



OSEBX	-0,77%	(i år +7,74%)	VIBRAND ABSOLUTT	+0,38%	(i år +16,80%)
OSEFX	-1,63%	(i år +6,73%)	VIBRAND NORDEN	+0,52%	(i år +17,21%)
S&P 500	-2,20%	(i år +9,23%)	VIBRAND KREDITT	+0,58%	(i år +7,30%)
VINX	-0,26%	(i år +9,33%)	VIBRAND BÆREKRAFT	-1,06%	(i år +8,22%)
DAX	-3,75%	(i år +6,37%)			

Litt om markedet

Det har vært en svak måned for aksjemarkedene, preget av makroøkonomiske nøkkeltall, usikkerheten forbundet med sentralbankenes rentebane og krigen mellom Hamas og Israel. Vibrand Fondene har på sin side holdt seg bedre enn markedet for øvrig, takket være den defensive karakteristikken og godt diversifiserte porteføljer. De mest fremtredende risikofaktorene vi ser for markedet i tiden fremover er inflasjon, den pågående konflikten mellom Hamas og Israel, samt den økende geopolitiske spenningen mellom EU, Kina og USA.

De amerikanske nøkkeltallene taler fortsatt for en motstandsdyktig økonomi. Innkjøpssjefsindeksen for industrien (Industri PMI) tikket noe uventet opp til 50, fra 49,8 forrige måned, mot ventede 49,5. Dette representerer det høyeste nivået på 6 måneder, og indikerer at aktiviteten for industrien er økende. Som et resultat av den sterke amerikanske økonomien, har vi tidligere trukket frem at Industri PMI kan bevege seg opp mot Service PMI, som står i sterk kontrast til Europa, hvor aktiviteten i Service-sektoren kan bevege seg nedover mot industri-nivået. Den siste dataen vi har fått bekrefter dette synet.

Arbeidsmarkedsrapporten fra USA viser at det ble skapt 150k nye jobber utenfor landbruket, mot ventede 180k. Arbeidsledigheten tikket også opp til 3,9%, mot ventede 3,8%. Vel så viktig, ser vi at gjennomsnittlig timelønn «bare» økte med 0,2%, mot ventede 0,3%. Totaliteten fra denne rapporten burde berolige FED, ettersom den indikerer en bred nedkjøling i arbeidsmarkedet, noe vi vet står høyt på agendaen til sentralbanken.

Den forferdelige situasjonen i Israel og Gaza fortsetter å kreve mange sivile liv og den humanitære krisen på Gaza er et faktum. Det er

stor usikkerhet relatert til hvordan situasjonen utspiller seg i tiden fremover og Israel må trolig trå svært forsiktig for å opprettholde vestlig støtte. Krigen satt fart på olje og gassmarkedet, fordi man frykter at situasjonen sprer seg til andre oljeproduiserende land som vil ha en innvirkning på tilbudet. Siden utbruddet har oljeprisen kommet litt ned igjen, mens gassprisene fortsatt ligger på relativt høye nivåer. Gassprisene vil trolig ligge noe høyere over en lengre periode fordi Israel beordret en nedstenging av Chevron sitt gassfelt (sikkerhetsårsaker), like utenfor kysten. Innvirkningen på aksjemarkedene vil være begrenset så lenge krigen ikke sprer seg videre utover Midtøsten, men vedvarende høye/høyere oljepriser vil komplisere sentralbankenes inflasjonskamp.

Utviklingen i obligasjonsrentene i Europa og USA har denne måneden hatt en stor påvirkning på markedet. Det har blir enda mer tydelig at vi nå har nådd en rentetopp. I midten av september så vi starten på en større oppadgående bevegelse i de amerikanske obligasjonsrentene (dvs. 10 års statsobligasjoner). Utviklingen har kommet som en konsekvens av flere årsaker. Store forvaltere pekte på underskuddet på det amerikanske budsjettet som øker behovet for refinansiering av amerikanske statsobligasjoner. Usikkerheten relatert til hvem som skulle kjøpe disse obligasjonene og hvor attraktive de vil være hvis sentralbanken ikke var ferdig med å sette opp renten i den korte enden. I etterkant av denne belyste usikkerheten steg de lange obligasjonsrentene til i underkant av 5%, før de nådde en topp i forbindelse med publisering av amerikanske BNP tall som viste veldig sterk vekst (4.9%). Denne utviklingen har veid tungt på aksjemarkedet igjennom måneden.





