

VIBRAND FONDENE - MÅNEDSRAPPORT MARS 2022

OSEBX +4,92% | SP 500 +3,58% | DAX -0,32% | OSEFX +3,17% | VINX +2,63%

Vibrand Absolutt	1,37%	(I år -1,15%)
Vibrand Norden	2,54%	(I år -1,95%)
Vibrand Kreditt	0,40%	(I år -0,14%)

MARKEDET

Markedet har i mars all hovedsak vært preget av krigen i Ukraina. Det globale børsfallet vi har sett siden starten av året tiltok kraftig i starten av måneden, men er delvis hentet inn de siste to ukene.

Markedet har siden krigen startet fokusert på de ulike konsekvensene av krigen. Dette har ført til at vi igjen har sett store bevegelser mellom de ulike sektorene. Råvare- og råvarerelaterte aksjer er den sektoren som har gått relativt best i løpet av måneden. Industrisektoren har vært svakest denne måneden.

Stigende inflasjon var et stort tema før invasjonen av Ukraina og vil fortsatt være et tema inn mot sommeren. Inflasjonen er et større problem i USA enn i Europa, selv om den stiger kraftig på begge kontinenter. I USA er arbeidsmarkedet stramt noe som kan føre til høyere lønninger som igjen kan føre til en inflasjon som går utover konkurransekraften. Denne måneden fikk vi igjen høye KPI som har bidratt til at de lange rentene har steget til nivåer før pandemien. Denne økningen har bidratt til at vekstaksjer fortsatt handler på lave nivåer. Europa er den regionen som får kortsiktig høyere kostnader og lavere inntekter som en konsekvens av invasjonen i Ukraina. Dette er foreløpig veldig synlig i utviklingen på europeiske industriaksjer som har falt ned til nivåer sammenlignbart med tidligere nedgangstider, men som antageligvis er en overreaksjon.

Sektoren for fornybar energi har gått veldig bra i løpet av måneden. Europas ønske om å bli mer uavhengig av Russland som leverandør av gass har igjen satt fart på sektoren, som har slitt med høye kostnader og lav lønnsomhet.

Enkelte segmenter innen transport på skip har gått veldig bra igjennom måneden, dette gjelder spesielt transport av raffinerte produkter hvor selskapene nå må hente produkter fra Asia til Europa mot tidligere fra Svartehavet. Frakt av kjemiske produkter og gass har også gått veldig bra i perioden. Dette har vi sett på utviklingen i selskapene Hafnia, Stolt Nielsen og Odfjell som har steget 10-30% i løpet av mars.

MAKRO

Fokuset har vært på den amerikanske sentralbanken og rentemøtet i midten av måneden. Sentralbanksjefen Jerome Powell satt som ventet opp renten med 0,25% poeng til 0,5%. Etter rekordsterke KPI tall var det ingen tvil og kommunikasjonen er veldig klar; de vil ta nødvendige steg for å møte den sterke inflasjonen. Markedet priser nå inn ytterlige 50 basispunkter økning i mai og juni. Dog, til et nivå på 1,25%. Ser man lengre ut på kurven priser markedet inn to rentekutt igjen i 2024. I ECB adresserte Christine Lagarde krigen i Ukraina og sa den vil ha få konsekvenser for den økonomiske aktiviteten i EU og styringsrenten forblir på 0. I Norge satt Vår nye sentralbanksjef Ida Wolden Backe opp styringsrenten med 0,25% poeng til 0,75%.

De fleste makrotallene sluppet i mars er februar målinger og det er for tidlig å se den fulle effekten av krigen, men bekymringene i fremtidsutsiktene til bedrifter og konsumenten er negative. Foreløpig tall for mars er sterkere enn ventet. USA viser fortsatt en veldig sterk utvikling på tross av flere måneder med høyere inflasjonstall.

