



OSEBX -2,27% (i år +0,80%)	S&P 500 +0,25% (i år +8,86%)	DAX -1,62% (i år +12,50%)
OSEFX -1,05% (i år +3,68%)	VINX -1,80% (i år +16,20%)	
Vibrand Absolutt	- 2,74%	(i år + 10,39%)
Vibrand Norden	- 2,70%	(i år + 11,84%)
Vibrand Kreditt	+ 0,83%	(i år + 3,37%)
Vibrand Bærekraft	- 3,69%	(i år +7,89%)

## Litt om markedet

Det har vært en svak måned for aksjemarkedene, preget av kvartalsrapporter, inflasjons- og arbeidstall, det amerikanske gjeldstaket og veksthistorien i Kina, post-COVID. De mest fremtredende risikofaktorene for markedet slik vi ser det er fortsatt krigen i Ukraina, inflasjonen, Kinas gjenåpning og den geopolitiske spenningen mellom USA & Kina.

Vi har fått to amerikanske arbeidsmarkedsrapporter for henholdsvis april og mai måned (non-farm payrolls). I april ble det skapt 294k nye jobber utenfor landbruket, mot forventede 239k. Følgelig tikket arbeidsledigheten videre nedover til lave 3,4%. I mai ble det skapt 339k nye arbeidsplasser mot forventede 190k. Dette nivået er fortsatt betydelig høyere enn ønsket, da USA trenger ca. 70k – 100k nye arbeidsplasser per måned for å motvirke aldrende befolkning. Mai tallene viser derimot en utvikling vi ikke har sett tidligere, nemlig høyere arbeidsledig som tikket opp fra 3,4% til 3,7%. Ettersom det fortsatt skapes for mange nye jobber tyder dette på at de anekdotiske oppsigelsene vi har sett innenfor teknologi og finans starter å gi en effekt (non-farm payrolls baseres på brutto).

Vi har fått en rekke nøkkeltall fra USA, Europa og Kina, som gir et blandet bilde av økonomien og utsiktene fremover. Industriproduksjonen og sentimentet rundt industri-utsiktene fortsetter å trekke nedover i store deler av verden, på tross av solide kvartalsrapporter med bedre enn ventet ordreinngang. På den andre siden av skalaen finner vi service sektoren som fortsetter å vise enorm styrke på tvers av ulike økonomier. Detaljhandelen fortsetter å trekke seg tilbake i Europa, mens USA snudde den negative trenden (februar & mars) med en marginal oppgang på 0,4%, fortsatt langt under forventede 0,8%.

Gjeldsforhandlingene i USA har definitivt påvirket

markedet negativt i måneden. Store avstander mellom Demokratene og Republikanerne økte risikoen for en stand-off som potensielt kunne sende USA inn i mislighold. Etter en lengre prosess med bastante uttalelser fra begge kanter har de likevel klart å forhandle frem et resultat som gagnar enhver amerikaner og verdensøkonomien, på tross av misnøyen uttrykt fra partienes ekstreme kanter. Tross alt "A good compromise is when both parties are dissatisfied".

Kinas gjenåpning av samfunnet etter en streng COVID politikk har vært en av de viktigste vekst driverne i markedet så langt i år. Forventning om økende etterspørsel av olje og andre råvarer som en konsekvens av at flere fabrikker normaliserer driften har blitt mindre enn ventet, noe som har blitt tydeligere etter publisering av svakere nøkkeltall i løpet av den siste måneden.

Det er flere grunner til at Kinas gjenåpning har vært svakere enn ventet. Hovedgrunnen er at smittetallene er mye høyere enn tidligere publiserte tall. På den andre siden er det positivt at vi ser en lav dødelighet. Men på grunn av de høye smittetallene er mobiliteten lavere enn antatt.

Bilsalget har i løpet av de siste månedene stagnert, som en konsekvens av høyere smitte og mindre subsidier enn tidligere.

Vi mener det er grunn til å tro at smittetallene i Kina når en topp i Juni og det er derfor sannsynlig at etterspørselen fra Kina vil øke i de kommende månedene.





