



OSEBX +2,75% (i år +3,15%) S&P 500 +1,46% (i år +8,59%) DAX +1,88% (i år +14,36%)
OSEFX +1,76% (i år +4,78%) VINX +4,13% (i år +18,33%)

| | | |
|-------------------|---------|-----------------|
| Vibrand Absolutt | + 4,34% | (i år + 13,50%) |
| Vibrand Norden | + 2,78% | (i år + 14,94%) |
| Vibrand Kreditt | + 1,27% | (i år + 2,53%) |
| Vibrand Bærekraft | + 2,06% | (i år +12,02%) |

Litt om markedet

Det har vært en turbulent måned for aksjemarkedet, preget av kvartalsrapporter, inflasjonstall, arbeidstall og bankkrisen i USA. De mest fremtredende risikofaktorene for markedet er fortsetter krigen i Ukraina, inflasjon, Kinas gjenåpning og geopolitisk spenning mellom USA & Kina.

Arbeidsmarkedsrapporten fra USA (nonfarm payrolls) viste at det ble skapt 236k nye jobber utenfor landbruket i mars, mot ventede 230k. Dette var betydelig lavere enn målingen fra februar (311k), men det illustrerer et arbeidsmarked som fortsatt er stramt. Videre falt ledigheten til 3,5%, mot ventet 3,6%. På den andre siden ser vi at lønnspresset fortsetter å avta med en gjennomsnittlig timelønnsvekst på 4,2% (mot 4,6% i februar).

Vi har fått flere nøkkeltall fra USA og Europa som viser styrken i økonomien på godt og vondt. Selv om vi ser at aktiviteten tar seg noe ned innenfor de fleste sektorer (lavere enn ventet BNP-vekst), så indikerer de siste inflasjonstallene (dvs. kjerneinflasjonen) at sentralbankene fortsatt har en jobb å gjøre.

Ved siste månedssrapport trakk vi frem den amerikanske bankkrisen; hva som har skjedd, hvordan det skjedde og et forventet utfall. Vi pekte ut rapportsesongen for de store amerikanske bankene som en potensiell katalysator, da den ville bli et viktig datapunkt for en eventuell friskmelding. Selv om bankene leverte noe ulikt, kan vi konkludere med solide resultater fra samtlige aktører. Ytterligere rapporter fra de regionale bankene (de mest utsatte) støtter synet om at uttaksstrømmen fra de regionale til en viss grad har blitt kontrollert, med unntak av First Republic Bank som vi pekte ut som det svakeste leddet, gitt selskapets situasjon.

First Republic Bank har over de siste 10+ årene lånt ut store boliglån med veldig lave renter for å lokke til seg rike kunder.

Utover den lave renten, har banken også gitt betalingsutsettelse på opptil 10 år. Med andre ord kan kunden låne betydelig til en lav rente, uten å nedbetale lånet før om 10 års tid (dvs. kun rentebetaling). Ettersom tilbakebetalingstiden er veldig lang, har det redusert verdien av porteføljen, noe som har komplisert en eventuell salgsprosess. JP Morgan har nå tatt over banken og innlemmet kundene under JPM paraplyen, noe vi vurderer som den beste løsningen, gitt situasjonen. På tross av usikkerheten vi ser i markedet i dag, hvor investorer leter etter det neste svake leddet med lignende renterisiko, mener vi det er god grunn til å argumentere for at det verste sannsynligvis er bak oss mht. bankkrisen.

Resultatesongen for 1kv. er godt i gang, og flere nordiske selskaper har nå levert. Kort oppsummert har resultatene vært veldig sterke og klart bedre enn ventet. Lavere kostnader forbundet med energi og råvarer i tillegg til igangsatte kostnadsbesparelser har løftet marginen for flere industriselskaper (ref. Volvo AB) samtidig som etterspørselen har overrasket svakt positivt.

Gjenåpningen av Kinas økonomi er forventet å øke etterspørselen av råvarer etter hvert som aktiviteten tar seg opp. Effekten av gjenåpningen har derimot ikke kommet like fort som markedet hadde forventet. Dette har hatt en negativ effekt på oljeprisen for måneden. Vi forventer at vi ser større effekter fra gjenåpningen mot slutten av året, når flere fabrikker kommer tilbake til en normalproduksjon. Høyere vekst mot slutten av året kombinert med OPEC+ ønske om stabilt høy oljepris indikerer at oljeprisen burde komme over 80 dollar før den holder nevnt nivå/eller høyere inn mot andre halvdel av 2023.





