



**VIBRAND** | FONDENE

**Måned rapport Desember**  
2023



OSEBX	+0,21%	(i år +9,89%)	VIBRAND ABSOLUTT	+2,30%	(i år +25,38%)
OSEFX	+1,20%	(i år +11,19%)	VIBRAND NORDEN	+2,20%	(i år +27,30%)
S&P 500	+4,42%	(i år +24,23%)	VIBRAND KREDITT	+0,96%	(i år +9,51%)
VINX	+2,30%	(i år +20,69%)	VIBRAND BÆREKRAFT	+0,88%	(i år +15,82%)
DAX	+3,31%	(i år +30,31%)			

## Litt om markedet

Det har vært en sterk måned for aksjemarkedene, drevet av lavere inflasjon og høyere aktivitet (BNP vekst). Inflasjonen i USA kom inn på 3,1% i november, ned fra 3,2% i oktober. FED's foretrukne måltall (dvs. Core PCE) viste en vekst på 3,155% i november, og den nedadgående trenden er tydelig. Som en konsekvens av fortsatt høye base-effekter inn mot sommeren for kjerneinflasjonen, har markedet i større grad startet å prise inn en myk landing i USA, som gjenspeiles i 10-års renten som nå ligger på ca. 3,94% (vs. 4,3% siste månedsrapport).

Betydelig lavere inflasjon for Euro-sonen har også vært den viktigste driveren for aksjemarkedet. Negativ kjerneinflasjon (MoM) på -0,6% i november dro årstakten ned til 3,6%. Etter hvert som inflasjonen fortsetter nedover og styringsrenten forblir uendret, vil den reelle renten stige som en konsekvens. Da det i all hovedsak er denne renten som bestemmer aktiviteten i økonomien, er det nærliggende å tro at aktiviteten vil gå ned/holdes lav. Høyere reelle renter vil tvinge sentralbankene til å kutte styringsrenten tidligere enn først antatt, dog ikke nødvendigvis i det tempoet markedet forventer.

Situasjonen i Rødehavet har igjen satt fart på oljeprisen, som har steget fra ca. USD73 til nesten USD79 i løpet av måneden. Selv om tilbudet av olje i dag ser ut til å overstige etterspørselen kan dette fort endres hvis markedet får rett i at styringsrentene er på vei nedover, som alt annet like, vil øke vekst og dermed etterspørsel etter olje. Vedvarer situasjonen i Rødehavet kan vi forvente en fortsatt volatil oljepris. Vi tror risikoen for videre eskalering overskygger etterspørselsmangelen på kort sikt.

Kina's veksthistorie har preget markedet gjennom store deler av 2023, og vi forventer økt fokus også i 2024. Selv om landet ser ut til å nå vekstambisjonene de hadde satt (5% vekst i 2023) så vi en langt mer forsiktig Xi i sin årlige nyttårstale. Han adresserte mye av problematikken som har kjennetegnet 2023, med høy arbeidsledighet blant unge, dårlig kjøpekraft og krise i eiendomssektoren. Den negative inflasjonen åpner derimot døren for økt stimulering i 2024, noe vi tror er nødvendig for å nå vekstambisjonene. På den negative siden, kommer Xi med en sterk advarsel rettet mot Taiwan, hvor han sier en «gjenforening» er unngåelig. Det taiwanesiske presidentvalget den 13. januar vil bli nøye fulgt. Vinner sittende regjering kan vi forvente status-quo, men det er langt mer usikkert om opposisjonen skulle vinne, da de blir regnet som mer «Kina-vennlige».





## Markedssyn

Vi opprettholder det samme markedssynet inn i det nye året, men overvekt i aksjer og høyrente obligasjoner. Vi tror det første rentekutt i USA kan komme allerede mot slutten av måneden, dog mer sannsynlig for påfølgende rentemøte i slutten av Q1. Vi tror USD vil handle lavere i den neste fasen av rentepolitikken, nemlig rentekutt.

