

**MÅNEDSRAPPORT AUGUST 2022**

OSEBX -0,36% | SP 500 -4,24% | DAX -4,81% | OSEFX -1,42% | VINX -6,13%

Vibrand Absolutt	-1,40%	(I år -0,32%)
Vibrand Norden	-3,05%	(I år -0,14%)
Vibrand Kreditt	+2,35%	(I år +0,98%)

Markedet

Markedet ble i starten av måneden positivt påvirket av kombinasjonen gode nøkkeltall og lavere inflasjon fra USA. Dermed fortsatte den positive utviklingen vi så i juli og markedet handlet videre opp. Halvveis ut i måneden ble den seks ukers lange rekylen avbrutt av enkelte amerikanske sentralbankmedlemmers uttalelser og bekymringer for fremtidig inflasjon på grunn av et stramt arbeidsmarked i USA som viser liten ledig kapasitet. Arbeidsmarkedstallene for juli viste en vekst på 528K nye arbeidsplasser og en ledighet på 3.5%, det laveste siden 1969. Tallene for august, som kom sist fredag, viste 315k nye jobber og en arbeidsledighet på 3,7%.

Sterkere retorikk fra sentralbanksjefen under Jackson Hole symposiet skremte markedet og sendte de lange rentene videre opp til nivåer vi så i juni. Jerome Powell sa at han ville gjøre det som måtte til for å få ned dagens høye inflasjon med ytterligere rentehevinger. I talen gjentok han bekymringer rundt det stramme arbeidsmarkedet. Han sa videre at sentralbanken samtidig ville vurdere utviklingen i fremtidige nøkkeltall i forhold til videre renteoppgang. Etter disse uttalelsene falt markedet markant, på tross av at det ikke var noe nytt i forhold til hva han har sagt tidligere.

Inn mot slutten av måneden har markedet fokusert på energikrisen i Europa. Delvis også i USA på forbruker nivå, men mest alvorlig i Europa hvor høye gass- og energipriser har allerede stengt ned energiintensiv industri og gitt oss et forvarsel på hva som kan komme til vinteren.

De høye strømprisene har kortsiktig bidratt til at markedet har mindre tro på at stigningstakten i inflasjonen har nådd en topp slik som inflasjonstallene fra USA viste i begynnelsen av august. Og markedet blir, med rette, bekymret både for at forbrukerne ikke vil være i stand til å betale sine regninger samtidig som at industri må stenge ned.

For vår del endte vi måneden ned -1,40% for Vibrand Absolutt og ned -3,05% for Vibrand Norden. Vibrand Kreditt endte opp +2,35% da obligasjonsmarkedet har spreadet inn etter ferien.

