VIBRAND | FONDENE



MÅNEDSRAPPORT
MAI
2026

Månedsrapport
Mai

VIBRAND | FONDENE

OSEBX	-0,91%	(i år +18,52%)	VIBRAND ABSOLUTT	+1,48%	(i år -0,58%)
OSEFX	-0,32%	(i år +18,51%)	VIBRAND NORDEN	+2,96%	(i år -2,00%)
S&P 500	+5,15%	(i år +10,73%)	VIBRAND KREDITT	+0,84%	(i år +2,79%)
VINX	+2,28%	(i år +0,89%)	VIBRAND FREMTID	+2,11%	(i år -3,05%)
DAX	+3,34%	(i år +2,51%)			

Om markedet

Det har vært en sterk måned for aksjemarkedene, på tross av at Hormuzstredet forblir stengt. Resultatsesongen er over og trenden vi så i Q4 har i stor grad fortsatt, med lunken etterspørsel innenfor industri (utenom AI / datasenter og elektrifisering), blandet innenfor konsum og bank/finans, mens helse har levert sterkt. Den viktigste retningsdriveren for markedet er fortsatt Hormuzstredet.

Det har vært relativt få overraskelser når det kommer til makroøkonomiske indikatorer. Vi ser at inflasjonen tenderer marginalt oppover for de fleste økonomiene, spesielt i USA, som i tillegg til økte energikostnader påvirkes av tariffer.

Veksten i Europa tenderer fortsatt oppover, men i et roligere tempo enn tidligere, bremset av høyere bensinpriser og økt usikkerhet. Veksten i USA holdes fortsatt oppe på et relativt sterkt nivå, men trenden hos lav-inntektsgrupper ser stadig verre ut.

I løpet av måneden har vi fått en kraftig korreksjon i oljepriser, som er ned ca. 16%. Dette er primært drevet av signaler som tyder på at forhandlinger pågår, og at vi går mot en løsning. Hvordan løsningen vil se ut, er derimot ikke like lett å forutse. I løpet av måneden har vi derfor diskutert dette med Kåre R. Aas, tidligere Norges ambassadør til USA, Afghanistan og Israel. Hans erfaring, dybdekunnskap og innsikt har ytterligere forsterket vårt markedssyn. Vi har tatt et opptak av seansen hvor Carsten Winger og Kåre diskuterer dette, samt situasjonen rundt en potensiell fredelig løsning på krigen i Ukraina. Denne kan videresendes på forespørsel.

Markedssyn

Vi tror at økte energikostnader vil presse konsumentene på kort sikt, samtidig som det vil redusere inntjeningen til selskapene. Enn så lenge, tror vi effekten av dette samlet sett vil være relativt marginalt, men det er liten tvil om at utsiktene for global vekst har kommet ned i etterkant av krigen, noe porteføljene våre gjenspeiler.

Hvis ikke vi får en løsning på Hormuzstredet, må energipriser korrigere oppover mot nivåene vi så i det fysiske markedet, før oljeprisen falt på håp om fred. Kort fortalt drives oljeprisen vi ser på nyhetene av finansielle plasseringer, basert på forventningene til markedsaktører. Det ikke alle vet, er at oljeprisen for fysiske leveringer for 2 måneder siden, nesten var oppe i USD150 per fat, og det er nærliggende å tro at det bare hadde vært begynnelsen hvis ikke Hormuzstredet åpnes opp igjen.

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

Markedssyn

Dette er noe alle krigende parter er fullstendig klar over, og det er en av de viktigste årsakene til at vi tror på en relativt nærstående løsning. Oljepriser opp mot, og potensielt over dette nivået, vil mer eller mindre viske ut all global vekst umiddelbart. Bensin og diesel priser vil raskt følge etter, og det republikanske partiet i USA vil trolig gå mot tidenes tap i mellomvalget, noe Trump er fullstendig klar over.