## Markedssyn

Vårt markedssyn er fortsatt overvekt aksjer og høyrenteobligasjoner. I løpet av måneden har vi fortsatt å øke aksjeksponeringen fordi vi fortsatt er positive til aksjer på medium og lang sikt.

Vi tror vi vil se lavere inflasjon ut fra USA over de neste to månedene (dvs. headline år-over-år), primært drevet av basis effekter (store stigninger i fjor) og lavere råvarekostnader. Vi tror dette kan medføre at vi ser inflasjonen i USA ned mot ca. 3% ved midten av juli, noe som vil være veldig positivt for aksjemarkedet og selskapsobligasjoner.

Vi er spesielt positive til norske aksjer som vi mener handles med en betydelig rabatt sammenlignet med det nordiske, europeiske og amerikanske markedet. Videre tror vi NOK kan styrke seg som en konsekvens av flere årsaker. Lavere olje- og gasspriser reduserer skattebetalingene til de store oljeprodusentene, som igjen fører til at Norges Bank kan redusere salget av NOK i forbindelse med at skatteinntektene blir overført til Oljefondet.

Vi har derfor valgt å vri våre porteføljer inn mot det norske markedet for å ta fordel av denne feilprisingen og muligheten for sterkere krone.

Vi har tidligere sammenlignet nåværende periode med markedet vi så i 2016 – 2017, da de deler flere makroøkonomiske likhetstrekk. På dette tidspunktet var Oslo Børs priset tilnærmet likt de øvrige børsene i Norden. I dag prises derimot Oslo Børs med en betydelig rabatt, som vi illustrerer nedenfor.

Det er flere årsaker som kan forklare den store differensen mellom Oslo og resten av Norden. Likevel mener vi at denne rabatten bør handles inn når markedet innser at rabatten er for stor, noe vi mener den nå starter å bli.

For utenlandske investorer blir de norske aksjene rimeligere som en konsekvens av den svake norske kronen. Vi tror utenlandske investorer igjen vil komme tilbake å bli en vesentlig bidragsyter til en reprising av det norske aksjemarkedet.

Vi tror kronen kommer til å styrke seg inn mot slutten av året, drevet av primært tre årsaker. Lavere olje- og gasspriser reduserer skattebetalingene til de store oljeprodusentene, som igjen fører til at Norges Bank kan redusere salget av NOK i forbindelse med at skatteinntektene blir overført til Oljefondet (fordi

oljefondet investerer i utenlandsk valuta). Selv om dette ikke direkte gir støtte til høyere NOK, vil presset dempes signifikant. Norges Bank ligger også bak sine respektive handelspartnere i renteløpet, noe som signaliserer ytterligere rentehevinger som igjen vil styrke kronen. Avslutningsvis må vi nevne at den politiske risikoen som har dominert nyhetsbilde på hjemmebane (dvs. personlige skatteøkninger og lakseskatten) nå har dempet seg, noe som burde tale godt for utenlandsk investor interesse.

Ser vi litt lengre frem mener vi inflasjonen i USA vil fortsette å falle kraftig inn mot slutten av året (år-over-år). En av de mest etterslepene komponentene i inflasjonen er boligkostnader. Ettersom de fleste boliglånene har lang løpetid med fastrente har vi ikke har sett de store svakhetene i boligmarkedet til nå. Med KPI regulerte kontrakter vil derimot prispresset avta kraftig når vi starter å benytte lavere prisvekst, som vi tror vi får fremover.