Markedssyn

Vårt markedssyn er fortsatt overvekt aksjer og høyrenteobligasjoner. Vi har i perioden økt/oppretholdt aksjeeksponeringen i samtlige av porteføljene. Vi er positive til aksjer på medium til lang sikt fordi vi tror store deler av motvinden vi har opplevd det siste året vil snu til medvind i andre halvår. Siste kvartalsrapporter underbygger markedssynet vårt og vi ser allerede tegn til lavere kostnadsinflasjon for bedrifter.

Bankkrisen som markedet har dekket bredt over de siste ukene har preget nyhetsbildet, markedsforsventninger og markedspriser den siste måneden. Vi argumenterte for at disse hendelsene i stor grad var idiosynkratiske (dvs. selskapsspesifikt fremfor sektorspesifikt), noe de siste kvartalsrapportene også bekrefter. Økt finansiell usikkerhet har likevel drevet de nordiske/norske bankene nedover på tross av at de ikke deler denne eksponeringen, og vi har økt eksponeringen i disse bankene, spesielt DNB (DNB tilbyr bedre inngang pga. svakere kronekurs).

Inflasjonen i USA for mars kom inn på 5%, mot ventede 5,2%. Dette var en sterk nedgang fra februar målingen som kom inn på 6%. Kjerneinflasjonen som ekskluderer energi og mat økte derimot til 5,6%, fra 5,5% i februar. Med sticky (etterslepene) kjerneinflasjon, fortsatt stramt arbeidsmarked og bankkrise som til en viss grad har blitt kontrollert, er det mye som taler for ytterligere rentehevinger fra FED (+0.25pp i mai). Utover dette ser vi også noen klare datapunkter som underbygger at rentetoppen er nær. Lavere enn ventet BNP-vekst indikerer lavere økonomisk aktivitet. Hvis trenden fortsetter vil dette være et godt tidspunkt for «vent og se» strategien, ettersom vi et at noen datapunkter er etterslepene.

Vi forventer at inflasjonen (målt år over år) vil komme betraktelig nedover de neste månedene forårsaket av basis-effekter (høy stigning i sammenligningsperioden), lavere energi- og råvarekostnader og lavere vekstforventninger. Summen av disse faktorene taler for at rentetoppen er nær, om ikke rett rundt hjørnet. Når vi ser en rentetopp vil markedet igjen rette

fokuset mot risiko aktiva og aksjemarkedet kan få en fin utvikling, litt som vi så i 2016-2017 perioden. Nå beveger vi oss inn i en periode som historisk sett har hatt en lavere avkastning («Sell in May and Go Away») sammenlignet med resten av året. Det er derimot ikke sikkert at dette vil inntreffe i år, når vi nå ser at flere analytikere må løfte forventningene sine for 2023, basert på sterke 1kv resultater. Industrisektoren som kanskje har sett de største nedrevideringene i forkant av resultatene, har levert over forventning på vekst og marginer, noe som fører til positive revideringer av estimater og kursmål.

Vi har nå fått det vi tror er den siste rentehevingen i USA (+0.25pp i Mai), noe som bringer FED Funds raten til intervallet 5 – 5.25%. Det er flere grunner til at vi mener dette var siste renteheving. Lavere aktivitet (dvs. lavere BNP vekst), litt svakere lønnsvekst, avtagende boligsalg og mindre tilgang på kreditt er noen av de mest fremtredende svakhetsfaktorene som indikerer at tidligere rentehevinger nå starter å gi effekt. Den siste JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) rapporten fra USA viste at totale tilgjengelige jobber falt til 9,59 millioner, noe som markerte den tredje nedgangen på rad og det laveste nivået siden mai 2021. Vi mener summen av disse faktorene vil bringe inflasjonen nedover, men ikke nødvendigvis til FED sitt mål på 2%.