Som en konsekvens av at vi ser noe lavere vekst over de neste 2 kvartalene, er vi fortsatt forsiktige i eksponeringen vår, selv om de er posisjonert for fred. Vi har fortsatt en klar overvekt i det vi definerer som defensive selskaper (overkant av 50% av porteføljene), samtidig som vi har solgt oss helt ut av selskaper som drar nytte av nåværende situasjon etter kraftige kursstigninger.

På 12 måneders basis er vi derimot fortsatt svært konstruktive til aksjemarkedet. I Europa har vi sett en positiv vekst-trend, og fremover ser vi ytterligere katalysatorer som burde støtte denne. Offentlig forbruk er ventet å stige betraktelig på bakgrunn av økt satsning på forsvar og infrastruktur.

På toppen av dette ser vi en oppmuntrende trend for privat forbruk, drevet av den økte kjøpekraften til husholdninger etter betraktelig rentekutt (halvert fra toppen). Selv om dagens energikrise vil redusere effekten av dette på kort sikt, mener vi det er stor sannsynlighet for at trenden vil fortsette, også i scenarioer hvor ECB potensielt øker renten marginalt for å holde inflasjonen under kontroll.

Dette skyldes hovedsakelig at renten fortsatt vil være betraktelig lavere enn det vi så i fjor, i tillegg til at vi anser inflasjonspresset som midlertidig, gitt en løsning rundt Hormuz. Vi mener likevel at renteøkning vil være feil medisin i et slikt scenario. Økte energikostnader presser allerede konsumentenes kjøpekraft, noe som naturlig demper etterspørselen etter øvrige varer og tjenester og dermed holder underliggende inflasjon relativt stabil. Gitt at sjokket er midlertidig, vil kun få aktører ha mulighet til å velte kostnadene over på konsumentene, og ytterligere pengepolitisk innstramming vil i praksis forsterke et press markedet allerede modererer av seg selv.

I USA er vi ikke like positive, og det skyldes landsspesifikke indikatorer som peker i feil retning. Offentlig forbruk kan fortsatt stige sammenlignet med 2025, noe som isolert sett vil være positivt for aktiviteten. Men det kan legge ytterligere press på statsfinansene, forverre en allerede strukket gjeldssituasjon og trekke renter høyere. Kombinert med nedadgående kjøpekraft fra stigende inflasjon, blir det vanskelig å se for seg at USA kan «vokse» seg ut av gjeldsproblemet — som ellers fremstår som den eneste reelle løsningen, gitt svært lav vilje til å betale skatt.

Strukturen i det private forbruket forsterker sårbarheten ytterligere. De rikeste 20 % av amerikanske husholdninger står for 59 % av samlet forbruk, mens de resterende 80 % kun står for 41 %. Sistnevnte gruppe merker økte renter, tariffer og høyere inflasjon mest — og har samtidig fått de minste skattekuttene. En stadig større del av forbruket er nå drevet av formueseffekter heller enn lønnsvekst, noe som gjør veksten særlig eksponert dersom aksje- eller boligprisene skulle falle.

Dette er hovedgrunnen til at vi tar et mer positivt syn på Europa, sammenlignet med USA. Avslutningsvis skal vi ta dere i igjennom eksponeringen i fondene våre. Selv om det er betydelige forskjeller mellom fondene, deler de noen tematiske investeringer.