Markedssyn

Vi opprettholder vårt tidligere markedssyn, med overvekt i aksjer og høyrenteobligasjoner. Innenfor aksjemarkedet beholder vi fortsatt en overvekt i defensive aksjer og har økt eksponeringen mot disse i løpet av måneden. Innenfor obligasjoner har vi i den siste tiden økt eksponeringen mot fastrente papirer, hvor vi ser attraktiv avkastning fra solide utstedere.

Vi har fått flere indikasjoner som bekrefter vårt tidligere synspunkt om at vi nå har nådd en rentetopp, hovedsakelig drevet av bedre utvikling i kjerneinflasjonen (tydeligere i Europa sammenlignet med USA). De store variasjonene i base effekter vil derimot føre til en noe ruglete bane etter hvert som fjorårets kraftige økninger byttes ut med lavere forholdstall. Dette øker risikoen for at inflasjonen kan stige noe på årsbasis, men den underliggende utviklingen i månedstallene er fortsatt avtagende.

FED holdt renten uendret for andre gang på rad i november og uttalelsene fra sentralbanksjefen legger betydelig vekt på data-avhengighet, forsiktig tilnærming, sterk økonomi og at siste tids økning i de lange rentene (10-åringen) vil bidra til en nedkjøling. Fortsatt sterk økonomi (BNP vekst på 4,9% i Q3) indikerer at kampen mot inflasjonen trolig vil ta noe lengre tid for USA, sammenlignet med Europa (dvs. higher for longer). Vi forventer derimot at USA vil få bedre grep om inflasjonen når vi kommer over årsskifte, da nye inflasjonsjusteringer spesielt innenfor Shelter (alt av tak over hodet), vil bidra til å trekke veksttakten nedover (Shelter er fortsatt største inflasjonsdriveren). Selv om veien til 2% inflasjon er lang og volatil, med store base-effekter som etter hvert byttes ut med betydelig lavere forholdstall, syntes vi den underliggende utviklingen ser ganske bra ut.

Resesjonsfrykten runger over store deler av Europa og de siste nøkkeltallene fra de største økonomiene tydeliggjør problematikken ECB står

ovenfor. Selv om de siste inflasjonstallene fra Euro-sonen viser en skarp nedgang i inflasjonen (headline år-over-år) til 2,9% i oktober, ser vi fortsatt tendenser til en etterslepene kjerneinflasjon (4,2% i oktober vs. 4,5% i september). På den positive siden kommer fjorårets forholdsvis høye stigningstakt ut av ligningen og blir erstattet med betydelig lavere veksttakt. Måned for måned steg kjerneinflasjonen med 0,2%, på linje med september måned. Dette er kun noen basispunkter over den gjennomsnittlige veksttakten Euro-sonen så i perioden 2001 – 2023 (0,14%), noe som gir grunn til en viss optimisme. Ved siste pressekonferanse la Christine Lagarde tydelig vekt på at rentetoppen trolig er nådd. Dette satte fart i opsjonsmarkedet som nå priser inn flere rentekutt i løpet av 2024 (nå 4 kutt vs. tidligere 3). Den svake økonomiske utviklingen gir etter vår mening ingen insentiver for å øke renten ytterligere, på tross av at den sterke amerikanske økonomien øker sannsynligheten for importert inflasjon. Kort fortalt vil en sterk amerikansk økonomi føre til en sterk dollar. Den svake europeiske økonomien vil føre til at euroen svekker seg mot dollar. Det blir dermed dyrere for Europa å importere dollar varer samtidig som de får mindre for sine eksporterte euro-varer.

Vi forventer at verdensøkonomien går inn i en periode med lavere vekst (EU & USA) som gir økende risiko for aksjemarkedene. Denne problemstillingen vil trolig få mer oppmerksomhet i tiden fremover. Vi har derfor identifisert noen selskaper og sektorer som i liten grad prises på fremtidig vekst og hvor den underliggende driften og verdsettelsen har blitt presset nedover som en konsekvens av høyere renter.

