



OSEBX +6,59% (i år -2,16%)

OSEFX +6,67% (i år -9,40%)

S&P 500 +7,99% (i år -18,76%) **DAX +9,41%** (i år -16,56%)

VINX +3,32% (i år -18,32%)

Vibrand Absolutt +5,82% (i år -1,46%)

Vibrand Norden +6,48% (i år -1,36%)

Vibrand Kreditt +0,29% (i år +0,45%)

Markedet og markedssyn

Oktober ble en sterk måned for aksjemarkedene etter en rufsete september måned. Oslo Børs fikk en oppgang på 6,6% mens S&P 500 la på seg hele 8%. Vibrand Absolutt endte opp 5,82% og Vibrand Norden endte opp 6,48%.

Markedet har handlet oppover igjennom store deler av oktober, med økende grad av optimisme rettet mot FEDs rentebeslutning og bedre enn ventet kvartalsrapporter fra flere selskaper innenfor ulike sektorer.

Flere av selskapene i porteføljene leverte veldig sterke tall. Yara leverte over forventningene og det er ingen ting som tyder på at dette ikke kommer til å fortsette. Selskapet leverte kr 15 pr aksje i 3kv. og vi tror 4kv. blir enda bedre. Selskapet steg 21% i løpet av oktober, vi tror aksjen vil stige ytterligere i inn mot årsskiftet. Vårt kursmål er kr 750, opp 63% fra dagens nivå.

Kylling produsenten Scandi Standard leverte SEK 1 pr aksje. Dette tyder på at «turnaround» caset virkelig har startet, og vi tror dette bare er begynnelsen. Selskapet steg 13% etter tallene.

Hotellselskapene Pandox og Scandic Hotels leverte veldig sterke tall. Scandic leverte tidenes sterkeste kvartal med en inntjening på SEK 3.56 per aksje, og PE 10 på et kvartal. Begge selskapene steg ca. 10% i etterkant.

Vi tror den siste trippelhevingen fra FED (2. november) vil føre til fallende inflasjon inn mot nyåret, drevet av svakere vekst, lavere råvarepriser og betydelig lavere aktivitet i boligmarkedet.

Aksjemarkedet har i stor grad allerede priset inn disse faktorene for ledende sektorer som IT, Industri og Konsum. Konsensus priser nå en aggressiv rentebane som en konsekvens av at styringsrenten fortsatt ikke påvirker inflasjonstallene i den grad FED hadde ønsket. En større nedgang i inflasjonen vil bidra til lavere forventet rentebane, som igjen kan sette fart på aksjemarkedet inn mot nyåret.

Prisingen av overnevnte sektorer har falt betydelig i inneværende år og vi tror investorer vil begynne å kjøpe disse aksjene basert på det fremtidige inntjeningspotensialet. Vi har forklart hvorfor dette er sannsynlig lengre ned i rapporten, hvor vi har sett på perioden 2014-2017 og sammenlignet utviklingen med hva vi tror vil materialisere seg i perioden 2022-2024.

Vi tror på en større oppgang i eksisterende portefølje, samtidig vil vi øke investeringene i de overnevnte sektorene når synet vårt på lavere inflasjon starter å materialisere seg.





Litt om markedet

Det har vært en god måned for markedene på tross av varierende nøkkeltall fra USA. Inflasjonen viste 8,2% for september, mot forventede 8,1%. Noe mer bekymringsverdig var den rekordhøye kjerneinflasjonen (ekskludert mat- og energipriser) som endte på 6,6%, det høyeste siden 1982. Økende priser på husly, mat og medisinsk behandling var de sterkeste driverne bak inflasjonstallene mens prisene på bensin, brukte biler og klær falt. Videre ble det skapt 263k nye jobber i USA (non farm payrolls), som var i tråd med forventningene, mens arbeidsledigheten gikk ned til 3,5% (mot ventet 3,7%).