Posisjonering i fondene

Defensive posisjoner:

Mat og fisk (oppside ca. 30%)

Midtøsten har sendt gjødselpriser kraftig oppover, noe vi frykter kan forplante seg. Flere land har ikke fått levert det de har etterspurt, dels fordi de ikke har vært villig til å betale markedspris. Dette fører til at flere land er undersupplert inn mot sesongen, som igjen fører til laver yield ved neste års høsting. Sannsynligheten for kraftig El Niño ble nettopp løftet av FN, hvor de ser over 80% sannsynlighet for kraftig El Niño. Det mener vi vil føre til økte fiskefor kostnad for norske oppdrettere, men bortfallet av laks fra Chile vil mer enn veie opp for dette. Vi ser NOK 90 per kilo i 2027 som sannsynlig, og det gir ca. 30% oppside i sektoren. Vi liker **fiskeoppdrett** (ekskludert Grieg Seafood) og **Orkla**. Etter at vi solgte Orkla over NOK120, har vi startet å hente tilbake eksponeringen på dagens nivåer, da vi mener usikkerheten relatert til Jotun i stor grad er priset inn.

Eiendom (oppside ca. 10 – 15%)

Vi ser i snitt ca. 30 – 40% rabatt mot NAV (bokførte eiendomsverdier). Dette mener vi burde tettes nå som bankene står i kø for å refinansiere bankfasiliteter og obligasjonsmarkedet i Norden er sterkt. I tillegg har ledighetstrender stabilisert seg, spesielt i logistikk og utleiemarkedet. Det fysiske transaksjonsmarkedet har styrket seg markant de siste 6 månedene, hvor flere aktører selger eiendommer over NAV, noe som igjen taler for at denne rabatten er uberettiget. Aktører er **Castellum, Wallenstam, Altra Fastigheter (tidligere Nyfosa), Balder, Sagax, Catena og Hufvudstaden.**

Reiseliv (oppside ca. 25%)

Forsetter å lever veldig sterke resultater, men ledelsen i selskapene la trykk på økt usikkerhet fremover. Booking trender ser fortsatt ut til å holde seg på gode nivåer, og konsumentene er villig til å betale økte priser. Usikkerheten forbundet med spesielt jet-fuel, ser vi på som en kortsiktig motvind, hovedsakelig fordi vi tror Hormuzstredet gjenåpnes før knappheten viser seg. Sterke underliggende positive drivere som Coolcation (drar til kaldere destinasjoner) og mindre reise til Midtøsten, Asia og USA støtter nordisk og europeisk reiseliv på sikt. Vi liker **Pandox**, **Scandic Hotels** og **Norwegian**.

Bank og finans (oppside ca. 15%)

Vi ser at flere banker igjen kan vise til lånevekst innenfor bedrift segmentet, samtidig som lånetapene er under kontroll. Vi ser på dette som en god hedge mot potensialet for noe høyere renter på kort sikt. Overkapitaliserte balanser burde føre til høyere utbytter og buy-backs, noe vi mener kan underbygge multippelekspansjon i sektoren. Vi foretrekker **Nordea** og **Storebrand**, men også utvalgte sparebanker og **DNB** (dog i noe mindre grad).

Fornybart (oppside ca. 50%)

Selskapene har virkelig startet å levere solid operasjonell utvikling. Rentene har kommet ned og rentekostnader synker etter hvert som selskapene refinansierer gjeld. Krigen i Midtøsten vil trolig akselerere fornybar-utviklingen i Europa, ettersom energisikkerhet står enda mer sentralt. Hører vi på Trump kan det virke som at det amerikanske markedet har stoppet fullstendig opp. Ser vi derimot på ordreinngangen til **Vestas** fra nettopp USA, har YTD 2026 vært betydelig sterkere enn samme periode i 2024 og 2025. USA representerer fortsatt en risiko, åpenbart, men vi tror Europa vil fortsette uavhengig av utviklingen i USA. Vi liker **Scatec**, **Envipco** (potensielt også **Tomra**), **Cadeler**, **Bonheur** og **EQT**. Etter at vi gikk ut av **Vestas** og **Ørsted**, venter vi på bedre inngangsnivåer i disse navnene.