Vi tror renten i Norge vil holdes høyere for lengre, sammenlignet med våre handelspartnere. Kombinerer vi rentedifferansen med betydelig lavere krone salg fra Norges Bank ser vi en sterk krone i tiden fremover. Vi ser lavere disponibel inntekt i spesielt første halvdel av 2024, som muligens vil bedres mot slutten av året når rentekutt har materialisert seg.

Vi er i utgangspunktet positiv til offentlig etterspørsel, men vi ser risiko i nasjonale budsjetter som preges av lavere skatteinntekter og fortsatt høye renteutgifter. Spesielt i USA, vil dette bli et større tema utover året, når vi nærmer oss den amerikanske valgkampen.

Tross lavere disponibel inntekt tror vi forbruket i stor grad vil gå mot reiseliv, klær og mat. Denne trenden ble svært fremtredende i løpet av 2023, og vi forventer at dette vil fortsette inn i 2024. Vi opprettholder eksponeringen mot disse sektorene gjennom posisjoner i Scandic Hotels (ABS & NOR), Pandox (ABS & NOR), Duni (BRK, ABS & NOR) og Norwegian (ABS & NOR). Vi tror Norwegian's unike nordiske posisjon gjør de attraktive for et mulig oppkjøp, da det fortsatt er mangel på fly og begrenset konkurranse. Store deler av kostnadene betales i USD, som etter siste tids svekkelse mot NOK vil slå rett inn på bunnlinjen. Videre styrking av NOK vil i tillegg føre til at norske turister i større grad tillater seg utenlandsreiser.

Vi tror fortsatt at vi nå går inn i en periode med lavere vekst, etterfulgt av rentekutt. Derfor liker vi også selskaper hvor topplinjen i mindre grad blir påvirket av lavere vekst, og hvor inntjeningen holdes relativt stabil. Telekom og matproduksjon er to sektorer som passer bra med vårt markedssyn, og som begge prises attraktivt i dag. Vi er eksponert mot Telenor, Orkla, Yara og Salmar (BRK, ABS & NOR), samt Scandi Standard, Mowi, Lerøy og Telia (NOR & ABS)

Vi er fortsatt investert i bank/finans. Inntjeningsmomentet er i ferd med å snu for sektoren, når rentene igjen settes ned. På den andre siden vil tapsavsetninger også gå nedover med rentene, noe vi mener ikke gjenspeiles i dagens verdsettelse på historisk lave multipler.

Storebrand er vårt top pick innenfor sektoren (BRK, ABS & NOR). Selskapet har mer eller mindre matchet durasjonsrisikoen på de garanterte porteføljene. De garanterte porteføljene er i ferd med å bli mindre relativt til innskuddspensjon, samtidig som de binder opp mot 70% av egenkapitalen i selskapet. Finanstilsynet har gitt selskapet anledning til å kjøpe obligasjoner som matcher denne risikoen og føre de som anleggsmidler, som i praksis betyr at obligasjonene ikke kan gå i minus ved fallende renter. Resultatet bli at selskapet kan frigjøre deler av kapitalen som ligger som garanti mot garantert portefølje, tilsvarende ca. NOK 1,5 – 2mrd per år de neste 10 årene. Når selskapet inntjeningsmålet på NOK 5mrd ser vi en avkastning i området 15 – 17%, noe vi mener er attraktivt.

Vi er positive til inkassobransjen som har hatt en tøff periode de siste årene av flere årsaker. Roten i problemet har vært at flere aktører har tatt på seg betydelig gjeld for å finansiere kjøp av dyre porteføljer. Nå er trenden i ferd med å snu og det er færre aktører som er interessert/har kapasitet til å kjøpe porteføljer. Fallende renter vil redusere innlånskostnaden til å kjøpe nye porteføljer som kan føre til svak positiv vekst, kombinert med lavere kostnader. Vi er mest positive til Axactor som har reorganisert, forenklet og snudd driften fra minus til pluss. Eiendomsporteføljene i Spania er ute og fokuset fremover ligger på forbruksgjeld og innkreving på vegne av tredjepart. Med en solid hovedeier (Fredriksen) som opportunistisk kan tilføre selskapet midler på kort sikt hvis de ser muligheter utover dagens egenkapital er også noe av nedsiden beskyttet, i våre øyne. Triggeren i caset blir faktiske rentekutt, og vi ser oppsidepotensialet på over 100% når dette inntreffer. Vi har ikke kjøpt oss inn i denne sektoren enda.