Samlet sett har markedet startet å se flere svakhetstegn ved den amerikanske økonomien, til tross for fortsatt høy prisstigning. Vi mener noe av årsaken til dette er at markedet nå legger til grunn en lengre lagg for renteøkningenes effekt på boligmarkedet. En annen årsak er at amerikanske selskaper kunngjorde planer om å kutte 29.989 stillinger i september, en økning på 46% fra måneden før, og 68% økning målt år-over-år. Den brede konsensus forventet fortsatt en renteøkning på 0,75% ved november møtet, basert på svakt nedadgående inflasjon og aggressiv retorikk fra FED. Vi ser derimot flere svakhetstegn ved det amerikanske boligmarkedet som taler for at FEDs handlingsrom stadig krymper.

Boliglån med fastsatt rente og nedbetaling over 30 år ligger nå på 7,5%. Statsobligasjoner med samme løpetid ligger derimot på 4,15%, noe som betyr at spreaden har økt betraktelig. Videre renteoppgang vil dermed øke spreaden ytterligere og man kan fort få en situasjon hvor boliglånsrenten overstiger 9%. Dette mener vi vil resultere i et markant stopp for det amerikanske boligmarkedet, og således redusere handlingsrommet til FED ved senere rentemøter.

Inflasjonen i Europa er fortsatt problematisk som følge av den pågående energikrisen. Selv om Europa fyller lagrene for harde livet, vil ikke det i seg selv være nok for en trøblete vintersesong. Vi noterer derimot en kraftig nedgang i gassprisene fra de høye nivåene ved Nord Stream lekkasjene til dagens nivåer (67% reduksjon). Positive signaler fra den tyske statsministeren rettet mot kjernekraft tolker vi som utelukkende positivt, ettersom det er en av få virkemidler regjeringen kan benytte for å øke/opprettholde kraftproduksjon på kort sikt.





Makro

KPI Oktober (September):

EMU: +10,70% år/år (+10%)
USA: +8,20% år/år (+8,30%)
Norge: +6,90% år/år (+6,50%)
Kina: +3,90% år/år (+2,50%)

PMI Manufacturing Oktober (September):

EMU: 46,40 (48,40)
USA: 50,40 (52,00)
Kina: 49,20 (48,10)
(tall fra S&P Global)

PMI Service Oktober (September):

EMU: 48,20 (48,80)
USA: 46,60 (49,30)
Kina: 49,30 (55,00)

Detaljhandel Oktober (September):

EMU: -0,30% m/m (+0,30%)
USA: +0,30% m/m (+0,03%)
Norge: +0,10% m/m (+0,70%)

BNP vekst Q3 (Q2):

EMU: +0,20% kv/kv (+0,80%)
USA: +2,60% kv/kv (-0,60%)
Kina: +3,90% kv/kv (-2,60%)
Norge: +0,70% kv/kv (-1,00%)

Styringsrente Oktober:

ECB: 2,00% (1,25%)
USA: 3,25% (2,50%)
Kina: 3,65% (3,7%)
Norge: 2,25% (1,75%)

Vi tror sentralbankene med FED i spissen vil fortsette å sette opp renten som tidligere indikert. Vi tror derimot at november-møtet kan markere starten på en topp og at taktskifte vil bli nedadgående inn mot slutten av året (moderering av renteøkninger). Årsaken til dette er svakhetstegnene vi starter å se i den amerikanske økonomien.

Som vi har vært inne på ved tidligere månedssrapporter så ser vi klare svakhetstegn for boligmarkedet i USA. Effekten av disse svakhetene vil kun forsterke trenden vi ser innenfor oppsigelser, arbeidsledighet og lønnsvekst, som alle peker i retningen av lavere inflasjon. Videre går vi inn i en periode hvor fjorårets prisstigning fra måned til måned økte betydelig (opp mot 1%), noe som implisitt indikerer høyere sammenligningsgrunnlag for KPI tall i månedene som kommer. Resultatet av dette kan dermed forsterke nedgangen i inflasjonstallene inn mot nyåret, og spesielt oktober som så en stigning på 0,9% i 2021 (målt fra måned til måned).