Posisjonering i fondene

Helse (oppside ca. 30%)

Helsesektoren var under litt press i 2025 på grunn av ulike selskapsspesifikke hendelser. Skuffelser og støy inkluderte blant annet dårlige studier, nye lanseringer, sjefsbytter og usikkerheten relatert til stor USA eksponering og tariffer. Nå kan vi endelig legge samtlige deler bak oss (også usikkerheten er borte), samtidig som vi ser at den organiske veksten er tilbake for de fleste navnene. Dette er tradisjonelt sett en defensiv sektor som i mindre grad blir påvirket av økonomisk aktivitet, og de gjør det ofte bra i både rentekutt og renteøknings sykluser. Da mener vi det er liten grunn til at sektoren skal handles til ca. 30% rabatt mot historisk verdsettelse. Vi liker **Novo Nordisk, AstraZeneca, GN Store Nord, Coloplast, Getinge, Vitrolife og Chemometec.**

Telekom (oppside ca. 10 – 15%)

Vi er selektivt positive til telekom. Vi har nylig redusert eksponeringen mot sektoren etter at vi solgte oss helt ut av **Nokia** etter et rally på hele 160%, noe som gjorde verdsettelsen mindre attraktiv (kjøpt rett over P/E 10x, solgt på P/E 30x). Over det siste året har vi også solgt oss ut av **Telia**, ettersom utbytteavkastningen kom ned til ca. 4.5%, noe vi mener blir for lavt. Vi er fortsatt positive til **Ericsson**, som vi tror kan lukke deler av verdsettelsesgapet mot **Nokia**, samt **Telenor** som vi mener burde prises høyere enn **Telia** når de rendyrker den svært lukrative nordiske divisjonen.

<u>Hvor ser vi muligheter fremover?</u>

Nordisk konsum (oppside ca. 30%)

Vi er positive til nordisk konsum, gitt markedssynet vårt om stigende kjøpekraft over de neste +12 månedene. Vi ser på Sverige som en ledende indikator for resten av Europa, og utviklingen i Sverige ser veldig oppmuntrende ut. Ettersom den positive trenden trolig får et kortsiktig hakk i plata (neste 2 kvartaler), har vi kun forsiktig startet å ta opp eksponeringen. Vi ser pent-up demand innenfor en rekke sub-sektorer. Vi liker **Inwido, Nobia, Duni, Autoliv, RevolutionRace, Pandora, Storskogen** og **Volvo Car.**

Gjenoppbygging av Ukraina (oppside ca. 30%)

Selskapene vi mener vil spille en viktig rolle i gjenoppbyggingen av Ukraina er **Volvo AB**, **DSV**, **Rockwool** og **Heidelberg Materials**. For Volvo ser vi ytterligere oppside i det europeiske truck markedet. I tillegg ser vi betydelig oppside for konstruksjonsdivisjonen (**Volvo CE**). For **DSV** ser vi betydelig oppside etter at selskapet kjøpte **DB Schenker**, som har en veldig god posisjon i regionen. Vi tror **DSV** vil stå for store deler av transport og logistikk. For **Rockwool**, som er verdens største produsent av steinullisolasjon, ser vi stor oppside. Produktene deres er dyrere enn konkurrenter (glass-ull), men av god grunn. Betydelig mindre brennbart gjør produktene til **Rockwool** attraktive for fremtiden (skogbranner USA), men det er også den eneste isolasjonen som er godkjent under EUs nye direktiver. Planen er å bygge 2 boligprosjekter i Ukraina som blir et show-room for fremtidens bygg i Europa. **Heidelberg Materials** er en stor sement-produsent som har veldig bra eksponering til regionen. Vi holder på å analysere dette selskapet, og har ikke tatt en posisjon her, men de vil utvilsomt dra nytte av det. Hvis løsningen fører til at det kommer mer russiske produkter på det globale markedet, ser vi stor oppside i den **svenske skogsektoren**. Mer skog vil ytterligere senke trevirke priser, som kan løfte inntjeningen til noen av disse aktørene med over 100% (det er et tidsetterslep før lavere priser slår inn i regnskapene på grunn av lange kontrakter). Vi har startet å bygge opp eksponeringen fordi vi nå ser attraktive innganger uavhengig av en fredelig løsning, noe vi ikke i like stor grad kunne si da vi identifiserte selskapene for ett år siden (gjelder hele basket).