**KPI (Feb/Mars)**

EMU: +5,8% y/y, core +2,7% y/y/ +7.5%
USA: +7,9% y/y (mat+1% energi + 3,5%)/NA
Norge: + 3,7%
Kina: +0,9%

PMI Manufacturing (Feb/Mars)

EMU: 57,00/56.5
USA: 58,50/58.8
Kina: 50,40/48.1

PMI Service (Feb/Mars)

EMU: 55,50/54.8
USA: 56,50/58.9
Kina: 50,20/NA

Consumer confidence (Mar):

EMU: -19,6
USA: 59,4

PPI (Feb):

EMU: +30% y/y (ex. Energi +11,7% y/Y)
USA: +10%
Kina: +8,7%

Arbeidsledigheten (Feb/Mars):

EMU: 6,8%
USA: 3,8% /3.6%

Detaljhandel:

EMU: +0,20% M/M (Jan)
USA: +0,3% M/M (Feb)
Kina: +0,3% (Feb)

Styringsrente (Mars):

ECB: 0,0%
USA: 0,5%
Kina: 3,7%

MARKEDSSYN:

Vi er fortsatt positive til aksjer, men vi tror ikke på noen større oppgang i de store indeksene før i slutten av 2022. Vi er veldig positive til enkelte sektorer hvor vi ser en sterk økning i inntjening på grunn av endrede markedsforhold eller generelt større etterspørsel. Det er spesielt to sektorer som ser veldig sterke ut hvor økning i inntjening vil bli markant og hvor aksjene fremdeles er rimelige.

Den første sektoren vi ser stor oppside er matvaresektoren:

Ukraina er en stor produsent av mat og krigen har påført landet store ødeleggelser. Deres evne til å produsere og eksportere mat har endret seg kraftig i negativ retning. Allerede før krigen startet var matvareprisene på vei opp. Økte energipriser, logistikk problemer og dyrere gjødsel i tillegg til at verden gjenåpnes bidrar til at etterspørselen etter mat øker. I sum er endringen enorm og det er spådd fra flere hold at vi går inn i en matvarekrise hvor det kan oppstå mangel på mat. I løpet av 1-2 mnd vil dette bli veldig synlig på grunn av store trekk på eksisterende lager.

Vi har investert i Yara som vi tror kan stige 50% i første omgang, vi har investert i oppdrettsaksjene Lerøy og Mowi som vi tror kan stige 20-40%, vi har investert i Orkla som vi tror kan stige 40% og vi har investert i Scandi Standard som vi tror kan stige 50-80%. Felles for alle disse aksjene er at marginene vil enten være høye som for Yara og oppdrettsselskapene Lerøy og Mowi, mens marginen og inntjeningen til Orkla og Scandi Standard vil bedre seg vesentlig fra dagens nivå når disse selskapene gjennomfører prisøkninger på grunn av økte kostnader.

Den andre sektoren vi har stor tro på er reiseliv:

På tross av krigen i Ukraina vil gjenåpningen i verden og reiseaktiviteten fortsette. I løpet av 2. kvartal vil vi se en aktivitet innen reiseliv og kjøp av tjenester relatert til sektoren som er langt høyere enn det vi så i 2019. Det er relativt enkelt å se denne endringen ved å se på fremtidige bestillinger innen fly, ferger og hoteller. Det som kan bli en positiv overraskelse for denne sektoren er økte marginer. Prisene på disse tjenestene er opp markant fra 2019 og vil føre til en stor positiv endring i inntjeningen.

Vi har investert i hotellkjedene Scandic Hotels og Pandox, flyselskapet Norwegian, og Duni -som leverer utstyr til ulike tilstelninger til private, hoteller og restauranter. Vi tror også folk vil bruke mer penger på klær relatert til økt tidsbruk på uteliv og reising. Derfor har vi investert i H&M og smykkeprodusenten Pandora.