Hvis vi treffer på vårt markedssyn, vil hele aksjemarkedet stige. Riktignok, mener vi noen sektorer er bedre posisjonert til å dra nytte av lavere renter. Vi liker lavt prisede sektorer som har stort inntjeningspotensial, noe vi finner i bank/finans, reiseliv og matproduksjon. Videre liker vi de norske oljeprodusentene som er veldig lavt priset hvis man legger til grunn dagens olje- og gasspris, samt valutaeffektene av en svak krone. Aksjemarkedene bunnet ut i oktober i fjor fordi vi fikk de første positive inflasjonstallene fra USA (dvs. september var toppen). Dette sendte hele aksjemarkedet inn i en god trend som strakk seg til starten/midten av februar i år. I denne perioden handlet svensk eiendom opp mellom 44% – 60%. Når selskapene nå har kommet tilbake mot nivåene vi så i oktober, tror vi at vi kan se en lignende bevegelse hvis markedssynet inntreffer og vi ser lavere renter. Vi har derfor startet å ta opp eksponeringen i de selskapene vi mener er best posisjonert basert på verdsettelse, eiendomseksponering og ikke minst kapitalisering (dvs. lav «loan to value»). Basert på overnevnte har vi pekt ut Castellum og Fabege som de beste alternativene for nettopp denne eksponeringen.