Posisjonering i fondene

Nordisk small-cap (oppside ca. 30%)

Innløsningstrenden for small-cap fond har gitt seg. Dette har presset kursene ned, spesielt mens renten fortsatt har vært høy (small-cap får dyrere funding enn large-cap). Her har vi analysert rundt 8 ulike fond og i overkant av 60 selskaper. Videre har vi plukket ut de beste 10-12 selskapene som vi mener er feilpriset på grunn av situasjonen som har utspilt seg. Det trekker over en rekke sektorer, og sånn sett har vi fokusert på bottom-up analyse (selskap først, så sektor). Nå ser vi at inntjeningen til selskapene går i motsatt retning av hva aksjekursene har gjort (i.e., inntjening opp, kurser ned). Vi tror disse vil reprises ved en løsning på Hormuz, da verdsettelsesgapet mellom large-cap og small-cap er historisk høyt, noe vi mener er uberettiget for de selskapene vi har identifisert. Selskapene vi har startet å ta opp eksponering mot er Dynavox, Lime Technologies, Harvia, Karnell Group, Karnov, Addnode, Note, Novozymes, Storytel, Appear, Bufab, Xplora Technologies. Dette representerer fortsatt en relativt liten andel av porteføljene (svært begrenset i Absolutt), men vi tar sikte på å øke eksponeringen etter hvert som selskapene fortsetter å innfri.

Makro

KPI Mai (April):

EMU: 3.2% YoY (+3.0%)

USA: N/A YoY (+3.8%)

Norway: N/A YoY (+3.40%)

China: N/A YoY (+1.2%)

PMI Manufacturing Mai (April):

EMU: 51.60 (52.20)

USA: 55.10 (54.50)

China: 51.80 (52.20)

PMI Service Mai (April):

EMU: 47.70 (47.60)

USA: 50.70 (51.00)

China: 54.40 (52.60)

Retail Sales April (Mars):

EMU: -0.4 m/m (+0.80%)

USA: 0.5% m/m (+1.60%)

Norway: 0.3% m/m (-0.10%)

China: -0.48 m/m (-0.06%)

GDP Growth Q1 (Q4):

EMU: +0.1% Y/Y (+0.20%)

USA: +1.6% Y/Y (+0.50%)

China: +1.3% Y/Y (+1.2%)

Norway: +0.4% Y/Y (-0.60%)

Rate Policy Mai (siste):

ECB: 2.15% (2.15%)

USA: 3.75% (3.75%)

China: 3.0% (3.00%)

Norway: 4.25% (4.00%)

Månedsrapport
Mai

VIBRAND | FONDENE

Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

NOVO NORDISK A/S	6,99 %
STOREBRAND ASA	5,78 %
Investor Aktiebolag	5,19 %
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	3,60 %
Scandic Hotels Group AB	3,42 %
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	3,24 %
SCATEC ASA	3,16 %
TELENOR ASA	2,76 %
DSV A/S	2,70 %
Pandox Aktiebolag	2,66 %
Resterende posisjoner	**57,2 %**
Aksjer totalt	**96,7 %**
Kontanter	**3,4 %**

Vibrand Norden
Fondet hadde en positiv avkastning på +2.96% for måneden. Referanseindeksen steg +2.28%.

Endringer i porteføljen
Vi har kjøpt oss opp i AstraZeneca, Envipco, Rockwool, Link Mobility, DSV, Xplora, Assa Abloy og Securitas.

Vi har solgt oss ut av SSAB.

Vibrand Norden vinner prisen for beste nordiske fond for 3. året på rad. Nå også over 5 år.