Olje og Energi:

Krigen har avdekket store svakheter ved EUs energisikkerhet og politikk. I første runde steg oljeprisen opp mot 140 dollar på frykt for importrestriksjoner på russisk olje og gass. I ettertid har både olje og gasspriser kommet ned fra topper i begynnelsen av måneden. Europa og resten av den vestlige verden vil bruke mer ressurser til å øke produksjon av olje og gass. I tillegg vil det bli investert mye i fornybar energi for å bli mindre avhengig av olje og gass fra Russland.

Det er vanskelig å spå fremtidig oljepris med så mange variabler som vi er vitne til nå, men vi synes det er flere faktorer som peker på en lavere oljepris i forhold til en videre oppgang.

Den Russiske oljen vil ikke forsvinne fra markedet, Opec vil gradvis øke produksjonen, USA vil frigjøre et historisk høyt volum av olje fra sine strategiske lager, en ny avtale om nedrustning av atomanrikning med Iran kan føre til mere olje på markedet og i tillegg er USA i ferd med å tillate Venezuela igjen å produsere olje for salg til det internasjonale markedet.

Etterspørselen etter olje i markedet vil være ganske lav frem til sommeren, det er mindre behov for fyring og etterspørselen vil være lav fra industrien, på grunn av lav industriproduksjon globalt.

Vi er fremdeles positive til energiaksjer. Vi er positive til oljeservice og enkelte aksjer innen fornybar energi. Vi er ikke positive til de store produsentene av olje og gass, fordi vi mener at de er mer enn fullpriset på dagens nivåer.

Vi vil bruke tiden fremover til å øke eksponeringen innen oljeservice og fornybar energi.

Foreløpig har vi investert i Subsea 7, Siem Offshore, og Edda Wind som vi mener er godt posisjonert til å ta del i denne veksten. Innen fornybart har vi investert i solenergiselskapet Otovo, vi har også investert i investeringselskapet Saga Pure som vi mener har en god track record og er en billig inngangsbillett for investeringer innenfor denne sektoren.

Bank Finans

Vi er også positive til Bank Finans, men vi tror flere av sparebankene er i ferd med å bli fullpriset og vi vil bruke disse høye nivåene til å redusere eksponeringen i sparebankene.

På grunn av en større nedgang i disponibel inntekt og endret mønster i forbruk, vil renten stige mindre enn antatt og det er derfor vi er mer positive til aksjemarkedet generelt inn mot slutten av året.

Mye av dagens høye inflasjon skyldes økte energipriser som igjen har ført til en større oppgang på andre råvarer. Mangel på komponenter og økte transportkostnader har også bidratt til økte priser på blant annet produksjon av nye biler. Denne inflasjonen vil antakeligvis bli kortvarig målt over en 12 mnd periode og vi vil antakeligvis se en lavere inflasjonstakt i løpet av våren innen de faktorene som hittil har bidratt til høyere inflasjon. Høyere priser på mat og tjenester vil bidra til enda høyere inflasjon i månedene som kommer, men vil igjen falle inn mot høsten.

På grunn av lavere forbruk av varer vil mest sannsynlig store deler av dagens inflasjon bli lavere enn tidligere antatt. Når inflasjonen som vi tror når en topp en gang i løpet av 2kv, vil det også bli synlig at forbruk av varer vil bli mindre av grunner nevnt ovenfor. Dette vil igjen sørge for at renteoppgangen vil bli mindre enn det som er diskontert i markedet. Vi tror de lange rentene vil toppe seg i løpet av sommeren for igjen å falle noe tilbake. Når det blir klart for markedet at renten kommer mindre opp enn tidligere antatt kan vi komme til å se en større oppgang innen vekstaksjer.

Flere vekstaksjer har kommet mye ned og prises i dag som verdiaksjer. Vi har kun investert i to vekstaksjer solenergi selskapet Otovo og lydbokselskapet Storytel. Vi vurderer flere vekstselskaper som attraktive, men vi vil ikke investere nevneverdig i disse før vi tror renten er i ferd med å nå en topp.

På grunn av vårt syn på lange renter vil vi fortsatt ha et større innslag av defensive aksjer med gode utbytter, men vi vil ha noe mindre inn mot slutten av året når vi tror markedet for aksjer vil bedre seg.