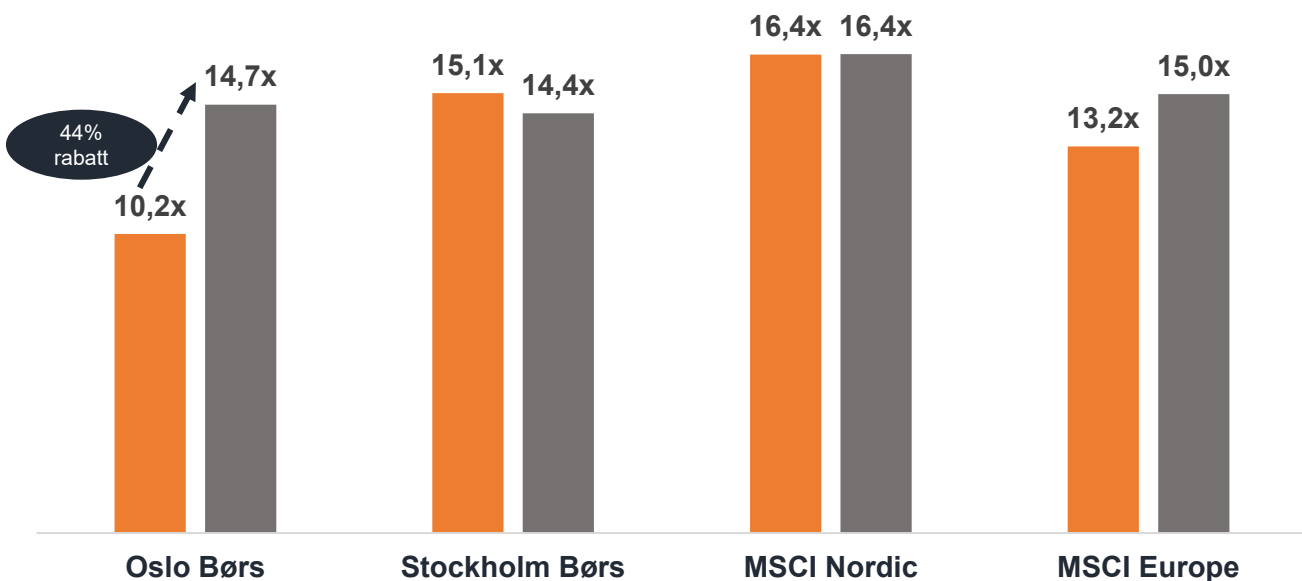


## Makro og prising av Oslo Børs

<p><b>KPI Mai (April):</b></p> <p>EMU: +6.1% YoY (+7.0%)</p> <p>USA: N/A YoY (+4.9%)</p> <p>Norway: N/A YoY (+6.40%)</p> <p>China: N/A YoY (+0.10%)</p>	<p><b>PMI Service Mai (April):</b></p> <p>EMU: 55,90 (56,20)</p> <p>USA: 55,10 (53,60)</p> <p>China: N/A (56,40)</p>	<p><b>GDP Growth Q1 (Q4):</b></p> <p>EMU: +0.10% Y/Y (+0%)</p> <p>USA: +1.30% Y/Y (+2.6%)</p> <p>China: +2,20% Y/Y (+0,60%)</p> <p>Norway: +0,20% Y/Y (+0,00%)</p>
<p><b>PMI Industrial Mai (April):</b></p> <p>EMU: 44,80 (45,80)</p> <p>USA: 48,40 (50,20)</p> <p>Norway: 47,40 (51,20)</p> <p>China: 50,90 (49,50)</p>	<p><b>Retail Sales April (March):</b></p> <p>EMU: N/A m/m (-1,20%)</p> <p>USA: +0,40% m/m (-0,70%)</p> <p>Norway: -1,20% m/m (-0,20%)</p> <p>China: +0,49% m/m (+0,78%)</p>	<p><b>Rate Policy Mai:</b></p> <p>ECB: 3,75% (3,50%)</p> <p>USA: 5,25% (5,00%)</p> <p>China: 3,65% (3,65%)</p> <p>Norway: 3,25% (3,00%)</p>

## Prising av Oslo Børs

■ P/E today ■ P/E Juni 2016





Vibrand Norden



**Topp 10 aksjeposisjoner**

Novo Nordisk B	8,0 %
Storebrand Ord.	5,3 %
DNB Bank ASA	4,9 %
Yara Internat.	4,7 %
Equinor	4,3 %
Aker BP	4,3 %
Norwegian Air Shuttle	3,7 %
Pandox AB B	3,6 %
Orkla	3,5 %
Scandi Standard	3,0 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>47,8 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>93,1 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>6,9 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

**Vibrand Norden**

Porteføljen har hatt en svak utvikling i måneden med en nedgang på -2,70%, på linje med det øvrige markedet. Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte ned -1,34%.

**Endringer i porteføljen**

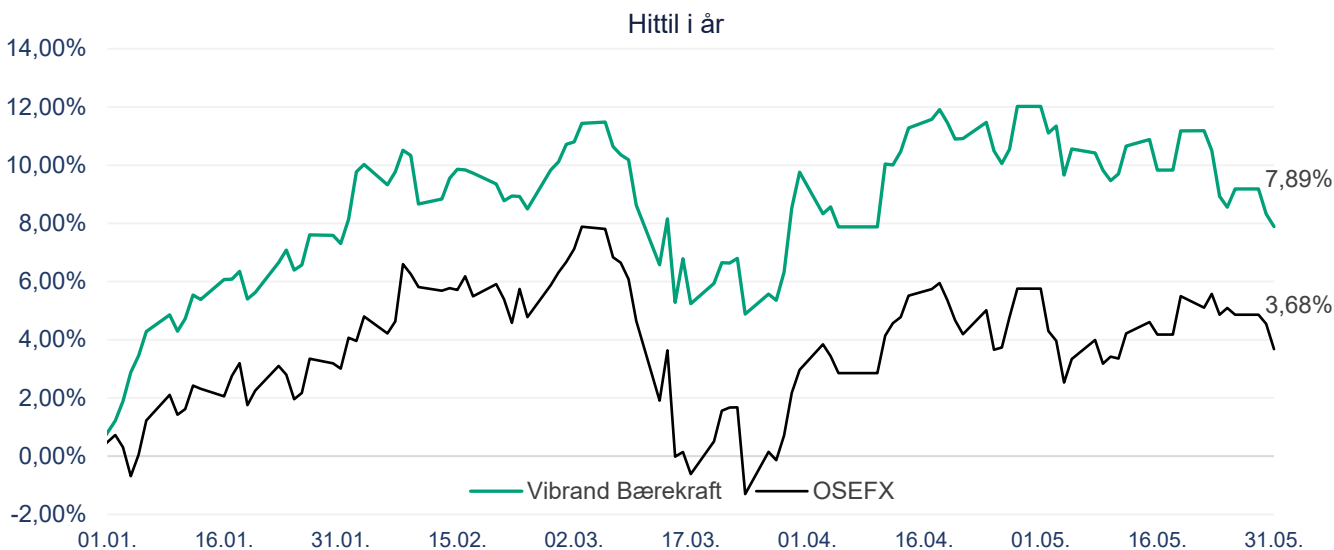
Vi har økt posisjonene i Equinor, Aker, Norwegian, Otovo og Pandora. Vi har kjøpt Castellum, Fabege og Volvo.