Fondet er kåret til det beste Nordiske fondet over 3 år av Lipper Fund Awards både i 2024, 2025 og 2026

LSEG | Lipper Fund Awards
Winner 2026
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
Mai

VIBRAND | FONDENE

Vibrand Fremtid (Art. 8)



Topp 10 aksjeposisjoner

STOREBRAND ASA	5,58 %
NOVO NORDISK A/S	5,49 %
Investor Aktiebolag	4,89 %
SCATEC ASA	4,00 %
Duni AB	3,72 %
Inwido AB (publ)	2,87 %
LINK Mobility Group Holding ASA	2,76 %
Securitas AB	2,70 %
Pandox Aktiebolag	2,37 %
Autoliv, Inc.	2,15 %
Resterende posisjoner	**59,8 %**
Aksjer totalt	**96,3 %**
Kontanter	**3,7 %**

Vibrand Fremtid
Fondet hadde en positiv avkastning i måneden på +2,11%.

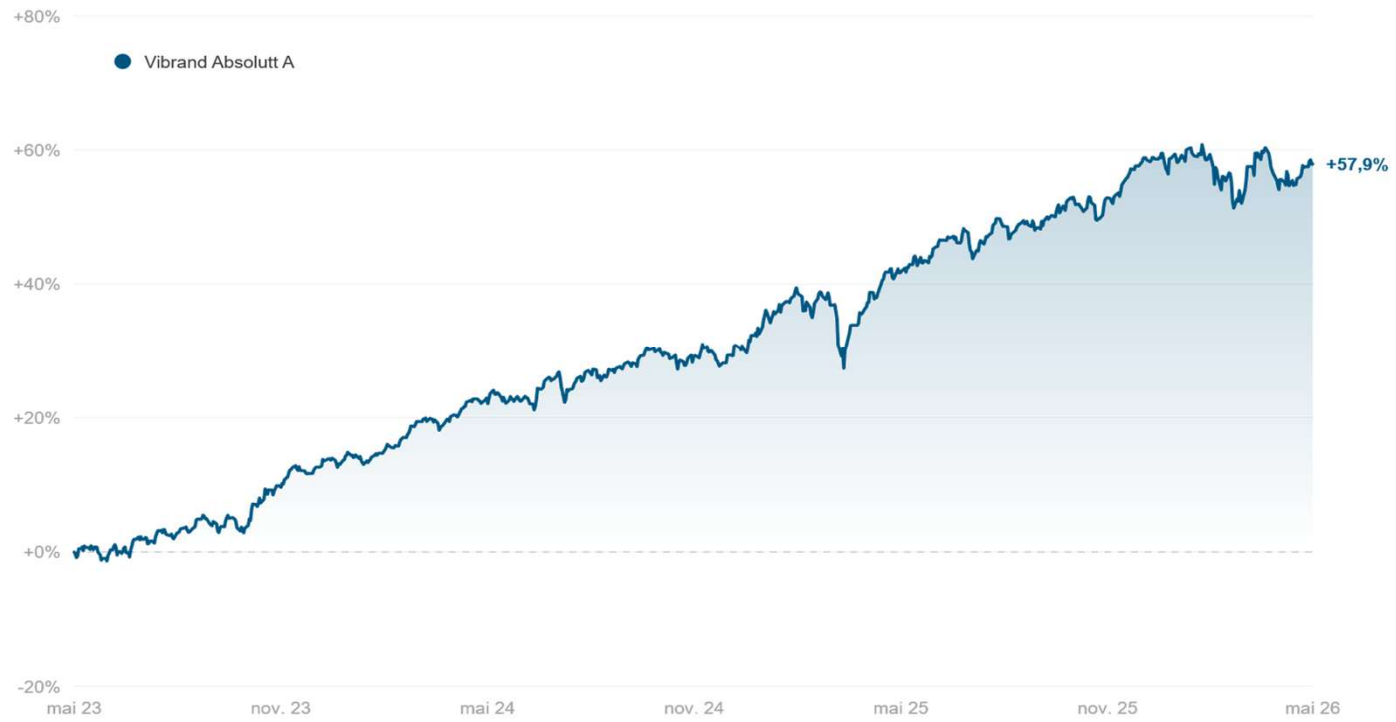
Endringer i porteføljen
Vi har kjøpt oss opp AstraZeneca, Scatec, RevolutionRace, Envipco og Xplora.