## Markedssyn & interessante selskaper

Til tross for lavere vekstforventninger generelt sett er det noen sektorer vi mener bør vise vekst også i 2024. Fornybar energi har i løpet av fjoråret vært i gjennom en periode med press fra flere kanter. Høyere renter har økt belåningskostnaden og den generelle kostnadsinflasjonen på råvarer ha presset de allerede lave marginene. Kombinasjonen av lavere renter, lavere kostnadsinflasjon (spesielt sol) og økt investeringsvillighet burde tale godt for sektoren i 2024.

Vi har forsiktig startet å kjøpe oss inn i Ørsted (NOR & BRK), som nå har kommet ned på en attraktiv verdsettelse. Økende renter og problemer i leverandørkjeden har forsinket tidsplanen til prosjektene i USA, noe som førte til en stor nedskrivning for Ørsted og deres samarbeidspartnere. Manglende politisk vilje til å forbedre rammevilkår for tidligere tildelte prosjekter har blitt en akilleshæl for en allerede presset sektor. Først nå starter vi å se tegn til bedring, hvor UK var sist ute med ny oppdatert maksimal auksjonspris for runde 6, etter at den lave maksprisen for runde 5 endte i null budgivere. Vi tror denne trenden vil fortsette i 2024, noe som vil være positivt for sektoren i sin helhet. Skriver vi ned verdien av US parkene får vi et konservativt kursmål på DKK400 for Ørsted, hvor begrenset fremtidig vekst legges til grunn.

Vi har forsiktig startet å kjøpe oss inn i NKT (NOR, BRK & ABS), som produserer strømkabler innenfor lav-, mellom og høy-spennings segmentene. Som én av primært 3 høyspenningsleverandører mener vi NKT er svært godt posisjonert for det grønne skiftet (offshore wind). Solid ordrebook gir god visibilitet i fremtidig inntjening og produksjonskapasitets økningen i Sverige vil bli godt tatt imot ettersom etterspørselen overstiger kapasiteten. Verdsetter vi selskapet basert på kontantstrømmer får vi et kursmål på DKK520, hvor et vellykket salg av NKT Photonics vil ytterligere løfte TP med ca. DKK25.

Vi har startet å kjøpe oss inn i Bonheur (BRK) som bygger og drifter vind parker. Sammen med resten av sektoren har aksjen handlet ned på høyere renter og tøffere makro. Dette mener vi er ufortjent og det er flere grunner til det. Lavere gjeld med tilhørende lavere gjeldskostnader og solide *operasjonelle* eiendeler skiller de fra andre aktører. Vi verdsetter selskapet basert på de operasjonelle eiendelene, inkludert

Codling (tildelt, ikke startet), og får et kursmål på NOK312. Vi inkluderer Codling Wind Park fordi vi mener enhetsøkonomien i prosjektet er god med gitte rammebetingelser (EUR90/MWh i 20 år). Den siste transaksjonen som har blitt gjennomført i UK støtter også vår verdsettelse av parken, *før* vi tar høyde for prosjektspesifikke elementer.

Vi har startet å kjøpe oss opp i Magnora (BRK), som modner solprosjekter av mindre størrelse, før de selger prosjektet til en investor. Fordelen med forretningsmodellen deres er betydelig lavere prosjektrisiko og mindre CapEx. Ulempen er at det er en tidkrevende salgsprosess, hvor det hele hviler på godkjenning fra grunneier. Modellen er derimot godt utbredt i Norden (spesielt Sverige), og selv den mest skeptiske grunneier kan overtales av en «vinn-vinn» situasjon. Ettersom vi estimerer fremtidig salg av eksisterende portefølje har vi valgt å diskontere verdien av de 3 mest verdifulle eiendelene, dvs. Helios, Scotwind & Kustvind med henholdsvis 35%, 50% og 50%. Vår SOTP indikerer et kursmål på NOK48.