For Europa sin del vil det bli vanskelig å få has på inflasjonen med vedvarende energikrise. Utover dette, tror vi den store debatten vil basere seg på «spending» i offentlige budsjetter. I forrige månedssrapport snakket vi litt om Storbritannia, deres offentlige budsjett og det mye omtalte «mini-budsjettet» til Liz Truss. Vi argumenterte for en positiv holdning mot hjelpepakker på generell basis, som definitivt kan lette litt på inflasjonspresset, men var kritiske til «mini-budsjettet» som sto i sterk kontrast mot Bank of England sin kommuniserte avhendings strategi (salg av statlige og ikke-statlige obligasjoner). Når man i tillegg kutter skatter for de rike i en periode med historisk høy inflasjon, var det lite tvil om hvordan pakken ville bli mottatt. Resultatet ble en kortsiktig reversering fra BoE for å stabilisere markedet, ny statsminister og ny hjelpepakke. Den nye pakken fokuserer på stabilitet, hvor den tidligere pakken utelukkende fokuserte på vekst. Vi mener denne fremgangsmåten er mer pragmatisk, og markedet indikerer en positiv innstilling til «tryggheten» fra den nye regjeringen





Markedssyn

Vi har fortsatt det samme markedssynet med overvekt i aksjer, på tross av at forventet renteoppgang er noe høyere. De siste tallene fra USA indikerer at vi har sett toppen i stigningstakten for inflasjonen, og at denne nå er svakt nedadgående. For Europa sin del er vi noe mer usikker på grunn av økningen i strømpriser. Vi er fortsatt av den oppfatning at inflasjonen har nådd en topp, og vi tror vi at vi vil se lavere inflasjon, drevet av lavere vekst inn mot slutten av året og starten av 2023. Videre tror vi nedgangen i inflasjon i USA vil sette fart etter hvert som rentehevingene får innvirkning.

Vi mener høyere rentebane vil øke viktigheten av selektive sektor- og selskapsplasseringer. Det finnes nå investeringsalternativer som tilbyr attraktiv yield (Vibrand Kreditt) som en direkte konsekvens av rentenivået vi ser i dag. Følgelig øker avkastningskravet for aksjer, hvor spesielt IT og vekstselskaper vil bli hardest rammet. Dette er utviklingen vi har sett i det siste, med store kursnedganger for de fleste IT og vekstselskaper. Dette skjerper fokuset vårt for å finne rimelige inngangsnivåer i robuste selskaper med solid balanse, som kan dra nytte av fremtidige megatrender og vekstområder.

Vi er fortsatt positive til bank & finans, restaurant & reiseliv og matproduksjon. Vi liker olje, oljeservice og fornybar energi. Vi har solgt oss ut av produkttank og kjemikalietransport fordi vi mener mye av potensiale allerede er tatt ut, og videre oppgang ville vært binært med krigen i Ukraina. Vi tror fortsatt man skal eie aksjer som tar fordel av at samfunnet skal tilbake til normalen. Den største risikoen for markedet er fortsatt krigen i Ukraina og implikasjoner på energimarkedet. Videre noterer vi at situasjonen mellom Kina og Taiwan fortsetter å tilspisse seg med eskalerende ordbruk fra Xi Jinping. Semiconductor konflikten mellom Kina og USA legger ytterligere press på situasjonen ettersom Taiwan er verdens største leverandør av wafers.

De nordiske bankene i porteføljen har gått 10%, mens sparebankene i porteføljen har gått 2.5%. Mye av oppgangen skyldes gode kvartalsrapporter som bekreftet det underliggende synet vi hadde på sektoren. Økende rentemarginer gir høyere renteinntekter med fortsatt god utlånsvekst. Videre har enkelte «one-offs» bidratt til å løfte hele sektoren i en positiv rapporteringsperiode som ga ytterligere momentum (i.e. Danske Bank tapsavsetning).

Det udekkede behovet innenfor reiseliv er fortsatt stort, og vi mener vi kun har sett starten på dette. Det er ikke utenkelig at lavere disponibel inntekt vil svekke dette momentet, men vi mener det langsiktige bildet er veldig positivt. Dette synet fikk vi bekreftet i 3.kv rapporter hvor Pandox, Scandic Hotels og Duni leverte veldig sterke tall.