Vi tror man skal være forsiktige med aksjer som gikk bra under pandemien på grunn av store endringer i disponibel inntekt, endret preferanse av forbruk, mer kjøp av tjenester og mindre kjøp av varer. Økt inflasjon, økt beskatning av inntekt, gjeninnføring av avdrag og økte renter vil føre til mindre disponibel inntekt og lavere forbruk. Dette vil bli veldig synlig i 2. kvartal, hvor konsekvensene kan bli lavere salg av nye biler og noe lavere priser på bolig og investeringer relatert til boliger.

Selv om rentebanen er hevet kraftig, tror vi på en større nedgang i disponibel inntekt og endret mønster i forbruk: det vil gjøre at renten stiger mindre enn det som er forventet og det er derfor vi er mer positive til aksjemarkedet generelt inn mot slutten av året.

Selskaper vi tror kan få en reprising i 2kv og 3kv

Yara:

Vi har vektet oss ytterligere opp i Yara denne vinteren og ser aksjen fort opp mot 700kr - 50% opp fra dagens nivå. Matvareinflasjonen har allerede vart en lengre periode, men med bortfall av både gjødsel og hvete fra Russland og Ukraina står verden foran en potensielt større krise og matmangel.

Prisene på avlinger har steget kraftig og bøndene vil være i stand til å betale opp for kunstgjødsel, tror vi. De siste ukers volatilitet i gassprisen, den viktigste innsatsfaktoren i Yara's produksjon av Urea og nitrater, har gjort det vanskelig for analytikerne å estimere inntjeningen til selskapet. Dog har prisene på gass kommet ned og prisene på Urea og CAN justert kraftig opp. De amerikanske produsentene er den relative vinneren i det korte bildet, men økning i prisen spesielt på CAN er med på å løfte inntjeningen til Yara markant. Med en aksjekurs rundt NOK 450 og løpende inntjening per aksje over 200kr, så handler Yara med på en PE multiplum under 2x. Dette er milevis over estimatene, og selv om markedet ikke er villige til å prise inn dette scenariet over en lengre periode så tror vi selv med lavere volumer at inntjeningen dette året vil bli ekstraordinært god. Når aksjen er fair priset med en normal inntjening på 40kr per aksje, og du i tillegg får ett år med superprofitt så ligger risikoen definitivt på oppsiden i denne aksjen.

Chart 14: Massive run-rate EBITDA/EPS in current price environment – not adjusting for volumes



Source: Kepler Cheuvreux

**Mowi:**

En sektor som passer inn i vårt overordnede syn på matvarer og gjenåpning er Laks. I tillegg til Lerøy har vi har denne vinteren kjøpt oss opp i MOWI. Det vi ser er at lakseprisen holder seg mye sterkere igjennom vinteren enn fjoråret og hva analytikerne ligger inne med. Selv med økt førkost og sterkere krone vil inntjeningen stige. Prisene har i vinter ligget stabilt mellom 80 – 90kr og kan fort akselerere videre frem mot påske. På lengre sikt ser den også attraktiv ut. Et av de viktigste tallene vi har sett denne måneden er biomassetallene som viste et fall på 4,6% år/år – det laveste siden 2016. Globalt venter markedet null tilbudsvekst av laks. Men med de biomassetallene vi ser kan tilbudsveksten fort bli negativ neste år. Vi venter en oppdatering på volumer fra MOWI rett over påske og tror disse vil bli etterfulgt av positive estimatrevideringer for hele sektoren. Vi tror det er fornuftig å eie aksjer her i forkant av disse tallene. Med en snitt laksepris for året 10 kr over dagens konsensus forventninger bør MOWI kunne tjene over 20kr per aksje, legger man en konservativ multipl på dette si 15x bør aksjen kunne nå 340kr.