Vi kan da få et scenario som ligner på det vi kaller ingen landing. Med det mener vi at renten vil holdes høyt over en lengre periode, dvs. til vi ser tydelig nedgang i kjerneinflasjonen, før rentene kuttes relativt aggressivt for å unngå en hard landing. Dette miljøet taler best for kvalitet, verdi og ikke-sykliske (dvs. defensive) selskaper. Vi har derfor valgt å opprettholde den defensive karakteren i porteføljen med bred eksponering innenfor selskaper som deler disse karakteristikkene.





Selskaper i fokus

Bank og finanssektoren har fått ufortjent mye juling på børsen i lys av den amerikanske bankkrisen. Selv om bankkrisen ser ut til å bli kontrollert, har den påvirket bankenes forutsetning for å yte kreditt. Med fortsatt sterkt arbeidsmarked og bedre enn ventet resultater fra selskapene er det derimot lite som taler for nærliggende høyere tap. Så lenge tapsavsetninger ikke øker vil bankene tjene på ytterligere rentehevinger, hvor f.eks. DNB er estimert å tjene ytterligere NOK 1,1 mrd per +0.25pp Norges Bank hever renten. Ser vi på forventningene for 2023 kan selskapet tjene mellom NOK 22-24 per aksje, noe vi mener berettiger en P/E nærmere 10x. Overordnet har vi et kursmål på NOK 230. Dette kan derimot endre seg hvis vi får flere rentehevinger enn antatt (positivt), eller at tapsavsetninger øker (negativt).

De norske oljeprodusentene har falt sammen med olje- og gassprisene i løpet av måneden. Vi mener økt mobilitet (dvs. reiseliv), Kinas gjenåpning og varmere vær vil bidra til høyere etterspørsel i andre halvdel av 2023. Videre finner vi dagens verdsettelse attraktiv med en estimert inntjening per aksje på USD 3.88, 3.57 og 0.38 for henholdsvis Equinor, Aker BP og Vår Energi i 2023. Våre kursmål er NOK363, NOK334 og NOK35 for henholdsvis Equinor, Aker BP og Vår Energi.

Fiskesektoren har opplevd høyere volatilitet enn børsen for øvrig, som en konsekvens av lakseskatten. Siste forslag indikerer en lakseskatt på 35%. Vi benytter nå det siste forslaget som forutsetninger i kursmål (dvs. 35% grunnrenteskatt) med en laksepris som ligger godt under spot markedet (NOK 90 vs. +NOK 120). Da får vi ca. 10% oppsidepotensialet til kursmål for henholdsvis Mowi (NOK 220) og Salmar (NOK 510). En reduksjon i lakseskatten vil ha størst betydning for Salmar, fordi større deler av produksjonen deres er inkludert. Videre ser vi ytterligere oppsidepotensialet i Salmar hvis driften av NRS kommer opp på nivået til Salmar og store kostnadssynergier kan hentes ut. Vi har derfor valgt å redusere Mowi beholdningen vår mens vi opprettholder posisjonen i Salmar.

Telenor har hatt en veldig fin opptur så langt i år hvor den har lagt på seg hele 43%. Lavere kontantstrøm satte utbytte policyen under press i løpet av fjoråret, noe som tynget aksjekursen. Vi kjøpte oss ytterligere opp når selskapets kontantstrøm forbedret seg og utbytte policyen

ikke lenger var truet. Selv om selskapet fortsatt ser billig ut basert på kontantstrøm og utbytte, mener vi noe av potensialet nå er tatt ut. Ettersom investorer er fornøyde med 4-5% direkteavkastning for sparebanker, kan man argumentere for at Telenor burde handles til samme yield, noe som tilsvarer NOK 160 per aksje. Vi ser ikke like mange kortsiktige triggere i caset nå, og har derfor startet å redusere beholdningen.

Vi har kjøpt oss opp i havvind-serviceselskapet Edda Wind. Selskapet har i det siste opplevd en sterk flåtevekst, og har hittil i år allerede utvidet flåten fra 2 til 5 båter, samt venter selskapet på ytterligere 9 nybyggordre (+5 opsjoner) som skal være ferdige innen Q1 2026. Videre så ser vi en kraftig økende global etterspørsel etter karbonfrie energi og offshore vindkraftprosjekter, og det anslås at det er nødvendig å bygge over 200 nye skip innen 2030 hvis alle vindkraftprosjektene skal kunne utføres. Dette har allerede dratt ratene over forventede nivåer og vil trolig fortsette å være en positiv driver for Edda Winds flåte.