Vi er fortsatt veldig positive til produksjon av matvarer, og den nedadgående input prisen er positivt for produsentene. Scandi Standard har nå satt opp prisene slik at de fullt ut kompenserer for de økte kostnadsnivået. Nå som inputprisen i tillegg starter å falle forventer vi at marginene vil bedres de neste kvartalene og inn mot 2023.

Vår strategi bygger på potensialet i eksisterende portefølje. Videre har vi smått startet å vri porteføljen inn mot sektorene IT, industri og konsum. Vi mener disse sektorene er godt posisjonert til å dra nytte av lavere inflasjonsforventninger som indikerer starten på vårt makroøkonomiske syn.





Vårt syn og historisk sammenligning:

I månedene fremover vil vi inkludere den historiske sammenligningen vi benytter for fremtidig posisjonering til fordel for både nye og gamle lesere. Avsnittet nedenfor vil dermed kun gi en oppsummering på hvordan kurser og estimater har endret seg siden vi startet sammenligningsperioden (sommer 2022).

Med en gjennomsnittlig revidering av median kursmål på (-7,73%), kombinert med en gjennomsnittlig revidering av DCF Target Price på (+2,5%) ser vi at konsensus i større grad priser inn en periode med resesjon og kontraktiv multippel utvikling fra det som allerede kan sies å være historisk lave kursmål. Videre har porteføljeselskapene hatt en gjennomsnittlig kursutvikling på nesten 8%. Følgelig er estimert avkastning for porteføljen i 2023 på 15,5% i skrivende stund, med et gjennomsnittlig oppsidepotensiale på hele 87% til DCF-basert Target Price.

Ved forrige månedssrapport gjennomførte vi en historisk sammenligning av tidligere perioder med likhetstrekk til den situasjonen vi ser i dagens marked. Den perioden vi fant flest likhetstrekk med var 2014 – 2017 (målt opp mot 2021-2024). Hovedfokuset vårt for analysen baserer seg på svensk industri, mer spesifikt Husqvarna, Electrolux, Thule, SKF og Volvo.

Svensk industri hadde et godt år i 2014 med markant omsetningsvekst og bedring i marginer for flere av selskapene. Dette mener vi ligner bra på utviklingen vi så i 2021, hvor flere av selskapene kunne vise til samme resultatforbedring. Denne utviklingen vedvarte gjennom H1 (første halvdel) 2015, før omsetningsveksten og marginene startet å svekke seg i andre halvdel 2015 i lys av lavere vekst i BNP (Sverige, USA & Kina), Volkswagens utslippsskandale og økende styringsrenter i USA.

Vi ser flere likhetstrekk med denne perioden og inneværende år (2022), hvor første halvdel i stor grad sørger for en omsetningsvekst på årsbasis, og en mer trøblete andre halvdel kjennetegnet med lavere vekst kombinert med kostnadsinflasjon som reduserer resultatene.

Videre mener vi at denne utviklingen vil vedvare inn på nyåret, som følgelig sender estimatene for H1 2023 nedover. Etter hvert som renten settes videre opp vil inflasjonsnivået reduseres, og vi forventer at andre halvdel av 2023 vil bedres. Kombinasjonen av nedadgående inflasjon og ekspansiv pengepolitikk i 2024 legger til rette for ett godt svensk industri år. Denne utviklingen samsvarer godt med sammenligningsperioden hvor svensk industri bunnet ut i midten av 2016 (for oss 2023) før den satte fart i 2017 (for oss 2024).

Vi mener at man nå bør begynne å posisjonere seg for denne utviklingen forklart ovenfor. For ordens skyld deler vi inn sammenligningen i 3 deler, dvs. Historisk, Nåtid og Fremtid.





Historisk: Perioden 2014-2015 vs. 2021-2022

Både 2014 & 2021 hadde et dårlig foregående år, preget av høye styringsrenter i 2013 og COVID-19 i 2020. Nedadgående styringsrenter og delvis gjenåpning av samfunnet satte derimot fart på økonomien i henholdsvis 2014 og 2021. I 2015 endret imidlertid det makroøkonomiske bildet seg med økende styringsrenter i USA, utslippsskandaler og lavere vekst i BNP. Denne utviklingen samsvarer ganske godt med situasjonen vi har sett i inneværende år, dvs. økende renter, lavere vekst og høyere inflasjon.

