nordisk, Hafnia, Orkla, Link Mobility, Securitas, Salmar, Bakkafrost og Storskogen.

Vi har solgt og kjøpt Hexagon Composites. Vi har redusert Subsea 7 og solgt oss ut av DOF.

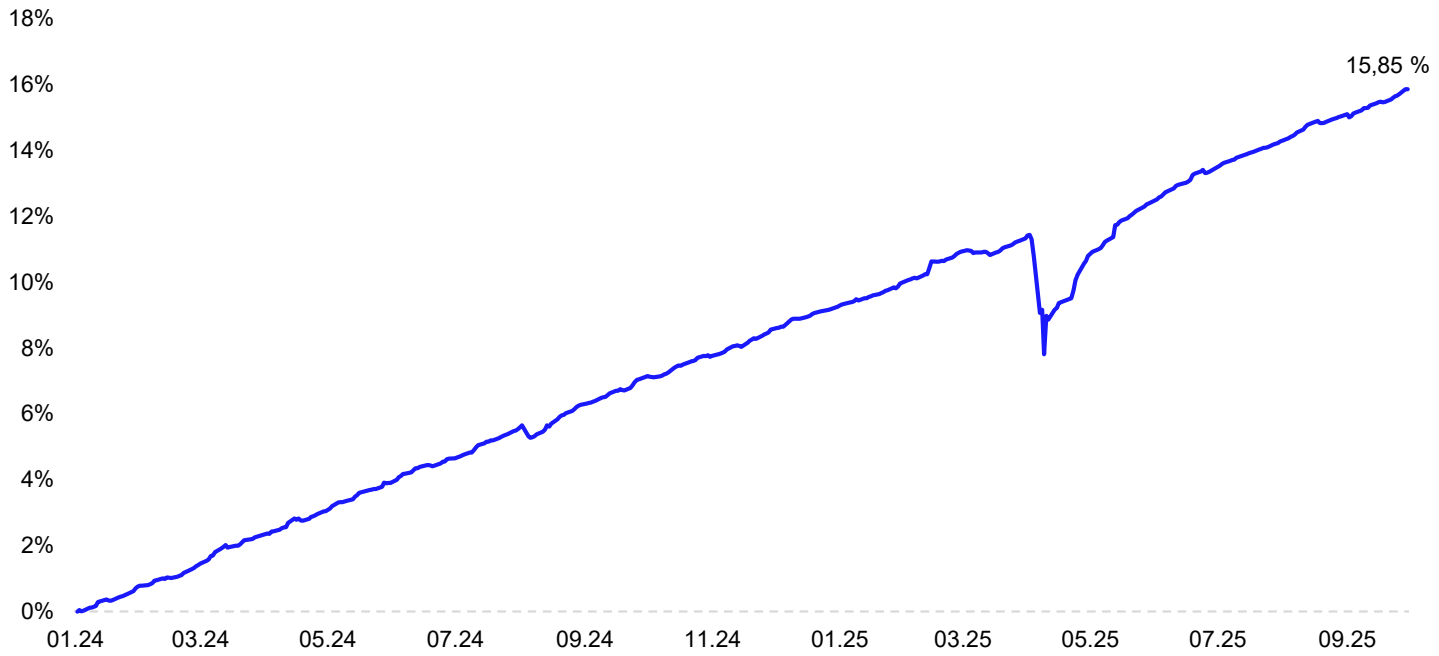
### Obligasjoner
Vi har kjøpt Bonheur og Gjensidige.

Vibrand Kapitalforvaltning AS Org.nr. 947 489 771
Fornebuveien 84, 1366 Lysaker, tlf. +47 418 87 442
Spannavegen 152, 5535 Haugesund, tlf. +47 413 14 060

# Månedsrapport
September

VIBRAND | FONDENE

## Vibrand Kreditt




### Topp 10 obligasjoner

| | |
|---|---|
| DNB Bank ASA | 5,06 % |
| KISTEFOS AS | 4,90 % |
| COLOR GROUP ASA | 4,66 % |
| Stolt Nielsen Ltd. | 4,34 % |
| SCATEC ASA | 4,11 % |
| HAWK INFINITY SOFTWARE A | 3,78 % |
| SPAREBANK 1 SMN | 3,64 % |
| PROTECTOR FORSIKRING AS, | 3,57 % |
| SPAREBANKEN SØR | 3,28 % |
| BULK INFRASTRUCTURE GRC | 3,22 % |
| **Resterende posisjoner** | **56,2 %** |
| **Obligasjoner totalt** | **96,7 %** |
| **Kontanter** | **3,3 %** |

Vibrand Kreditt var opp 0,78 % i September og avkastningen så langt i år er nå 6,57 %.

Vi har deltatt i emisjonene til et 5 års lån fra Bonheur og en AT1 fondsobligasjon med call etter 5,5 år fra Gjensidige. Marginen for begge papirer er 2,15% og første renteperiode ble satt med 3mNIBOR 4.25%, slik at løpende rente ble 6,40%. Vi plukket også noe Reach Subsea i annenhåndsmarkedet. Dette er en 3 års obligasjon med margin 7,25% og løpende renter på 11,6%.

Ocean Yield benyttet sin opsjon om innløsning av lånet med forfall i 2027 og betalte 1,48% overkurs for å ta ut lånet 18 måneder før forfall. Lånet ble erstattet av et nytt lån i USD. Vibrand Kreditt hadde god eksponering i lånet som ble tatt ut og økte kontant posisjonen da vi ikke deltok i det nye dollar lånet.

Yield to maturty er 7,27 % og durasjonen 2,78. Andelen i fastrente er 11,90 %. Kontant andelen per månedsskifte var 4,10 %.




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