Storebrand er også blitt påvirket negativt av den siste tidens negative kursbevegelser i banksektoren. Storebrand forvalter fortsatt en stor andel garanterte porteføljer. Disse porteføljene binder 75% av egenkapitalen til selskapet og avkastning på denne delen av porteføljen er veldig liten ca. 2%. Denne delen av porteføljen er nedadgående, samtidig så vil et høyere rentenivå bidra til å gi mer avkastning utover den garanterte delen. Når rentene er høye kan selskapet også inngå eller kjøpe obligasjoner som overstiger den garanterte avkastningen og bokføre disse investeringene som anleggsmidler slik at de ikke påvirker resultatet negativt i perioder når rentene stiger. Når rentene stiger faller også kravet til egenkapital for selskapet, noe som bidrar til at Storebrand nå er overkapitalisert. Vi tror selskapet kan frigjøre opptil NOK 15 mrd., noe som tilsier at den reelle prisen på selskapet er NOK50. Inntjening i selskapet varierer mellom NOK 5-7, noe som tilsier en kurs på mellom NOK 70 – 91 + 30 (NOK 15 mrd.) = NOK 100-120. Når vi i tillegg vet at det ikke er noen store eiere i selskapet kan prisen fort bli høyere ved et eventuelt oppkjøp.





Makro

KPI April (March):

EMU: +7.0% YoY (+6.9%)

USA: N/A YoY (+5.0%)

Norway: N/A YoY (+6.50%)

China: N/A YoY (+0.70%)

PMI Industrial April (March):

EMU: 45,80 (47,30)

USA: 50,20 (49,20)

Norway: 51.2 (48,60)

China: N/A (50,00)

PMI Service April (March):

EMU: 56,60 (55,00)

USA: 53,70 (52,60)

China: N/A (57.80)

Retail Sales March (February):

EMU: N/A m/m (-0,80%)

USA: -0,60% m/m (-0,70%)

Norway: +0,00% m/m (-0,60%)

China: +0,15% m/m (+0,67%)

GDP Growth Q1 (Q4):

EMU: +0.1% Y/Y (+0%)

USA: +1.1% Y/Y (+2.6%)

China: +4,50% Y/Y (+2,90%)

Norway: N/A Y/Y (+1,30%)

Rate Policy April:

ECB: 3,50% (3,50%)

USA: 5,00% (4,75%)

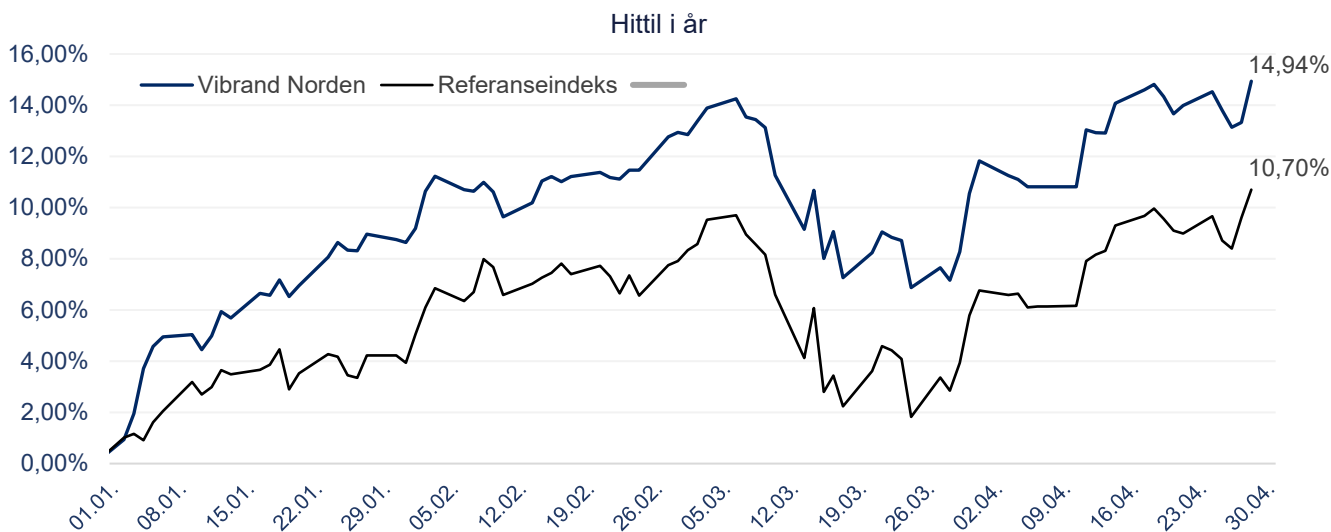
China: 3,65% (3,65%)