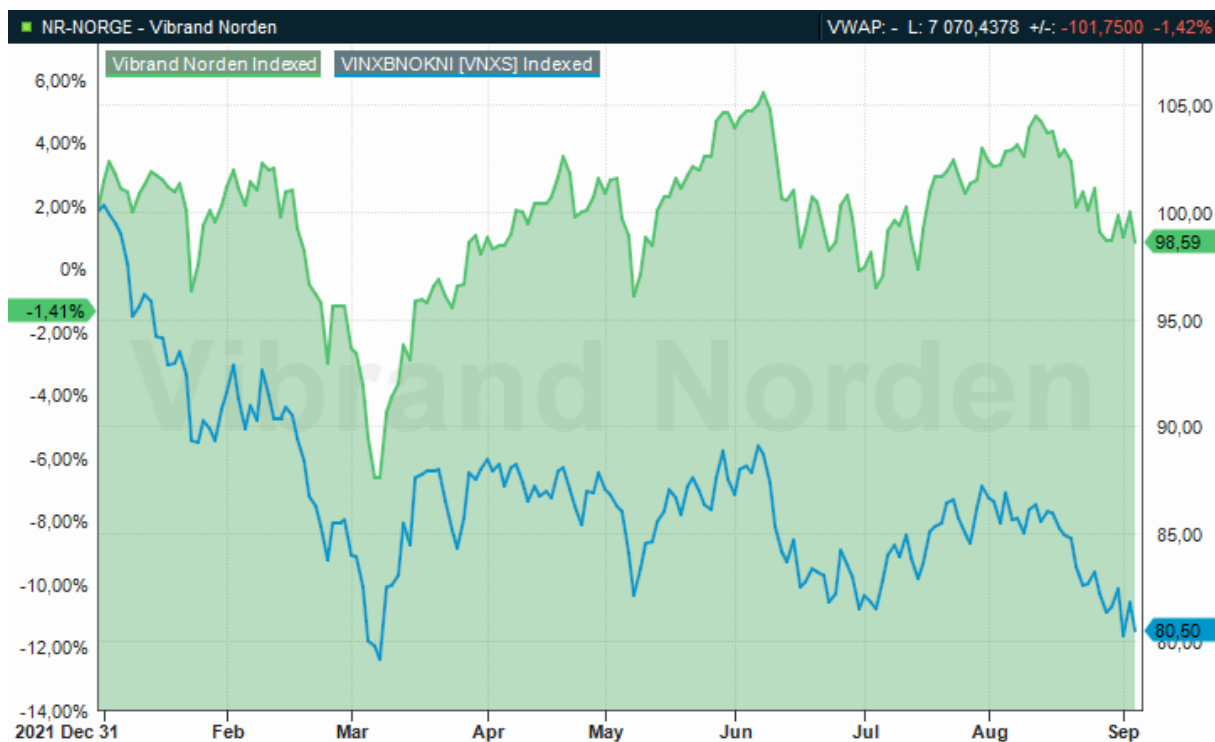
Den sterke aksjen denne måneden har igjen vært Hafnia, som er opp 180% hittil i år. Flere sterke slutninger på like skip har sendt estimatene videre opp. Fordi posisjonen har blitt for stor har vi benyttet det sterke momentet denne måneden på å selge oss noe i aksjen etter en formidabel reise.

Av andre tall har vi fått bekreftet vår tese i kylling produsenten Scandi Standard om at 2. kvartal var siste svake kvartalet i denne omstillingen av selskapet. Aksjen er opp 20% siste uke.

I Norden ser vi stor oppside i aksjemarkedet. Spesielt i det svenske markedet hvor industriaksjer har mye negativitet er priset inn og hvor enkelte sektorer har falt over 40% allerede. Med en svak svensk krone tror vi tiden er inne for å vekte seg innen flere sektorer.

I denne rapporten skriver vi litt om vårt markedssyn og hva vi tror fremover. Vi går inn på sektorer vi tro vil gjøre det sterkest og tar for oss det europeiske og amerikanske makrobildet.

Vibrand Norden er, basert på avkastning, best blant de nordiske både på 1 og 3 år. Vi ligger 18,5% foran referanseindeksen (VINXBNOKNI) og ser stor oppside i markedet inn i 2023.



Utvikling YTD per 05.09.2022

Markedssyn

Vi har fortsatt samme markedssyn, overvekt aksjer, på tross av at forventet renteoppgang nå er noe høyere enn i august. Vi tror fremdeles på at vi har sett toppen i stigningstakten for inflasjon i USA. For Europa er vi noe mer usikker på grunn av økningen i strømprisene. Vi er fortsatt av den oppfatning at inflasjonen har nådd en topp. Videre tror vi at vi kommer til å se lavere inflasjon drevet av lavere vekst inn mot slutten av året.

Vi liker sektorene bank/finans, restaurant/reiseliv og produksjon av mat. Vi er positive til oljeservice og fornybar energi. Vi har fremdeles aksjer innen produkttank og kjemikalietransport, hvor vi fortsatt ser en oppside, men her er vi mer på vei ut enn inn. Vi tror fortsatt man skal eie aksjer som tar fordel av at samfunnet skal tilbake til normalen. Den største risikoen på markedet er fortsatt krigen i Ukraina og implikasjonene på energimarkedet.