Vi har startet å kjøpe oss inn i Wärtsilä (NOR & BRK), som lager komplette kraftforsyningssystemer og smarte teknologiløsninger for marine- og energimarkedet. Som en tidlig pådriver for bærekraftige drivstoffløsninger er de godt posisjonert til å dra nytte av ammoniakk, hydrogen og light fuel oil blend. Vårt overordnede kursmål er EUR14, hvor en separat børsnotering av Energy Storage kan øke TP med ca. EUR1. Lykkes selskapet med å få opp marginer til historiske nivåer ser vi ytterligere oppsidepotensialet.

Vi har startet å kjøpe oss inn i bildekk fabrikanten Nokian Tyres (NOR & BRK). Etter salget av den russiske fabrikken mistet de store deler av produksjonskapasiteten som nå skal gjenoppbygges. I 2025 vil den nye grønne fabrikken i Romania være i produksjon, og vi mener inntjeningshistorien frem mot 2027 ser veldig attraktiv ut når vi legger til grunn Nokian sin sterke merkevare og konkurransefortrinn på spesielt vinterdekk.





**Makro**

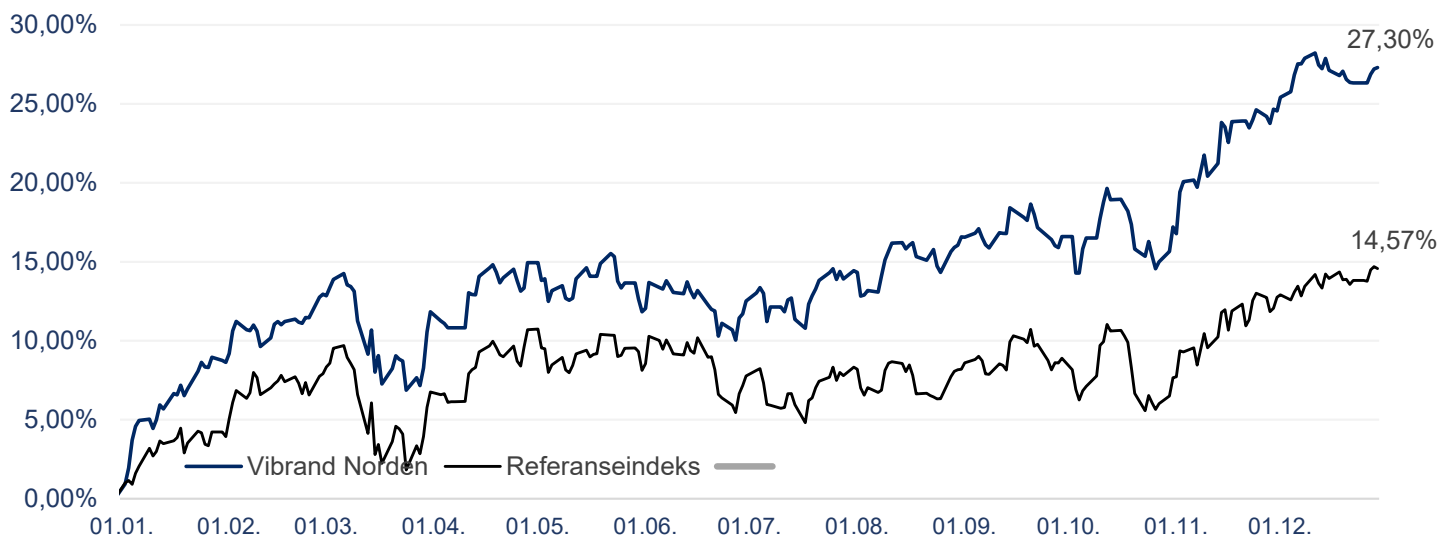
<p><b>KPI Desember (November):</b></p> <p>EMU: N/A YoY (+2.4%)</p> <p>USA: N/A YoY (+3.1%)</p> <p>Norway: N/A YoY (+4.80%)</p> <p>China: N/A YoY (-0.50%)</p> <p><b>PMI Manufacturing Desember (November):</b></p> <p>EMU: 44,40 (44,20)</p> <p>USA: 47,90 (49,40)</p> <p>Norway: 51,70 (50,1)</p> <p>China: 50,80 (50,70)</p>	<p><b>PMI Service Desember (November):</b></p> <p>EMU: 48,10 (48,70)</p> <p>USA: 51,30 (50,80)</p> <p>China: 51,50 (50,40)</p> <p><b>Retail Sales <u>November</u> (<u>Oktober</u>):</b></p> <p>EMU: N/A m/m (+0,10%)</p> <p>USA: +0,30% m/m (-0,20%)</p> <p>Norway: +0,40% m/m (+0,40%)</p> <p>China: -0,06% m/m (+0,12%)</p>	<p><b>GDP Growth Q4 (Q3):</b></p> <p>EMU: N/A Y/Y (-0,1%)</p> <p>USA: N/A Y/Y (+4,9%)</p> <p>China: N/A Y/Y (+4,90%)</p> <p>Norway: N/A Y/Y (-0,50%)</p> <p><b>Rate Policy Desember:</b></p> <p>ECB: 4,50% (4,50%)</p> <p>USA: 5,50% (5,50%)</p> <p>China: 3,45% (3,45%)</p> <p>Norway: 4,25% (4,25%)</p>
---	--	--