Norway: 3,00% (2,75%)





Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

| | |
|------------------------------|----------------|
| Novo Nordisk B | 7,6 % |
| Storebrand Ord. | 5,3 % |
| Yara Internat. | 5,0 % |
| DNB Bank ASA | 4,9 % |
| Aker BP | 4,1 % |
| Pandox AB B | 3,5 % |
| Orkla | 3,5 % |
| Scandi Standard | 3,4 % |
| Telenor ASA | 3,3 % |
| Duni AB | 3,3 % |
| Resterende posisjoner | 46,9 % |
| Aksjer totalt | 90,9 % |
| Kontanter | 9,1 % |
| Total portefølje | 100,0 % |

Vibrand Norden

Porteføljen har hatt en god utvikling i løpet av april med en oppgang på 2.78%. Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte opp 2,66%.

Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss videre opp i oljeprodusentene Aker BP, Equinor og VÅR. Vi har økt i SUBC, AKSO, Edda Wind, Crayon, Pandox, Scandic Hotels, Volvo og SKF.

Vi har begynt å selge oss ned i Mowi, videre har vi solgt oss helt ut av en mindre posisjon i Kahoot.

Litt om endringene

Vi har valgt å øke eksponeringen i oljeprodusentene Equinor, Aker BP og Vår Energi, som vi oppfatter som ekstremt billig.

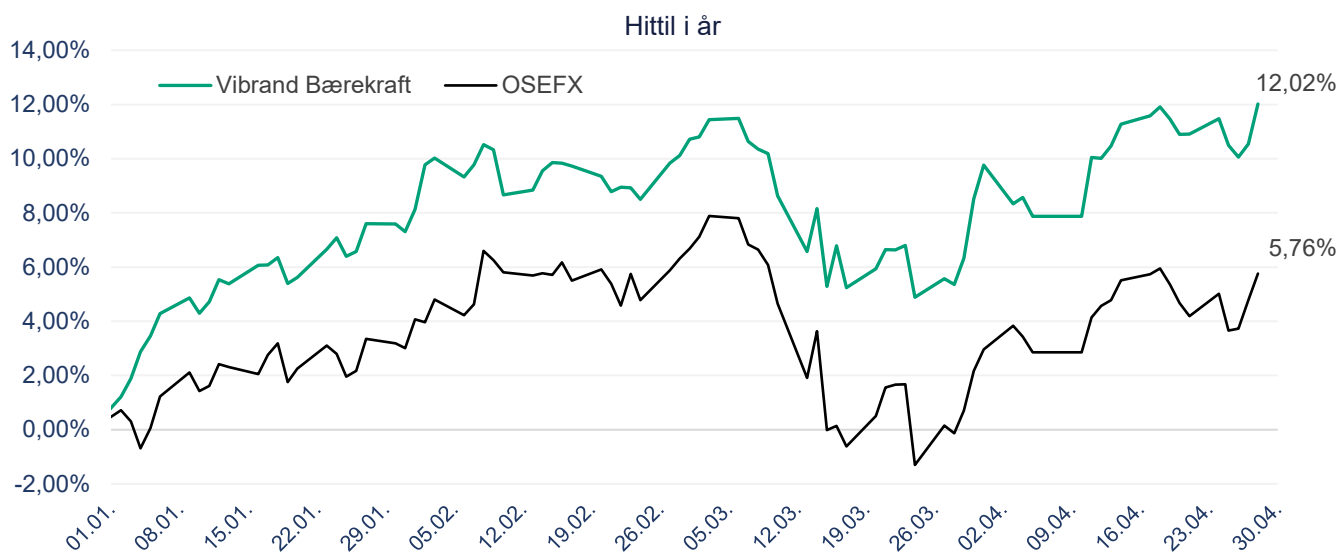
Equinor leverte tall denne uken, resultatet etter skatt er justert er USD 3.5 mrd. eller NOK 150 mrd., dividender og tilbakekjøp er forventet til USD 17 mrd. eller NOK 180 mrd. Disse resultatene er gjort ved salg av olje på USD 73. Prisen på selskapet er NOK 950 mrd. Dette gir en PE 6.3x og en direkteavkastning i år på 19%. På grunn av denne lave prisingen tror vi disse aksjene kan stige 30-40%.