De nordiske og norske bankene har i sum falt 13% - 15% - mye fordi markedet frykter større tap og lavere vekst. Det vi ser er at bankene tjener mer, får høyere rentemarginer, har høyere vekst i utlån og fortsetter tilbakeføring av tap. I de kommende kvartalene vil den økende inntjeningen overbevise frykten og bankene vil høyst sannsynlig stige 10-20% fra dagens nivåer. I et marked preget av frykt er forsikringsselskapene innen skade de som har gått best. Vi tror denne bevegelsen er feil fordi den relative endringen i inntjeningen er mindre enn f.eks. et livsforsikringsselskap som Storebrand som både øker inntjeningen og får en høyere EK ved at fremtidige forpliktelser blir mindre i de garanterte porteføljene. Inntjeningsveksten til skadeselskapene vil høyst sannsynlig være null, noe bedring i finansresultatet (på grunn av høyere renter) og noe svakere forsikringsresultat på grunn av høyere skadefrekvens når samfunnet åpner.

Innen reiseliv er det et stort udekket behov (etterspørsel) som vi tror vi kun ha sett starten på. Mange er redd for at momentet vil bli svekket på grunn av lavere disponibel inntekt, men det

langsigtede bildet er veldig positivt. Selv om det kan bli skjøvet noe ut i tid tror vi investorene igjen vil gi selskapene innen denne sektoren en høyere prising på linje med det vi har sett tidligere. Våre top picks innen reiseliv og restaurantnæring er: Pandox, Scandic Hotels og Duni.

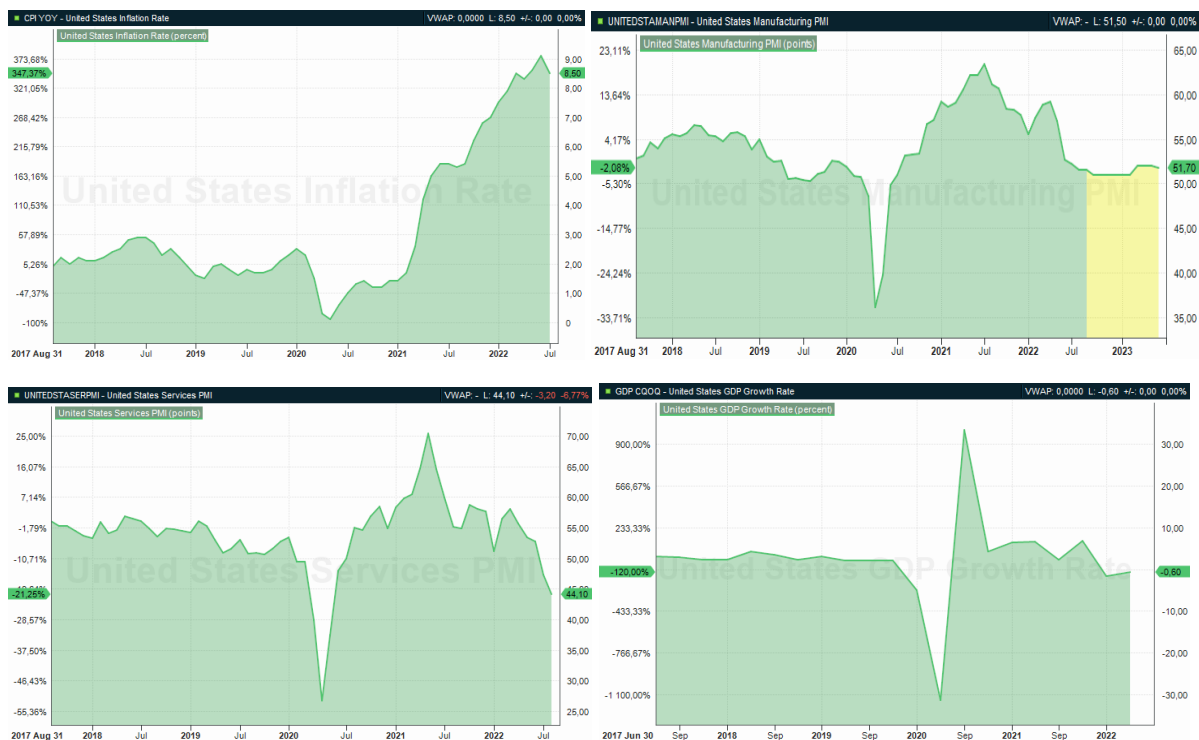
Vi er fortsatt veldig positive til produksjon av matvarer og det at prisene nå kommer ned fra tidligere topper er positivt for produsentene. De ulike produsentene har nå satt opp prisene slik at de fullt ut kompenserer for det økte kostnadsnivået. I løpet av høsten vil marginene bedre seg og vi vil se en høyere inntjening, slik som vi allerede har sett tegn til for Orkla og Scandi Standard.