Vi har solgt og kjøpt Novo Nordisk. Vi har redusert posisjonen i Storskogen. Vi har solgt oss ut av Investor.





Vibrand Bærekraft (Art. 8)



Topp 10 aksjeposisjoner

Orkla	5,3 %
SalMar	5,2 %
SSAB A	5,0 %
DFDS	4,7 %
Pandora Aps	4,7 %
Duni AB	4,6 %
Volvo AB B	4,4 %
Storebrand Ord.	4,0 %
DNB Bank ASA	3,9 %
Aker	3,8 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>42,4 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>88,1 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>11,9 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en svak utvikling i måneden med en nedgang på -3,69%. Store deler av den positive utviklingen vi har sett denne måneden kommer fra en håndfull amerikanske IT selskaper (AI / KI). Med lavere IT eksponering har dermed fondet prestert dårligere enn de amerikanske indeksene, og mer på linje med de nordiske børsene med høyere industri og energi eksponering.

Vi har startet å kjøpe oss opp i Subsea 7.

Forvalters hjørne

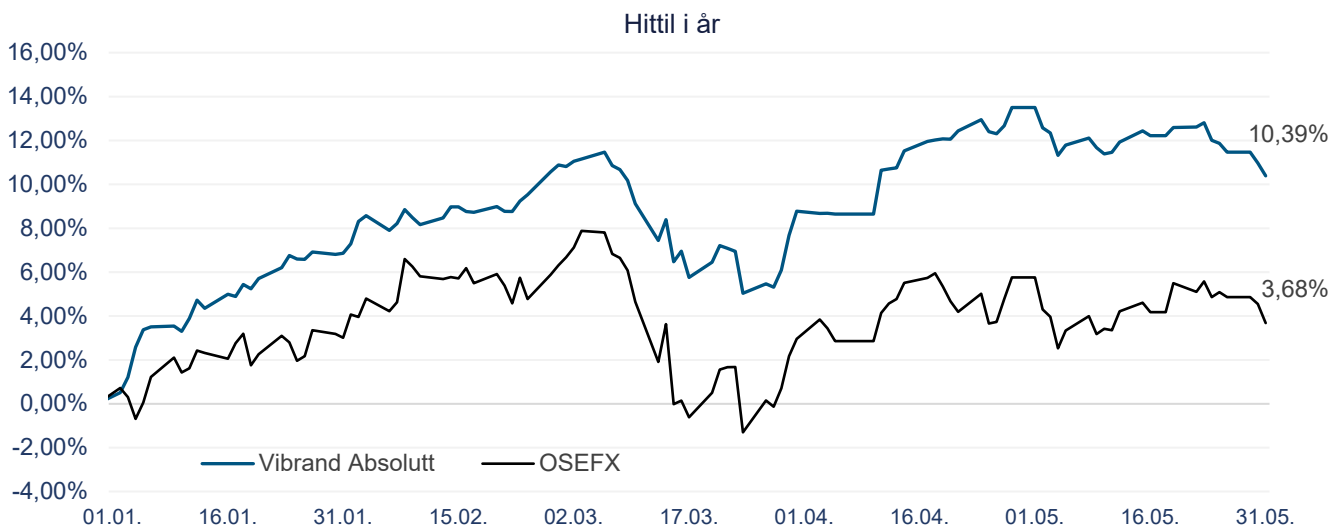
Subsea 7 er en global leder innen levering av offshore-prosjekter og tjenester for den utviklede energisektoren.