Kahoot leverte et skuffende 4kv. med lavere vekst og marginer innenfor «Core Kahoot». Den lysende stjernen i porteføljen i 2022, Clever leverte også dårligere enn forventet, noe som førte til at vi nedjusterte kursmålet vårt til NOK 25 fra NOK 30. Selskapet handlet kraftig oppover frem mot 1kv. rapporten, takket være DNB sin oppgradering og høye forventninger. Vi delte ikke denne optimismen, og benyttet derfor anledningen til å selge hele beholdningen i forkant av rapporten på det som tidligere har vært et teknisk motstandspunkt på NOK 28.





Vibrand Bærekraft (Art. 8)



Topp 10 aksjeposisjoner

| | |
|------------------------------|----------------|
| Duni AB | 5,4 % |
| Orkla | 5,2 % |
| Pandora Aps | 5,1 % |
| SalMar | 5,0 % |
| SSAB A | 4,9 % |
| DFDS | 4,9 % |
| Volvo AB B | 4,4 % |
| Aker | 4,1 % |
| Storebrand Ord. | 4,0 % |
| Inwido AB | 4,0 % |
| Resterende posisjoner | 41,7 % |
| Aksjer totalt | 88,7 % |
| Kontanter | 11,3 % |
| Total portefølje | 100,0 % |

Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en god avkastning i løpet av april med en oppgang på 2,06%, og er med det opp 12,02% for året. Vi har opprettholdt den defensive karakteren i porteføljen med en kontantposisjon på ca. 10%.

Vi har i løpet av måneden kjøpt oss opp i DNB, som en konsekvens av den dårlige kursutviklingen aksjen har hatt siden den amerikanske bankkrisen startet. Med flere norske rentehevinger rundt hjørnet vil selskapet øke netto renteinntekter ytterligere fra dagens rekordhøye nivå.

Forvalters hjørne

Duni Group er en av de ledende skaperne av bærekraftig og innovative konsepter for dekket bord og take-away mat. I 2018 kjøpte selskapet en eierandel på 75% i australske BioPak, som spesialiserte seg på bærekraftig pakning til mat og take-away.

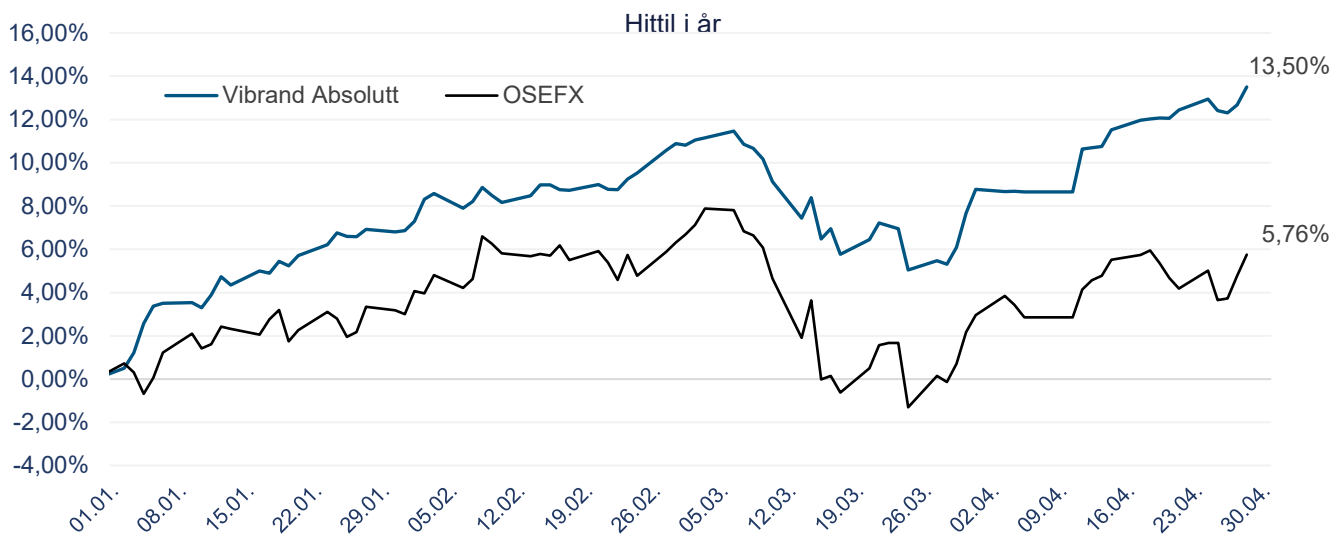
Gjennom oppkjøpet fikk Duni en ny arm å lene seg på, med gode skaleringsmuligheter. Etter at de i desember 2022 solgte en andel på 25% i BioPak til det australske private equity selskapet Five V Capital, har de også fått en strategisk eier med god track record for vekstselskaper.