## Vibrand Norden

2023



### Topp 10 aksjeposisjoner

DNB Bank ASA	6,1 %
Storebrand Ord.	5,2 %
Danske Bank	4,2 %
Novo Nordisk B	4,2 %
Telia Company AB	4,1 %
Swedbank AB A	3,7 %
Pandox AB B	3,6 %
Yara Internat.	3,4 %
Aker BP	3,2 %
Pandora Aps	3,2 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>50,0 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>91,0 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>9,1 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Norden

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +2,20%. Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte opp +1,61%.

### Endringer i porteføljen

Vi har startet å kjøpe oss opp i Aker BP. Vi har økt posisjonen i Yara, Novo Nordisk, Salmar og Storebrand.

Vi har startet å kjøpe NKT, Ørsted, Wärtsilä og Nokian Tyres.

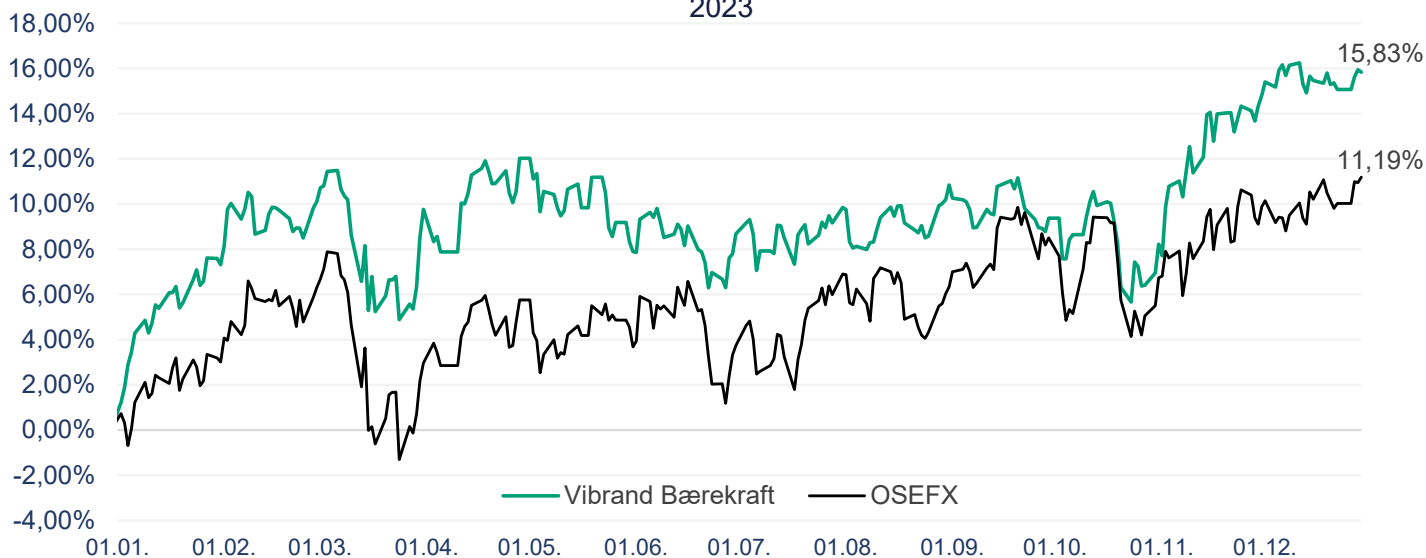
Vi har redusert beholdningen i Telenor og Nordic Semiconductor.