Vi er fortsatt positive til transport av raffinerte produkter og kjemikalier. Vi har redusert eksponeringen i Hafnia og solgt oss helt ut av Odfjell. Disse selskapene, spesielt Hafnia kan stå foran en form for supersyklus drevet av økt skipningsdistanse på grunn av krigen i Ukraina. Store deler av flåten (ca. 30% er over 17 år) består av eldre skip og det kommer lite ny tonnasje i år og neste år. Den økte skipningsdistansen begynner for alvor rundt årsskiftet. Da vil europeiske land slutte å kjøpe diesel fra raffinerier i Russland lokalisert i Svartehavet. Samtidig vil de måtte kjøpe de samme produktene fra Midtøsten og India, og i verste tilfelle i Asia. Vi har allerede sett slutninger av de største båtene til opp mot USD 90k dagen, noe som er opp fra USD 20k i fjor. Når dette momentet materialiserer seg vil vi se at ratene stiger videre fra dagens nivå mellom USD 30-50k pr dag. Mange av skipene innen produkttank kan også frakte kjemikalier. Når disse kun frakter produkter (diesel, flybensin, osv) så blir det mindre båter tilgjengelig innen transport av kjemikalier. Derfor stiger også prisene på transport av kjemikalier på tross av at global vekst tenderer nedover. Vi har valgt å ta ned eksponeringen innen dette segmentet. Etter en større oppgang så var posisjonen uforholdsmessig stor, samtidig som videre moment i oppgangen er binært i videre utfall i krigen i Ukraina. Vi har fortsatt en betydelig posisjon, men etter hvert som oppgangen som beskrevet ovenfor prises inn i aksjene vil vi redusere posisjonene videre.

Makro

De viktigste tallene denne måneden viser at KPI i USA har toppet ut. For Europa er inflasjonen fortsatt høy på grunn av høye energipriser. Foreløpig er industri PMIene avtagene, men ikke på kontraksjonsnivå i USA enda. For servicesektoren falt PMlen til svake 44,10. Svak makro fra Kina som nå har begynt å sette ned renten har også preget perioden. Dette har sendt olje og stål videre ned i denne måneden.

KPI August (Juli): EMU: +9,10% y/y (+8,90% y/y) USA: +8,50% y/y (+9,10% y/y) Norge: +6,80% (+6,30%) Kina: +2,70% (+2,50%) PMI Manufacturing August (Juli): EMU: 49,60 (49,80) final USA: 51,50 (52,20) final Kina: 50,40 (51,70) final (tall fra S&P Global)	PMI Service August (Juli): EMU: 49,80 (51,20) USA: 44,10 (47,00) flash Kina: 55,00 (55,50) Detaljhandel August (Juli): EMU: 0,30% m/m (+0,20% m/m) USA: +1,00% m/m (+0,60% m/m) Norge: -2,10% m/m (0,00% m/m)	BNP vekst Q2 (Q1): EMU: 0,60% ky/kv (0,60%) USA: -0,60% ky/kv (-1,60%) 2.revidert Kina: -2,60% ky/kv (1,30%) Norge: +0,70% ky/kv (-1,00%) Styringsrente August: ECB: 0,50% (0,0%) USA: 2,50% (1,75%) Kina: 3,65% (3,7%) Norge: 1,75% (1,25%)
---	--	---



Makrosyn

Vi tror sentralbankene med USA i spissen vil sette opp renten en gang til, som de selv har kommunisert. Vi tror ikke på flere rentehevinger med 0.75% poeng på grunn av at rentenivået nå er betydelig høyere og fordi vi allerede nå ser store endringer og svakheter i det amerikanske boligmarkedet. Høyst sannsynlig får vi en renteoppgang på 0.5% poeng ved møtet den 20-21. september og dette blir antakeligvis den siste hevingen.