Transaksjonsverdien (dvs. 25% stake) endte på ca. SEK 461m, noe som var betydelig høyere enn verdien de betalte for 75% eierandel tilbake i 2018 (Duni sin implisitte ROI på BioPak var over 200%). Nå som råvarepriser kommer nedover (dvs. energi- og pulp-priser) ser vi også at marginen kommer tilbake fra de lave nivåene vi så i 2022. Økt mobilitet frem mot sommeren og andre halvdel av 2023 underbygger veksten de har klart å vise de siste kvartalene (omsetningsvekst på 30.1% YoY i Q1). Vårt overordnede kursmål er SEK 130 per aksje. Ytterligere marginforbedring vil øke inntjeningspotensialet på sikt, som igjen vil øke kursmålet vårt hvis dette inntreffer.





Vibrand Absolutt



Topp 3 obligasjonsposisjoner

| | |
|----------------------------|---------------|
| Klaveness | 2,0 % |
| Wallenius Wilhelmsen | 2,0 % |
| Kredinor | 2,0 % |
| Totalt obligasjoner | 17,9 % |

Topp 5 aksjeposisjoner

| | |
|------------------------------|----------------|
| Telenor ASA | 5,5 % |
| DNB Bank ASA | 5,2 % |
| Storebrand Ord. | 5,1 % |
| Yara Internat. | 5,0 % |
| Orkla | 4,7 % |
| Resterende posisjoner | 48,5 % |
| Aksjer totalt | 74,0 % |
| Kontanter | 8,1 % |
| Total portefølje | 100,0 % |

Vibrand Absolutt

Porteføljen har hatt en veldig god utvikling i løpet av april med en oppgang på 4.34%. Referanseindeksen vår OSEFX endte opp 1.76%.

Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss videre opp i oljeprodusentene Aker BP, Equinor og VÅR. Vi har økt i SUBC, AKSO, Edda Wind og Pandox.