## Vibrand Bærekraft (Art. 8)

2023



### Topp 10 aksjeposisjoner

SalMar	6,0 %
Volvo AB B	5,4 %
Storebrand Ord.	5,0 %
Inwido AB	5,0 %
SSAB A	4,9 %
Duni AB	4,9 %
Pandora Aps	4,7 %
DNB Bank ASA	4,3 %
Orkla	4,3 %
Telenor ASA	4,2 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>40,7 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>89,5 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>10,6 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

### Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +0,88%.

### Endringer i porteføljen

Vi har økt posisjonen i Yara, Novo Nordisk, Storebrand og Telenor.

Vi har startet å kjøpe NKT, Bonheur, Magnora, Ørsted, Wärtsilä og Nokian Tyres.

Vi har redusert Orkla, Stora Enso og Fasadgruppen.

Vi har solgt Schibsted.





Vibrand Absolutt

2023



**Topp 3 obligasjonsposisjoner**

DNB Bank	2,0 %
Color Group	1,3 %
GLX Holding AS	1,3 %
<b>Totalt obligasjoner</b>	<b>14,5 %</b>

**Topp 10 aksjeposisjoner**

Storebrand Ord.	5,2 %
Telenor ASA	5,1 %
DNB Bank ASA	4,9 %
Aker BP	4,1 %
Mowi ASA	3,8 %
Telia Company AB	3,6 %
Orkla	3,4 %
Pandox AB B	3,2 %
Yara Internat.	3,1 %
Scandic Hotels Group	2,7 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>31,5 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>70,7 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>14,8 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

**Vibrand Absolutt**

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +2,30%. Referanseindeksen OSEFX endte opp +1,20.

**Endringer i porteføljen**

Vi har kjøpt oss ytterligere opp i fisk (Mowi, Lerøy og Salmar) og Telekom (Telia & Telenor). Vi har startet å kjøpe oss opp igjen i Aker BP.

Vi har redusert beholdningen i DNB og vi har solgt Kredinor obligasjonen.