Vi har solgt oss helt ut av Nokia.

Månedsrapport
Mai

VIBRAND | FONDENE

Vibrand Absolutt



Topp 5 obligasjoner

SPAREBANKEN NORGE	2,12 %
DNB BANK ASA	2,05 %
SPAREBANK 1 SØR-NORGE ASA	1,83 %
STOREBRAND ASA	1,66 %
SPAREBANK 1 SMN	1,53 %
Andre obligasjoner	**19,1 %**

Topp 10 aksjeposisjoner

STOREBRAND ASA	5,52 %
TELENOR ASA	5,06 %
NOVO NORDISK A/S	4,89 %
SCATEC ASA	3,13 %
Scandic Hotels Group AB	2,94 %
MOWI ASA	2,84 %
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	2,73 %
Duni AB	2,34 %
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	2,34 %
LERØY SEAFOOD GROUP ASA	2,11 %
Resterende posisjoner	**39,1 %**
Aksjer totalt	**73,0 %**
Kontanter	**7,9 %**

Vibrand Absolutt
Fondet hadde en positiv avkastning på +1,48%.

Endringer i aksjeporteføljen
Vi har kjøpt oss opp Scatec, AstraZeneca, Nordea, Novo Nordisk, Link Mobility, DSV, Rockwool, Envipco, Securitas, Assa Abloy og Storskogen.

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
Mai

VIBRAND | FONDENE

Vibrand Kreditt



Topp 10 obligasjoner

DNB BANK ASA	6,67 %
STOLT-NIELSEN LIMITED	6,17 %
PROTECTOR FORSIKRING ASA	5,48 %
SPAREBANKEN NORGE	5,01 %
KISTEFOS AS	4,89 %
SCATEC ASA	4,87 %
COLOR GROUP AS	4,59 %
BULK INFRASTRUCTURE GROUP AS	4,11 %
OCEAN YIELD AS	3,74 %
SPAREBANK 1 SMN	3,56 %
Resterende posisjoner	**48,4 %**
Obligasjoner totalt	**97,5 %**
Kontanter	**2,5 %**

Vibrand Kreditt var opp 0,84 % i Mai. Avkastningen hittil i år er 2,79 %.

Det var to nye emisjoner vi har funnet interessante i Mai – Storebrand Liv og Sparebanken Norge. Storebrand skulle hente en milliard kroner, delt mellom en NOK og en SEK transje. NOK ble indikert på 2,5% pluss 3mNibor. Lånet ble godt over 3 ganger overtegnet og NOK-transene ble satt på 2,2% pluss 3mNibor. Sparebanken Norge skulle hente 500 millioner og indikert 2,4% pluss 3mNibor. Lånet ble 2 ganger overtegnet og til slutt satt på 2,1%. Så langt i år har det vært få ny utstedelser i NOK, noe som gjenspeiles i svært gode betingelser til lånetaker som kommer til markedet nå. Vi ser også at papirene handler opp i ettermarkedet.

Reach Subsea og Orbyt ble begge tatt inn hos oss andre halv år 2025. Begge papirene har handlet godt i annenhåndsmarkedet. Vi valgte derfor å ta gevinst og har nå solgt oss ut av begge disse posisjonene.

Porteføljens yield to maturity er 7,28 %, med en durasjon på 2,70. Andelen fastrente utgjør 12,8 %, og kontantandelen ved månedsskiftet var 2,54 %.



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