De sektorene vi har identifisert som vi mener vil dra nytte av dette markedssynet er i første omgang telekom, eiendom og fornybart.





Markedssyn & interessante selskaper

Innenfor telekom sektoren ser vi flere selskaper som innehar disse egenskapene, hvor våre favoritter er Telia og Telenor. Begge selskapene har slitt med høyere kostnader på driften kombinert med høyere rentebetalinger som har presset kontantstrømmene og sådd tvil om utbyttekapasiteten. Vi tror derimot at lavere råvareinflasjon, spektrum kostnader (dvs. lisens) og nedsalg av porteføljeselskaper vil bidra til å dekke gapet delvis for 2023 og fullt ut i 2024. Med nedadgående renter vil flere investorer se bedre risikojustert avkastning i aksjene som tilbyr en direkteavkastning på +8%, fremfor obligasjonsmarkedet.

Vi er også optimistiske til eiendomssektoren, som handles veldig lavt på grunn av stigende renter og høy belåning. Det er enorm forskjell på eiendomsselskapene i Sverige når det kommer til prising, inntjening, balanse, leietakere og varigheten på leieavtaler. Gjennom vår analyse har vi identifisert de selskapene vi mener innfrir på samtlige punkter, nemlig Castellum og Fabege. Castellum var tidlig ute og rekapitaliserte seg (dvs. reduserte gjeldsgraden betraktelig) på akseptable nivåer og de har skrevet ned verdien av eiendommene sine betydelig. Fabege har litt høyere gjeldsgrad sammenlignet med Castellum, men de har etter vår mening større sikkerhet i eiendommene sine. Lange leieavtaler med solide aktører som SEB, ICA og Telia, gir god visibilitet inn i fremtidig inntjening. Vi er fortsatt av den oppfatning at disse selskapene burde handles mellom kvartalsrapporter basert på inflasjonsutsiktene. Da reduserer man risikoen forbundet med eventuelle nedskrivninger samtidig som man får en veldig fin beta eksponering, hvor små endringer i renten fører til store kursopp ganger.

Vi finner mange av de samme egenskapene hos Scatec, som vi også har trukket frem tidligere. Endelig tok selskapet til fornuften og valgte disiplin fremfor vekst, noe vi selv også advokerte for i møte med ledelsen. Ved å kutte utbytte og

skrape de tidligere vekstprognosene går selskapet over til å bli selvfinansierende, som betyr at de ikke vil trenge ytterligere kapital. Etersom markedet implisitt allerede hadde priset inn en negativ verdi på veksten fremover, mener vi dette var en smart beslutning. Vi benytter et avkastningskrav på 11% i verdsettelsen av selskapet og får et kursmål på NOK100. I dette scenarioet legger vi til grunn av selskapet bygger ut ordreboken og drifter alle parker selv (dvs. ingen salg). Ser vi derimot på en alternativ verdsettelsesmetode, hvor vi vurderer selskapets evne til å generere kontantstrømmer gjennom salg av eksisterende parker, kan det tale for at avkastningskravet skal noe ned fordi investorer er villig til å betale høyt for gode prosjekter. Dette vil i såfall vil øke verdsettelsen av selskapet utover vårt overordnede kursmål på NOK100. I en tid hvor flere fornybarselskaper sliter med råvareinflasjon, prosjektrisiko og rammevilkår tror vi flere investorer vil få opp øynene for Scatec som i disse dager ser ut som en outperformer.

Vi har fortsatt en overvekt mot bank og finans. Den siste tiden har oppmerksomhet rundt bankenes inntjening økt betydelig, hvor det fokuseres på hvor lenge dette kan vare. Økt renter på utlån kombinert med fortsatt lave renter på innskudd har gitt medvind i seilene for de fleste bankene. Etter hvert som innskuddsrenten øker vil netto renteinntekter gå noe ned, som igjen fører til lavere inntjening, noe vi er helt enig med. Hvis styringsrenten i tillegg kommer nedover, vil dette forsterke inntjeningsfallet. Der vi tror noen bommer litt, er hvor fort dette vil inntreffe og effekten av det. Hvis styringsrentene kommer nedover som en konsekvens av svakere økonomisk utvikling, mener vi fremtidige tapsavsetninger også vil gå ned, noe som til en viss grad nøytraliserer inntjeningstapet på renter. Kombinerer vi dette med den lave verdsettelsen, samt de nordiske bankenes solide balanse (ikke samme renteeksponering som de amerikanske) mener vi risk/reward ser veldig bra ut på disse nivåene.