Hafnia:

Vi har en stund eid produkttank rederiet Hafnia da den har passet inn i temaet gjenåpning av verden etter Covid. Vår analyse var relativt enkel med begrunnelse i at når folk begynner å bevege på seg og reise trengs det mer bensin, jetfuel osv. Krigen i Ukraina har ført til at Europa må kjøpe blant annet diesel fra Asia i stedet for Russland. Dette har ført til en enorm tonn-mil vekst og ratene for LR (long range) og MR (mid range) båtene, som Hafnia har ca. 160 av, har steget nærmere 200%.

Med en betydelig økning i flåten tidligere i år vil Hafnia kunne levere en Ebitda over 400m dollar og igjen betale dividende. Aksjen handler basert på løpende inntjening på en PE 2x og P/NAV på 0,8x. Vi mener aksjen burde handle på P/NAV 1x noe som reflekterer en kurs på 40kr aksjen.

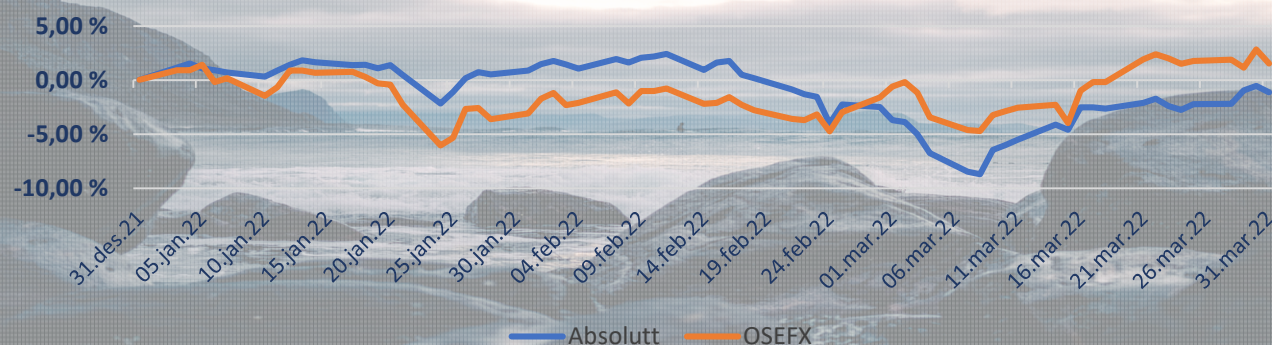
Sats:

Vi tror markedsprisen på treningskjeden SATS er veldig billig. Vi tror aksjen kan stige 50% innen 2kv. Selskapet rapporterte mer eller mindre samme lønnsomhet i 4kv som i 4kv 2019. Selskapet hentet inn mer kapital i 1 kv, noe som har bidratt til at balansen er mere attraktiv nå enn tidligere. Selskapet prises til PE 10. Vi mener de bør prises til mellom 15-17 på grunn av et gjennomprøvd konsept med stabil inntjening. Vi tror de har fått mange nye medlemmer i løpet av 1kv. Vi tror dette vil bidra til en reprising av selskapet i løpet av 2kv.

Vibrand Absolutt

hittil i år

Avkastning: -1,15%
Referanseindeks: 1,51%



Topp 3 obligasjonsposisjoner

Protector	2,1 %
Wallenius Wilhelmsen	2,1 %
Sparebanken Sør	2,1 %
Totalt obligasjoner	15,4 %

Topp 5 aksjeposisjoner

Telenor ASA	5,9 %
Mowi ASA	5,1 %
Yara Internat.	5,0 %
Telia Company AB	4,5 %
Orkla	4,3 %
Resterende posisjoner	55,3 %
Aksjer totalt	80,1 %
Kontanter	4,5 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Absolutt

Vibrand Absolutt steg med 1,37% i mars.
Vår referanseindeks OSEFX steg med 3,17%

Største bidragsytere:

Subsea 7 (+36%)

Elkem (+13%)

BW Offshore (+12%)

Taperne i porteføljen var:

Hennes & Mauritz (-22%)

Schibsted (-9%)

Nordea (-8%)

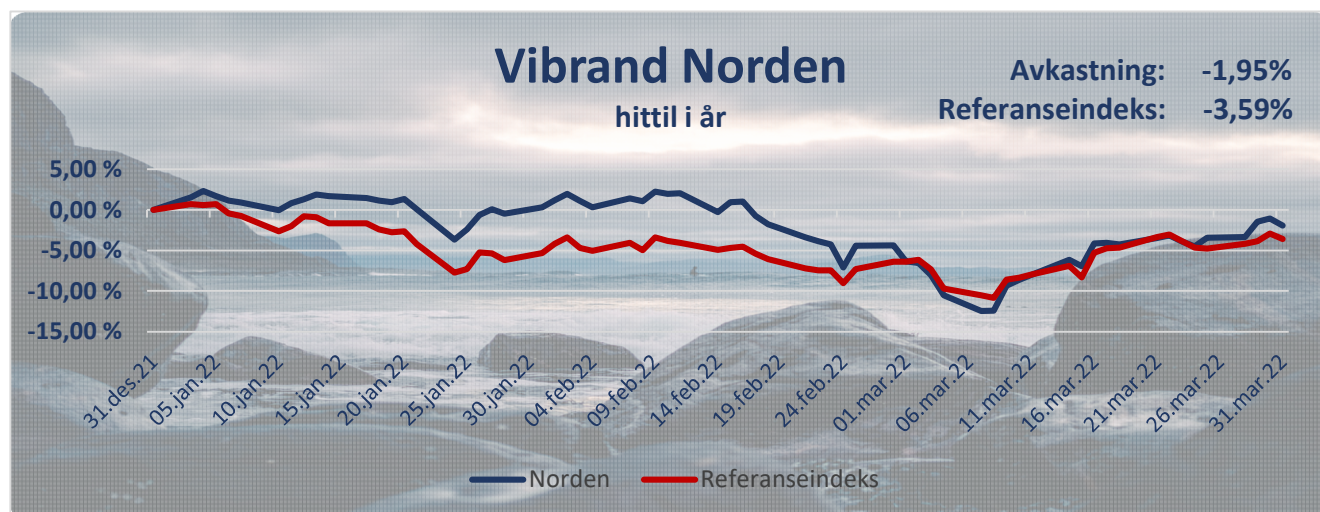
Endringer i porteføljen:

Vi har økt eksponeringen i: Telenor, Sats, Scandi Standard, og Mowi.

Vi har redusert i Elkem

Nye posisjoner kjøpt inn: Danske Bank, Edda Wind

Solgt oss helt ut av: Fjordkraft, Novo Nordisk,



Topp 10 aksjeposisjoner

Yara Internat.	6,2 %
Mowi ASA	5,1 %
Novo Nordisk B	5,0 %
Hafnia Ltd	4,5 %
Telia Company AB	4,4 %
Sampo Oyj A	4,4 %
Telenor ASA	4,0 %
Stolt-NielsenLtd	3,5 %
Duni AB	3,3 %
Lerøy Seafood Group	3,3 %
Resterende posisjoner	51,1 %
Aksjer totalt	94,7 %
Kontanter	5,3 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Norden

Vibrand Norden steg med 2,54% i Mars.
Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX steg med 2,90%

Største bidragsyttere:

Otovo (+58%)
Subsea 7 (36%)
Novo Nordisk (+13%)

Taperne i porteføljen var:

Hennes & Mauritz (-22%)
SKF (-14%)
Schibsted (-9%)

Endringer i porteføljen

Vi har økt eksponeringen i: Trelleborg, Sandvik, Kahoot, Mowi, Scandi Standard.