I løpet av disse periodene har derimot aksjekursen utviklet seg svært ulikt. Industriselskapene har hatt et gjennomsnittlig kursfall på hele -40% så langt i år, hvor de samme selskapene hadde en positiv kursutvikling på +21% i sammenligningsperioden (2014-2015). På bakgrunn av dette mener vi at årets kursfall er overdrevet, også med tanke på PB og fremtidig inntjenings kapasitet.

Nåtid: Perioden 2015-2016 vs. 2022-2023

Starten av 2015 og 2022 kan kjennetegnes som gode perioder som utnyttet momentet fra foregående år (forrige periode) på tross av trøblete makroøkonomiske utsikter. Det er først i andre halvdel av 2015 og 2022 at makroen forverres, veksten stopper og rentene øker. Denne utviklingen fortsatte inn i H1 2016, før den bedret seg i andre halvår.

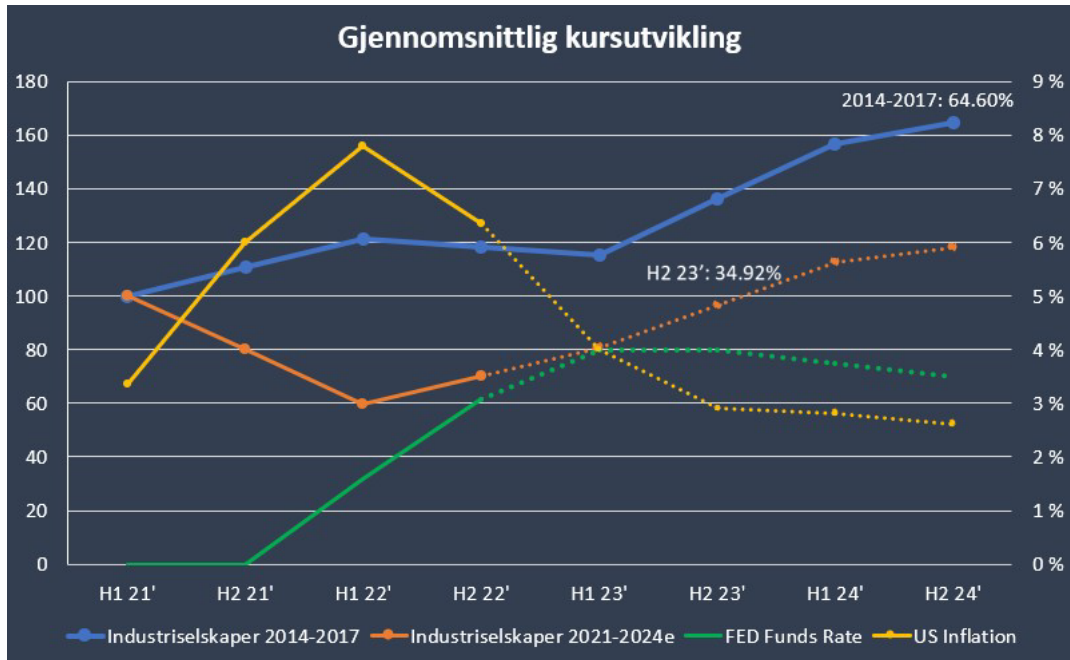
Resultatet av dette ble tilnærmet null vekst og en gjennomsnittlig negativ kursutvikling på 5% for industriselskapene i perioden 2015-2016. Vi vurderer det som sannsynlig at veksten fra 2022 til 2023 blir tilnærmet lik null. Videre mener vi at risikoen for et eventuelt kursfall (tilsvarende sammenligningsperiode på 5%) inn mot midten av 2023 er mindre sannsynlig når vi hensyntar årets kursfall. Vi mener derfor at en oppgang mot reviderte median kursmål er berettiget når vi hensyntar årets kursfall på -40%, som gir en gjennomsnittlig oppside på 35% inn i 2023.