Etter at Subsea skilte ut fornybareheten sin og fusjonerte med Offshore Heavy Transport (OHT) etablerte de et nytt selskap, nemlig Seaway 7. Selskapets ble etablert for å kapitalisere på trenden vi ser innenfor offshore wind frakt, installasjon og service, med en god eksisterende flåte. Videre har selskapet bestilt ny-bygg som er konstruert for nettopp dette bruksområdet og ved levering kan Seaway 7 tilby løsninger til hele verdikjeden (dvs. frakt, installasjon, kabler og service). Etter en dårlig kursutvikling på børsen har Subsea 7 valgt å ta selskapet (Seaway 7) tilbake til morselskapet, hvor alt handles under Subsea 7. I etterkant av strategiendringen har vi startet å kjøpe oss inn i selskapet, fordi caset passer bedre inn i vår investeringsstrategi. Med de «brune» inntektene fra subsea divisjonen reduseres kapitalbehovet som trengs for å opprettholde det nye satsningsområdet (tar litt tid før kontantstrømmer blir positive) innenfor vind, noe som forbedrer investeringscaset fra vårt perspektiv.





## Vibrand Absolutt



### Topp 3 obligasjonsposisjoner

Wallenius Wilhelmsen	2,0 %
Klaveness	2,0 %
Kredinor	2,0 %
<b>Totalt obligasjoner</b>	<b>17,5 %</b>

### Topp 5 aksjeposisjoner

DNB Bank ASA	5,4 %
Storebrand Ord.	5,2 %
Yara Internat.	4,8 %
Orkla	4,8 %
Telenor ASA	4,8 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>53,1 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>78,1 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>4,4 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Absolutt

Porteføljen har hatt en svak utvikling i måneden med en nedgang på -2,74%, på linje med det øvrige markedet. Referanseindeksen vår OSEFX endte ned -1,05%.

### Endringer i porteføljen

Vi har i løpet av måneden økt eksponeringen i aksjer.

Vi har økt posisjonene i Aker BP, Equinor, DNB, Norwegian og Salmar. Vi har begynt å kjøpe en mindre posisjon i Novo Nordisk og Pandora. Vi har kjøpt Castellum og Faberge.

Vi har solgt oss ned i Sparebanken Øst.





Vibrand Kreditt

Hittil i år



Vibrand Kreditt

Topp 10 obligasjonsposisjoner

Wallenius Wilhelmsen	7,08 %
DNB	7,08 %
Klaveness	5,02 %
Kistefos	5,00 %
Stolt-Nielsen	3,65 %
Odfjell	2,83 %
Sparebanken Sør	2,64 %
Color Group	2,63 %
SuperOffice	2,35 %
Jotta Group	2,33 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>58,8 %</b>
<b>Obligasjoner totalt</b>	<b>99,4 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>0,6 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

Vibrand Kreditt er opp 3,37% så langt i år og 0,83% i mai måned.

Tilgangen i emisjons markedet for NOK papirer var i all hovedsak fondsobligasjoner fra sparebanker i mai. Betingelsene er i området fra 4% til 4,4% margin + 3 NIBOR. Med NIBOR på oppimot 4% ser vi kupongrente +/- 8%. Vi deltar i disse emisjonene og har siste måneden tegnet i Sandnes Sparebank, Jernbanepersonalets Sparebank og Landkreditt. Siste måned har det ikke vært emittert selskapsobligasjoner fra noe betydelige navn. Derimot har flere selskaper kommunisert at de ikke vil fornye obligasjoner når disse kommer til forfall. Stolt-Nielsen, Bulk Industrier og Høegh LNG er blant disse. De har alle låne på NOK 1.500.000.000 med forfall de neste 3 månedene. Disse skal ikke fornyes i obligasjonsmarkedet.

Summen av dette, samt oppfattelsen om at inflasjon og renter flater ut og kan være ved en topp gir stor etterspørsel etter NOK papirer i annenhånds handelen. Marginene har kommet mye inn i vår og vi forventer at dette fortsetter gjennom sommeren og utover høsten. Vi har derfor tatt ned kontant beholdningen til et minimum og økt durasjonen i fondet. Selskapene i porteføljen rapporterer jevnt over gode resultater i første kvartal og vi tror vi vil se ytterligere margininnnganger i tiden som kommer.

Yield to maturity er 8,28% og durasjonen 2,75. Kontantandelen er 0,35%.





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.