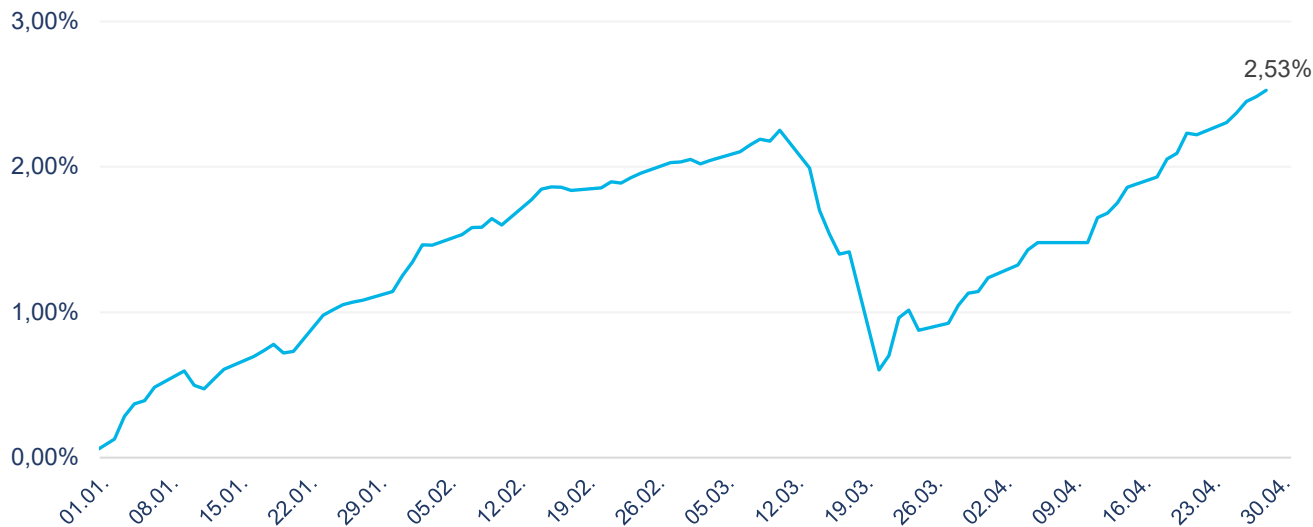
Vi har begynt å selge oss ned i Telenor, Mowi og Sparebanken Sør-Øst Norge.





Vibrand Kreditt

Hittil i år



Topp 10 obligasjonsposisjoner

| | |
|------------------------------|----------------|
| DNB | 6,93 % |
| Wallenius Wilhelmsen | 5,69 % |
| Stolt-Nielsen | 5,05 % |
| Kistefos | 4,77 % |
| Klaveness | 4,94 % |
| Odfjell | 2,74 % |
| Sparebanken Sør | 2,60 % |
| Color Group | 2,57 % |
| SuperOffice | 2,32 % |
| Jotta Group | 2,31 % |
| Resterende posisjoner | 58,1 % |
| Obligasjoner totalt | 98,1 % |
| Kontanter | 1,9 % |
| Total portefølje | 100,0 % |

Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 2,53% så langt i år og 1,35% i april måned.

Det er fortsatt svært få nye NOK obligasjoner i markedet. Tilgangen i annenhåndsmarkedet er også svært begrenset. Til sammen presser dette prisene oppover. Resultatet er en markant spread inngang for tilnærmet alle papirer med 3-mnd NIBOR rentejustering i vår portefølje. 3-mnd NIBOR har i april gått fra 3,26% ved inngangen i måneden til 3,76 ved utgangen. Verdiutviklingen for fast rente papirene er derfor svakt negativt. Fast rente papirer utgjør en liten andel av porteføljen - 3,4%.

Vi har i april gjort noen opportunistiske småkjøp i navn som allerede er i porteføljen, men ikke tatt inn noen nye navn. Det er ikke solgt noen posisjoner. I vårt marked synes det fortsatt å være stor fokus på AT1 papirer utstedt i EUR og USD fra skandinaviske banker. Disse selges fra EUR og USD investorer til skandinaver.





Våre forvaltere



Carsten Winger

Daglig Leder/Forvalter

Carsten er utdannet ved University of San Francisco, USA. Han har drevet det som nå er Vibrand Kapitalforvaltning siden 2002. Han har jobbet innen finansnæringen siden 1987 og har bred erfaring fra hedgefond, renteforvaltning og valutamegling.



Gudbrand Fløtaker

Forvalter Kreditt

Gudbrand er utdannet ved Handelsakademiet og har bakgrunn fra finans og shipping. Han har 12 års erfaring fra administrasjon og forvaltning av verdipapirfond og har jobbet hos Vibrand siden 2008.



Jacob Teigland

Forvalter

Jacob jobbet deltid som analytiker hos Vibrand Kapitalforvaltning mens han fullførte sin MSc in Finance ved Handelshøyskolen BI i Oslo. Siden sommeren 2022 har Jacob jobbet fulltid hos Vibrand Kapitalforvaltning som Analytiker & Forvalter.



Runar Jacobsen

Forvalter

Runar er utdannet ved NTNU i Ålesund. Har erfaring med aksjeforvaltning som leder for børsgruppen ved NTNU Ålesund, Alpha Finance (vinner av den nasjonale konkurransen Skoleduellen i 2021-2022), samt jobbet med valuta- og shippingmarkedet.