Makro

KPI Oktober (September):

EMU: +2.9% YoY (+4.3%)

USA: N/A YoY (+3.7%)

Norway: N/A YoY (+3.80%)

China: N/A YoY (+0.00%)

**PMI Manufacturing Oktober
(September):**

EMU: 43,10 (43,40)

USA: 50,00 (49,80)

Norway: 47,90 (51,84)

China: 49,50 (50,60)

**PMI Service September
(September):**

EMU: 47,80 (48,70)

USA: 50,90 (50,10)

China: 50,40 (50,20)

Retail Sales September (August):

EMU: N/A m/m (-1,20%)

USA: +0,70% m/m (+0,80%)

Norway: -0,30% m/m (-0,30%)

China: +0,02% m/m (+0,22%)

GDP Growth Q3 (Q2):

EMU: -0,10% Y/Y (+0,2%)

USA: +4,90% Y/Y (+2,1%)

China: +1,30% Y/Y (+0,50%)

Norway: N/AY/Y (+0,30%)

Rate Policy November:

ECB: 4,50% (4,50%)

USA: 5,50% (5,50%)

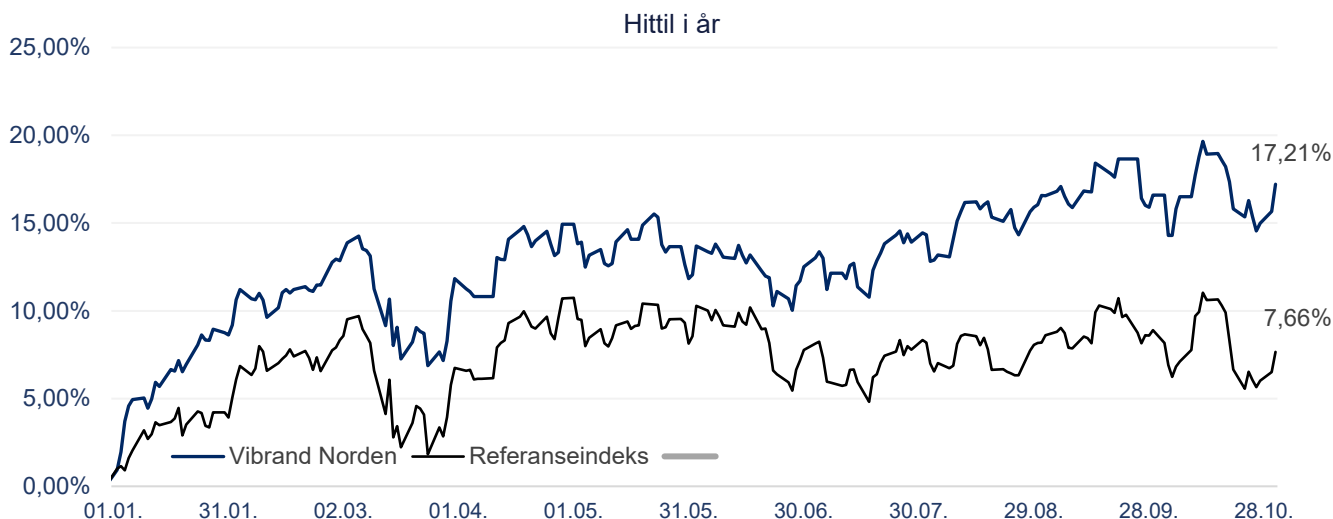
China: 3,45% (3,45%)

Norway: 4,25% (4,25%)





Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

Novo Nordisk B	7,4 %
DNB Bank ASA	6,4 %
Storebrand Ord.	5,2 %
Pandora Aps	4,7 %
Danske Bank	4,2 %
Telia Company AB	3,9 %
Telenor ASA	3,8 %
Swedbank AB A	3,7 %
Orkla	3,5 %
Yara Internat.	3,2 %
Resterende posisjoner	45,6 %
Aksjer totalt	91,7 %
Kontanter	8,3 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Norden

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +0,52%. Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte ned -1,14%.