Fremtid: Perioden 2016-2017 vs. 2023-2024

Andre halvdel av 2016 og hele 2017 var igjen en god periode for svensk industri, med økende inntjening og høy økonomisk vekst. Vårt syn er at den aggressive rentepolitikken vi har sett til nå, vil fortsette noe inn mot 4kv før den topper ut i starten av 2023.

Videre mener vi at de hyppige renteøkningene ikke har rukket å gi den ønskede effekten, fordi flere aspekter ved inflasjonen henger etter. Resultatet av denne laggen vil intensivere nedgangen i inflasjonen som igjen vil signalisere tidligere rentekutt fra sentralbankene.





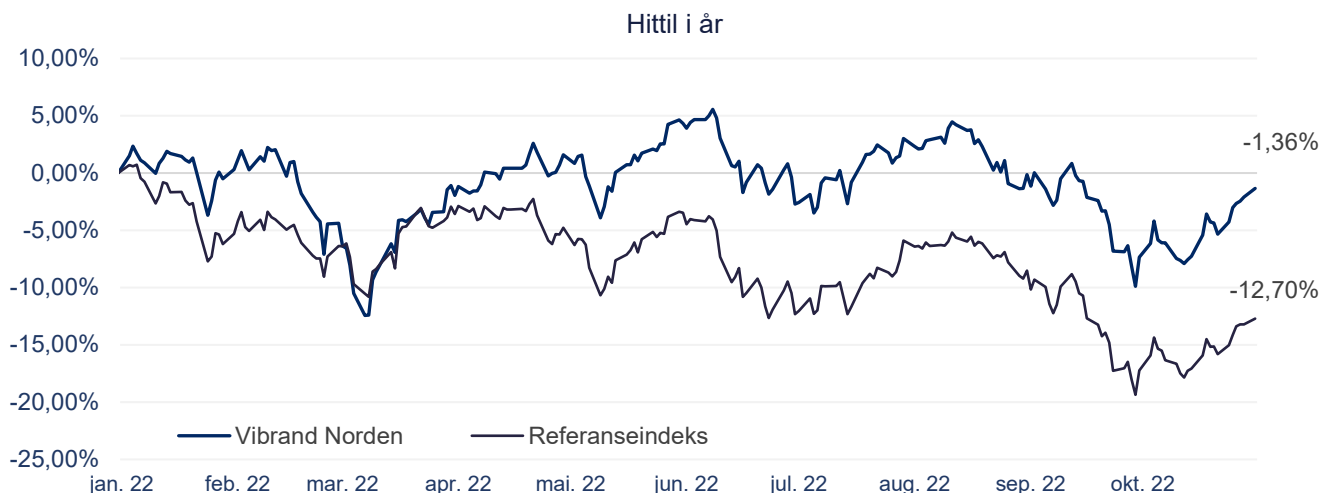
Med kraftig nedadgående inflasjon og lavere styringsrente inn mot 2024, argumenterer vi for estimatrevideringer som bedre gjenspeiler de makroøkonomiske utsiktene. Dette betyr at vi ser ytterligere oppsidepotensiale inn mot 2024 for industri porteføljen, samt selskaper innen konsum, IT og vekst.

Ovenfor har vi laget en grafisk fremstilling av kursutviklingen til industrielskapene i sammenligningsperioden (blå), dagens situasjon & våre estimater (oransje), samt de viktigste økonomiske indikatorene som vil drive markedet fremover (FEDs styringsrente og inflasjonen i USA).





Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

Novo Nordisk B	8,2 %
Yara Internat.	7,2 %
Storebrand Ord.	5,0 %
Scandi Standard	4,0 %
Orkla	4,0 %
Swedbank AB A	3,9 %
DNB Bank ASA	3,5 %
Pandox AB B	3,5 %
Telenor ASA	3,3 %
Autoliv SDB	3,2 %
Resterende posisjoner	49,7 %
Aksjer totalt	95,4 %
Kontanter	4,6 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Norden steg 6,48% i oktober 2022.

Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX steg 4,99%

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Danske Bank, Subsea 7, Duni og Yara.

De svakeste har vært Coor, Otovo og Orkla.

Endringer i porteføljen

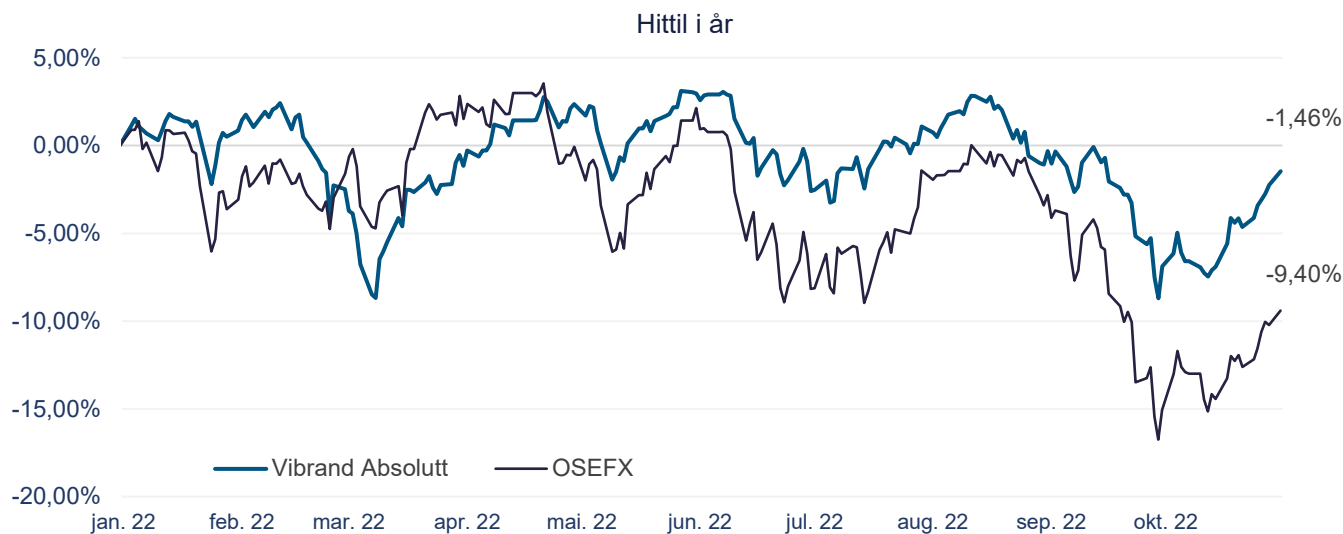
Vi har økt eksponeringen i: Orkla, Pandox, Schibsted, Thule, Investor AB og Storebrand.

Vi har redusert i: Hafnia og Elkem.





Vibrand Absolutt



Topp 3 obligasjonsposisjoner

Klaveness	2,8 %
Wallenius Wilhelmsen	2,1 %
Protector Forsikring	2,1 %
Totalt obligasjoner	18,9 %

Topp 5 aksjeposisjoner

Yara Internat.	6,0 %
Telenor ASA	5,9 %
Storebrand Ord.	5,6 %
Orkla	4,5 %
Swedbank AB A	3,9 %
Resterende posisjoner	50,7 %
Aksjer totalt	76,7 %
Kontanter	4,4 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Absolutt steg med 5,82% i oktober 2022.

Vår referanseindeks OSEFX steg 6,62%

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Danske Bank, Subsea 7, Storytel, Elopak, Duni og Yara.

De svakeste har vært Flyr, Coor, og Orkla.

Vi har økt eksponeringen i:

Scandic Hotels, Pandox, Danske Bank, AkerBP, Telenor, Schibsted, Investor AB, og Industrivärden.