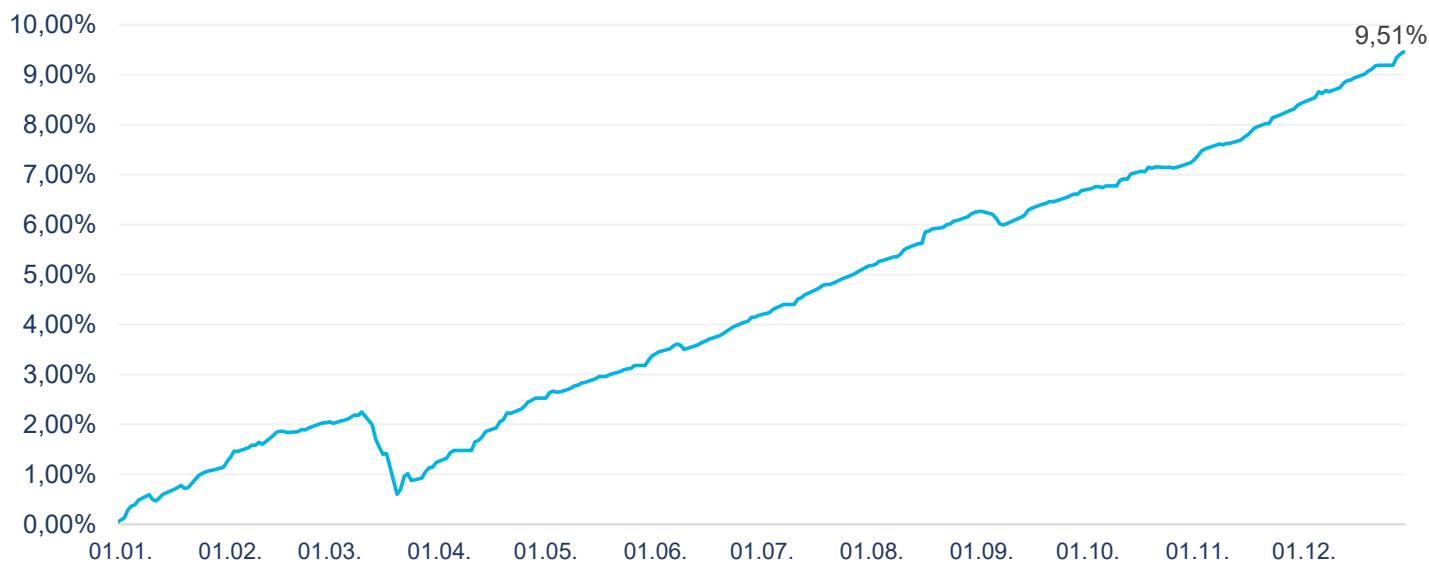






Vibrand Kreditt

2023



Topp 10 obligasjonsposisjoner

DNB	7,38 %
Wallenius Wilhelmsen	6,41 %
Stolt-Nielsen	4,35 %
Kistefos	3,94 %
Protector	3,32 %
Sparebank 1 SMN	3,16 %
Ocean Yield	3,13 %
Bonheur	2,70 %
Color Group	2,69 %
Sparebank 1 SR-bank	2,47 %
<b>Resterende posisjoner</b>	<b>59,2 %</b>
<b>Obligasjoner totalt</b>	<b>98,8 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>1,2 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100,0 %</b>

Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 9,51% for året og økte med 0,96% desember.

I annenhåndsmarkedet kjøpte vi noe fastrente (7,12%) fra Sparebanken Midt-Norge med løpetid til 2027 og noe flytende rente i 2028 lånet fra Bonheur (3% margin). Det kom flere high yield emisjoner i desember med gode betingelser. Omda (6% margin), Jøtul (8% margin), Grøntvedt (8% margin) og ININ Group (8% margin). Tross gode betingelser investerte ikke Vibrand Kreditt i noen av disse da risikoen syntes høy og likviditeten i slike papirer kan være utfordrende. Eneste emisjonen vi deltok i var en fondsobligasjon fra SR-Bank med løpetid til 2028 og rentemargin på 3,20. Første renteperiode ble satt til 7,97%.

Kreditor avsatte CEO og varslet om svak inndrivelse og påfølgende nedskrivning av sin portefølje. Vi fant det derfor riktig å avslutte posisjonen i dette lånet og solgte hele beholdningen. Vi solgte også noe Kistefos, dette da vi ser Kistefos og Advanzia Bank i sammenheng og ikke ønsket å øke total eksponeringen mot denne grupperingen – ref. tegningen i Advanzia Bank i November.

Yield to maturity er 8,43 % og durasjonen 3,25. Andelen i fastrente er nå 10,68% og kontant andelen er 1,24% per månedsskifte.





## 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 Markhus 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.





**VIBRAND**  
FONDENE

### Postadresse

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

E: [post@vibrandkapital.no](mailto:post@vibrandkapital.no)  
W: [vibrandfondene.no](http://vibrandfondene.no)

### Besøksadresse

Oslo

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

Haugesund

Spannavegen 152  
5535 Haugesund