Endringer i porteføljen

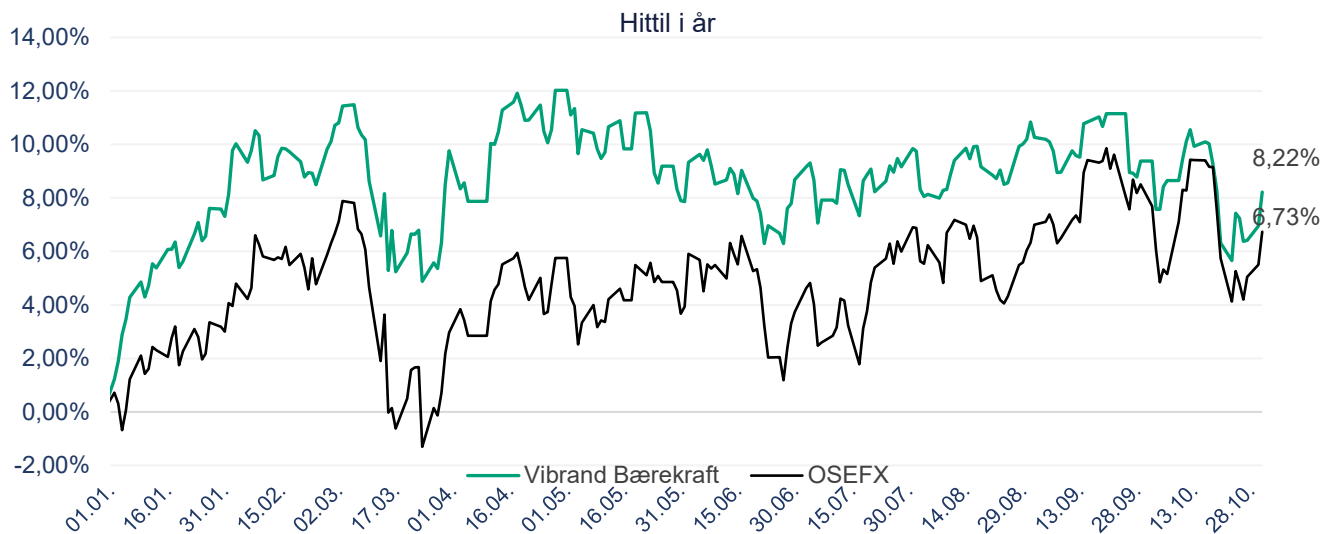
Vi har kjøpt oss ytterligere opp i Scatec, Ericsson, Volvo Car, Yara, Nordic Semiconductor, Salmar, Danske Bank, DNB, Novo Nordisk, Duni og Swedbank.

Vi har redusert i Aker BP, Castellum og Otovo.





Vibrand Bærekraft (Art. 8)



Topp 10 aksjeposisjoner

SalMar	5,8 %
Orkla	5,4 %
Duni AB	5,3 %
SSAB A	4,8 %
Volvo AB B	4,7 %
Storebrand Ord.	4,7 %
Pandora Aps	4,6 %
Inwido AB	4,6 %
Aker	4,4 %
Telenor ASA	4,4 %
Resterende posisjoner	39,0 %
Aksjer totalt	87,7 %
Kontanter	12,3 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en negativ utvikling i måneden med en nedgang på -1,06%.