Sentralbanken har uttrykt at de ønsker å se mindre press i arbeidsmarkedet og at de ønsker å bruke renten som et verktøy for å dempe etterspørselen. *Vi tror dette er veldig lite lurt.* Sannsynligvis blir resultatet en nedgang i økonomien drevet av mindre disponibel inntekt for forbruker som er hele drivkraften i den amerikanske økonomien.

Arbidsmarkedet i USA er allerede veldig i utakt av flere årsaker. De to største årsakene er at man har gitt for mye penger til lavtlønnede som sitter hjemme i en lengre periode under pandemien. En annen årsak er at man i en lengre periode under og etter Trump nå har en mye mindre migrasjon fra Sør-Amerika enn tidligere. Etter hvert vil de som har fått for mye penger komme tilbake i arbeid noe som vi allerede har begynt å se. Samtidig som vil det også komme flere migranter fra Sør-Amerika nå enn tidligere.

Makroen vil ofte henge etter og tidligere i sommer har vi sett svakheter i det amerikanske boligmarkedet. Endringer i atferdsmønster etter en lengre periode med digitalisering og bruk av hjemmekontor har ført til svakhet i etterspørselen av elektronikk.

Men med i løpet av den siste måneden har vi begynt å se svakheter innen servicesektoren (se graf over) som kan være første tegn til at nedgangen i disponibel inntekt begynner å innvirke på forbruket.

I Europa er bildet annerledes. Her ser vi også et sterkt arbeidsmarked, men i motsetning til USA har Europa masse ledig kapasitet. Pluss at de har en økende migrasjon fra Nord Afrika slik at man ikke får det samme lønnspresset i lavtlønnsegmentet slik man ser i USA. I Europa har arbeidstakere i større grad blitt permittert i motsetning til i USA hvor de ble oppsagt og fikk kontant vederlag.

Inflasjonen i Europa har vært sterkt stigende og vil forbli på et høyt nivå så lenge man ikke klarer å løse energikrisen i Europa. Det er derfor sannsynlig at Europa følger USA i å øke renten, men vi tror at nivået eller differansen mellom USA og Europa fortsatt forblir på det samme. Dette fordi man i Europa ikke er bekymret for at inflasjonen skal spre seg til lønnsleddet.

I løpet av året har vi sett at USA har satt opp rentene med 200%, noe som er mye sett i historisk sammenheng.

I løpet av det siste året har man hatt en større inflasjon drevet av oppgang i energirelaterte råvarer, som følge av nedstengning av kjernekraft i Europa. Krigen i Ukraina og vestlige sanksjoner har forsterket dette. Mangel på komponenter og logistikk problemer under pandemien er mer eller mindre i ferd med å være løst. Gasslagrene i Tyskland er nå nådd 86%, og hvor mye av prisbevegelsene vi så i august som skyldes skvis av energiselskaper som har solgt strøm på forwardkontrakter skal bli interessant å se. Det vil gjennom høsten komme store krisepakker for å redde disse. Det er ikke lett å spå hvordan vinteren blir, men det jobbes politisk med å lette trykket som igjen vil få inflasjonstrykket ned.

Vi tror renteoppgangen blir kortvarig. Konsekvensene av resesjon og høyere rente vil bli svært kostbar for USA som allerede har mye gjeld. Historien viser at renteopp ganger i denne størrelsen får en større innvirkning på forbruket og når vi ser det i kombinasjon med kostnadsinflasjonen så er det liten tvil om at vi kommer til å se en større negativ endring i forbruk. Grunnen til at vi ikke har sett noen nevneverdig innvirkning på forbruket foreløpig er at renteoppgangen er forholdsvis ny og ikke har fått full effekt samtidig som aktiviteten har tatt seg opp etter pandemien. Derfor har de utlignet hverandre. Dette er i ferd med å endre seg denne høsten når øktelånekostnader og høye strømmregninger gjør større innhugg i disponibel inntekt.