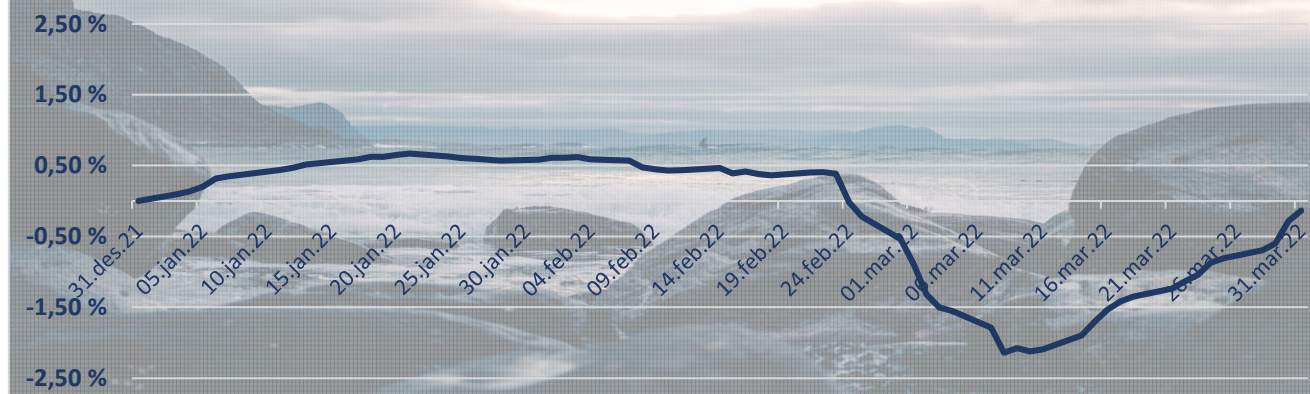
Redusert eksponeringen i: Astra Zeneca, Olav Thon, Novo Nordisk.

Tatt inn nytt: Saga Pure, Edda Wind, Norwegian
Solgt oss helt ut: Fjordkraft

Vibrand Kreditt

hittil i år

Avkastning : -0,14%



Topp 10 obligasjonsposisjoner

Stolt-Nielsen	5,56 %
Wallenius Wilhelmsen	5,33 %
Klaveness	4,72 %
Ocean Yield	3,67 %
Odfjell	3,42 %
Sparebanken Sør	3,29 %
Teekay LNG	3,12 %
Kistefos	2,86 %
Ship Finance	2,69 %
SuperOffice	2,60 %
Resterende posisjoner	56,7 %
Obligasjoner totalt	94,0 %
Kontanter	6,0 %
Total portefølje	100,0 %

Utvikling Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt steg med 0,40% i mars.

Vi har kjøpt oss videre opp i Aker Horizon. Vi har også kjøpt en mindre posisjon i Color Line 0,3%

Aker Horizon gjorde to større transaksjoner som viser selskapets evne til å genere verdier på eksisterende porteføljer. Selskapet solgte seg helt ut av Rec til en høyere pris enn ventet noe som bidro til en gevinst å kr 1,5 mrd. Det har lenge vært ventet at selskapets datterselskap MRP trenger mer kapital. I slutten av måneden ble det gjort en kapitalutvidelse mot selskapet EUR 575 mill - til en pris kr 8 mrd over analytikeres forventninger. Vi har investert i Aker Horizons evne til å genere verdier innen denne sektoren, noe som begynner å bli veldig synlig etter at disse transaksjonene er gjennomført.

Vi har kjøpt en mindre post i Color Line i lånet som går til forfall 2024. Vi tror selskapet har en kontant posisjon på kr 700 mill 31.12, noe som vi tror er nok til å drive gjennom 2022. Videre er vi ganske sikre på at bookingen for 2022 vil bli historisk bra på gode priser. Vi tror også at frakt av Cargo er veldig bra på grunn av mangel på sjåfører av langtransport. I et godt år tjener Color Line kr 1.2 mrd, i år blir noe svakere på grunn av høye bunkers priser. Lånet gir en rente på 9%, noe som vi anser som god risk/reward. Når vi får mere tall som bekrefter balanse og antagelser vil vi kjøpe mere i dette lånet.