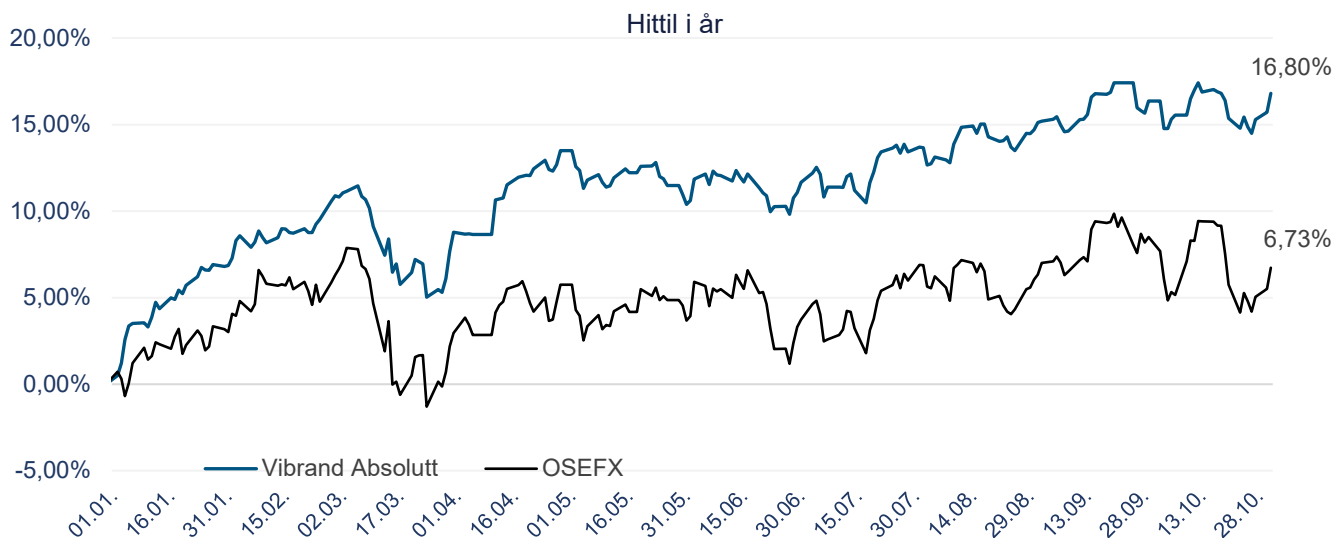
Vi har kjøpt oss ytterligere opp i Hexagon Composites, Scatec, Volvo Car og Yara.

Vi har solgt Hexagon Purus og redusert beholdningen i Pandora, Otovo og Novo Nordisk.





Vibrand Absolutt



Topp 3 obligasjonsposisjoner

DNB	2,8 %
Color Group	1,7 %
Wallenius Wilhelmsen	1,7 %
Totalt obligasjoner	19,4 %

Topp 5 aksjeposisjoner

DNB Bank ASA	7,9 %
Telenor ASA	5,3 %
Storebrand Ord.	4,9 %
Orkla	3,9 %
Telia Company AB	3,8 %
Resterende posisjoner	44,7 %
Aksjer totalt	70,5 %
Kontanter	10,0 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Absolutt

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +0,38%, betydelig bedre referanseindeksen OSEFX som endte ned -1,63.

Aksjer:

Vi har kjøpt oss opp i Scatec, Volvo car, Yara, Telia, Faberge, Salmar, Scandic Hotels, Danske Bank, Swedbank, Klavness Combination Carriers og Sparebanken Møre.

Vi har kjøpt og solgt Castellum og Telenor.

Vi har redusert Aker og DNB, samtidig som vi har solgt oss ut av Aker BP.

Obligasjoner:

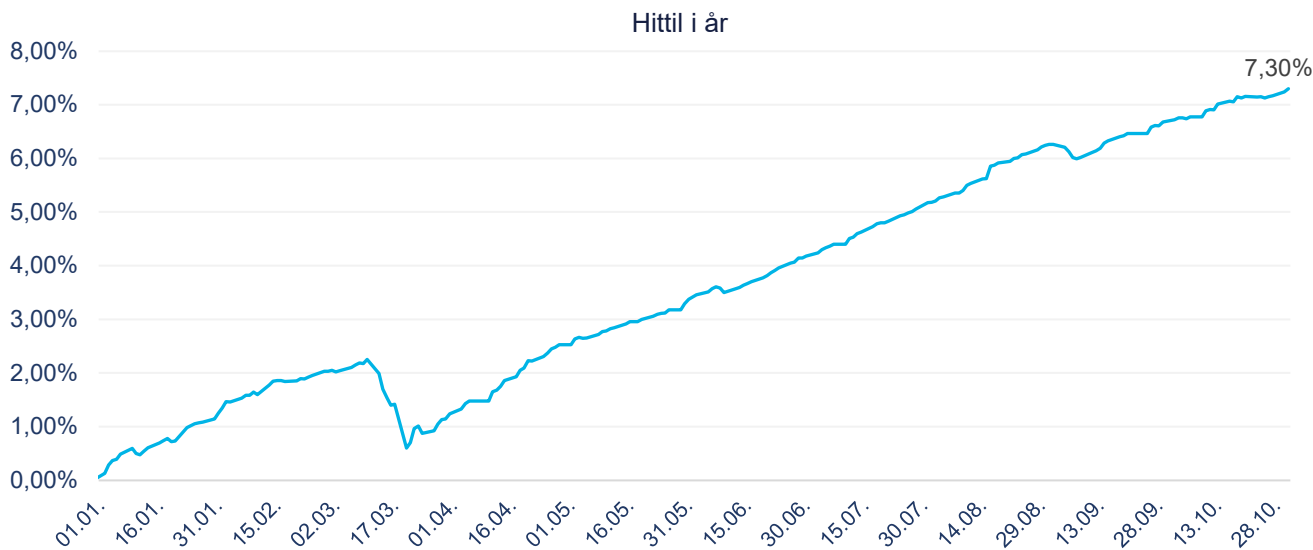
Vi har kjøpt DNB og Sparebanken Vest.

Vi har solgt Aker Horizons og redusert beholdningen i Ekornes.





Vibrand Kreditt



Topp 10 obligasjonsposisjoner

DNB	6,69 %
Wallenius Wilhelmsen	6,56 %
Kistefos	4,88 %
Klaveness	4,69 %
Stolt-Nielsen	4,43 %
Ocean Yield	3,21 %
Color Group	2,73 %
Sparebanken Sør	2,51 %
Odfjell	2,24 %
SuperOffice	2,20 %
Resterende posisjoner	55,2 %
Obligasjoner totalt	95,3 %
Kontanter	4,7 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 7,30% for året og økte med 0,58% oktober.

Det var NRC Group som refinansierte sitt september 2024 forfall med en ny treåring i oktober. Tilbakekjøpet av 2024 lånet ble gjort på overkurs 101,25. Lånebeløpet ble redusert fra MNOK 600 til MNOK 400, marginen økte fra 4% til 4,4%, pluss 3mNibor. I tillegg har selskapet nå avhendet problem divisjonen i Sverige og ser dermed operasjonelt betydelig sterkere ut.

Vi har også byttet noe av rest beholdningen i den korte Klaveness obligasjonen i bytte mot det nye lånet med forfall i 2028.

Det har vært noe usikkerhet rundt låneforfallet 27.12.2023 til Martin Lingesvei 33 (Equinor-bygget). Per utgangen av oktober ble lånet tatt ut til overkurs 100,88.

Av ny emisjoner har vi deltatt i Storebrand Livsforsikring, Sparebanken Vest og Eika Gruppen. Av disse er Storebrand og Vest fastrente papirer med 5 års løpetid. Renten for 5 års perioden er hhv 7,63% og 7,53%. Selv om dette kan syntes noe lavt målt mot flytende rente (margin + 3mNibor) i dagens marked mener vi slike fastrente papirer blir veldig attraktive utover i 2024. Fremover skal vi løpende vurdere å øke innslaget av fastrente papirer i Vibrand Kreditt.

Yield to maturity er 8,83% og durasjonen 2,83. Kontantandelen er 4,71%.





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 Vibrand 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.



Sigve Eriksen

Avdelingsleder Haugesund

Sigve har lang erfaring fra finansnæringen og startet karrieren i SR-Bank med diverse roller fra 1986 til 2000. Han har jobbet som partner i Acta Kapitalforvaltning og daglig leder ved Navigea Securities. Han var co founder og daglig leder av Vibrand Finans AS. Etter fusjonen med Atlas Kapitalforvaltning ble navnet endret til Vibrand Kapitalforvaltning AS.



Thomas Markus Endresen

Key account manager / operations

Thomas har økonomiutdanning fra Handelshøyskolen BI Bergen og flere års erfaring innen forsikring og finans. Han har jobbet 2 år som forsikringsrådgiver og over 5 år som kundekonsulent i Vibrand Fondene.