Ser vi forbi høsten og inn i 2023 så tror vi bekymringen om inflasjonen vil avta og bli erstattet med lave vekst anslag. *Dette vil resultere i rentekutt allerede neste år.* USA har historisk vist seg veldig dynamisk når den negative veksten er et faktum. Når man finner ut at regningen blir for dyr i forhold til budsjettet er det kun en ting å gjøre: sette ned renten like fort som den kom opp. Det er ingen annen mulighet etter to år med pandemi og vedtak om tidenes infrastruktur pakke fra Biden administrasjonen.

Så hva betyr dette?

I stor grad er synet om lavere aktivitet og resesjon mer eller mindre diskontert inn i det nordiske aksjemarkedet. Konsumaksjer har allerede falt mye på grunn av endret handlemønster og forventet lavere disponibel inntekt. Høye råvare- og energipriser har sendt nordiske industriaksjer ned 40 – 50%. Samtidig har høyere renter økt avkastningskravet til høyt prisede IT aksjer.

Når det blir synlig at renten er i ferd med å nå en topp vil markedet, på grunn av lav verdsettelse og høy fremtidig inntjeningskapasitet, begynne å vurdere aksjer innen Konsum-, Industri-, IT- og vekstaksjer igjen.

Vi trodde tidligere at høsten skulle føre til en større oppgang i aksjemarkedet fordi inflasjonen og renten ville nå en topp i denne perioden. Vi tror fortsatt at inflasjonen har nådd en topp, men ser nå at sentralbankene er mer bekymret for et stramt arbeidsmarked enn tidligere. Vårt syn er at rentene vil nå en topp i løpet 4. kvartal og at de lange rentene vil begynne å falle inn mot slutten av året og inn i 1. kvartal 2023.

Hvis vi får rett i vårt syn, vil vi se en større oppgang i aksjemarkedet i begynnelsen av 2023 og at vi vil bruke høsten til å vekte seg opp i sektoren nevnt over.

Historisk sammenligning

Vi har gjort en øvelse for å se om vi kan finne en periode som ligner på det vi har sett i 2021 og nå opplever i 2022. Vi har sett på utviklingen til svenske industriaksjer i årene 2014 og 2015 som vi synes ser veldig spennende ut i forhold hvordan markedet priser disse i dag.

2014 og første halvdel av 2015 var en god periode for svensk industri med god omsetningsvekst og økende marginer. Andre halvdel av 2015 og første halvdel av 2016 var derimot utfordrende med lavere vekst i BNP og en påfølgende nedgang for det svenske aksjemarkedet før det bunnet ut ved starten av sommerferien. Dette førte til svakere resultater med et brått stopp i omsetningsvekst som senere tok seg opp i andre halvdel av 2016 og det påfølgende året 2017. Aksjemarkedet responderte på denne positive utviklingen ved å sende markedet markant opp mot slutten av 2016 og 2017 ble et var et veldig godt år for industrien.

Vi ser noen klare likhetstrekk ved utviklingen vi så i perioden 2014-2017 og den vi ser nå. I 2021 leverte blant annet Husqvarna, Electrolux, Thule Group, SKF og Volvo høy omsetningsvekst med forholdsvis sterke marginer. Videre ser vi at omsetningsveksten vil gå noe ned i 2022, samtidig som selskapene får økt kostnadsinflasjon som presser marginene nedover. En relativ nedgang i inputpriser kombinert med prisøkninger vil derimot motvirke den svake omsetningsveksten. På bakgrunn av likhetstrekkene vi ser med perioden 2014-2017, legger vi nå til grunn en omsetningsvekst for disse selskapene i 2023 og 2024, tilsvarende den gjennomsnittlige omsetningsveksten i perioden 2014-2017 på ca. 5% (dette gjenspeiler for øvrig analytikernes forventninger).

Med en gjennomsnittlig kursnedgang på -34,5% (vs. -5,06% i sammenligningsperioden) fra midten av 2021 til midten av 2022 mener vi dette er et godt innkjøpspunkt. Videre argumenterer vi for at en kursoppgang til median kursmål er berettiget for 2023, ettersom vi estimerer at inntjening per aksje skal opp, som følgelig sender P/E multiplene nedover, og at selskapene skal handles oppover mot fair value DCF i 2024. Med dette til grunn handles selskapene i dag til en rabatt på 30%+ og 70%+ for henholdsvis 2023 og 2024 estimerer.