Vi har redusert i:

Sats og Novo. Og solgt oss helt ut av Stolt Nilsen og Hafnia

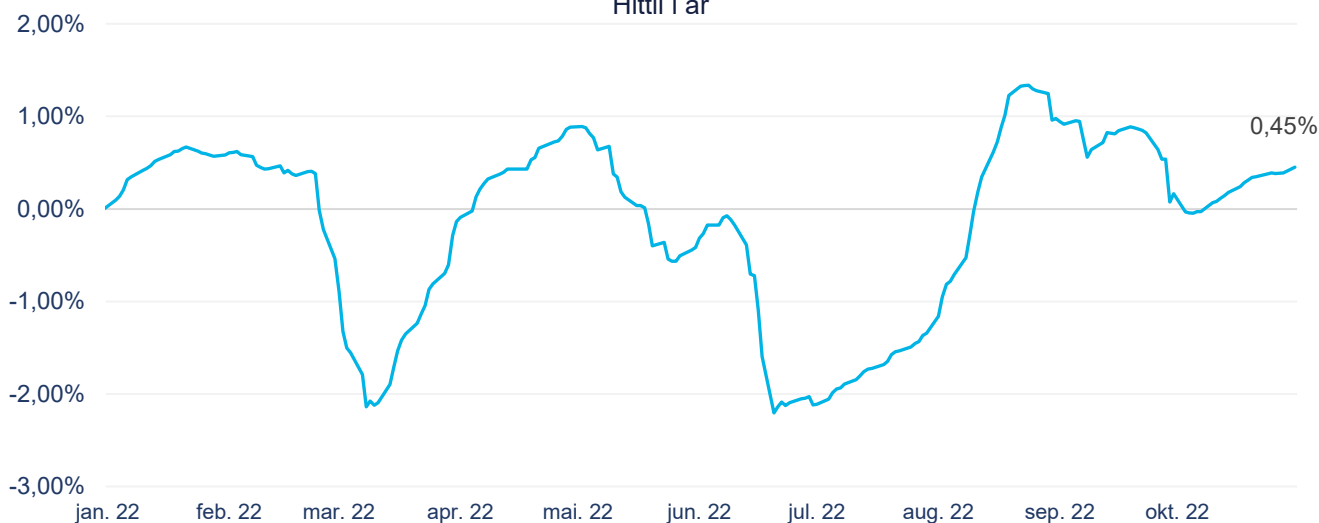
Innen obligasjoner har vi solgt Fibo og tegnet i DNB hybridene.





Vibrand Kreditt

Hittil i år



Topp 10 obligasjonsposisjoner

DNB	7,17 %
Wallenius Wilhelmsen	6,53 %
Klaveness	5,33 %
Stolt-Nielsen	5,20 %
Kistefos	4,92 %
Odfjell	3,23 %
Ocean Yield	2,90 %
Aker	2,65 %
Sparebanken Sør	2,57 %
Teekay LNG	2,36 %
Resterende posisjoner	53,4 %
Obligasjoner totalt	96,2 %
Kontanter	3,8 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Kreditt

Vibrand kreditt har i løpet av måneden gjort det bedre enn markedet for øvrig, fondet endte opp 0,29% og er opp 0,5% så langt i år. Fondets overvekt innen bankfinans og shipping er hovedgrunnen til denne utviklingen. Bankene har i løpet av 3kv levert veldig sterke resultater.

Det at Danske bank har gjort et forlik med amerikanske myndigheter har bidratt til at man har fjernet en større usikkerhet innen bank sektoren i Norden.

Shipping selskapene i porteføljen har igjen levert veldig gode resultater, disse selskapene kan se ut som de er inne i en supersyklus og bidrar dermed til at mye av kreditt risikoen er fjernet.

Den gode utviklingen i fondet er også drevet av gode løpende renteutbetalinger og stadig stigende rentekuponger.

Ved utgangen av oktober er kontant andelen 3,8%, yield to maturity på 8,65% og durasjonen 2,65.





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.



Andreas Thøgersen

Forvalter

Andreas er utdannet ved University of San Diego, USA. Han har 14 års erfaring fra finans som megler og forvalter på aksjer. Han har jobbet for bl.a. Kaupthing, Swedbank, Kepler Cheuvreux og Carucel. Andreas kom til Vibrand i November 2021.



Jacob Teigland

Analytiker/Junior 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 & Junior Forvalter.



Runar Jacobsen

Junior 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.