Vi vil bruke mer tid på denne type selskaper inn mot slutten av året. Når og hvis vi får rett i våre antagelser vil vi øke eksponeringen inn mot disse sektorene. Vi tror vi finner mesteparten av disse selskapene i Sverige.

Vibrand Absolutt

hittil i år

Avkastning: -0,32%

Referanseindeks: -2,82%



Topp 3 obligasjonsposisjoner

Klaveness	2,8 %
Wallenius Wilhelmsen	2,2 %
Protector Forsikring	2,2 %
Totalt obligasjoner	19,6 %

Topp 5 aksjeposisjoner

Telenor ASA	5,8 %
Storebrand Ord.	5,2 %
Orkla	5,4 %
Yara Internat.	5,1 %
Stolt-NielsenLtd	4,6 %
Resterende posisjoner	52,9 %
Aksjer totalt	79,1 %
Kontanter	1,2 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Absolutt

Vibrand Absolutt falt med -1,40% i august. Vår referanseindeks OSEFX falt med -1,42%.

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Hafnia, Odfjell og Scandi Standard.

De svakeste har vært Storytel og Sats.

Endringer i porteføljen

Vi har økt eksponeringen i: Dnb, Orkla, Pandox og Schibsted.

Vi har redusert i: Odfjell B, Hafnia og Elkem.



Topp 10 aksjeposisjoner

Novo Nordisk B	6,6 %
Yara Internat.	6,2 %
Orkla	4,8 %
Stolt-NielsenLtd	4,4 %
Storebrand Ord.	4,8 %
Mowi ASA	4,2 %
Hafnia Ltd	4,1 %
Telenor ASA	3,7 %
DNB Bank ASA	3,5 %
Scandi Standard	3,5 %
Resterende posisjoner	50,7 %
Aksjer totalt	96,7 %
Kontanter	3,3 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Norden

Vibrand Norden falt med -3,05% i august.
Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX falt med -2,80%

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Hafnia, Scandi Standard, Stolt Nilsen.

De svakeste har vært Flyr og Storytel.

Endringer i porteføljen

Vi har økt eksponeringen i: Orkla, Pandox, Schibsted, Thule, Investor AB og Storebrand.

Vi har redusert i: Hafnia og Elkem.



Topp 10 obligasjonsposisjoner

Wallenius Wilhelmsen	7,01 %
Stolt-Nielsen	6,25 %
Klaveness	5,50 %
DNB	4,69 %
Kistefos	4,67 %
Odfjell	3,26 %
Ocean Yield	3,08 %
Aker Horizon	2,88 %
Sparebanken Sør	2,66 %
Teekay LNG	2,53 %
Resterende posisjoner	53,6 %
Obligasjoner totalt	96,2 %
Kontanter	3,8 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Kreditt

August ble en svært god måned for Vibrand Kreditt og fondet endte opp 2,35% i måneden. Hele porteføljen ble reprimert opp og selskapene som rapporterte 2. kvartalstall kom inn på forventning eller bedre. Bortsett fra bank var det ingen nye NOK obligasjoner i markedet, men bankene som hentet penger tilbød gode betingelser.

Vibrand Kreditt var tegnet seg i DNB (3,75% + 3m nibor), Aasen Sparebank (4,20% + 3m nibor), Sparebanken Nord-Møre (4,00% + 3m nibor), Tinn Sparebank (4,4% + 3m nibor).

Fondet har også økt sin posisjon i Protector Forsikring og Color Group. Protector var et opportunistisk kjøp fra en svært villig selger, mens Color Group ble kjøpt basisforventing om sterk resultatforbedring i 1. halvår 2022. Denne antagelsen ble bekreftet når selskapet leverte tall for første halvår 2022 siste dagen i august.

Ved månedsslutt var kontantandelen i Vibrand Kreditt 3,88%, Yield to maturity 7,04% og kredittdurasjonen 2,5 år.