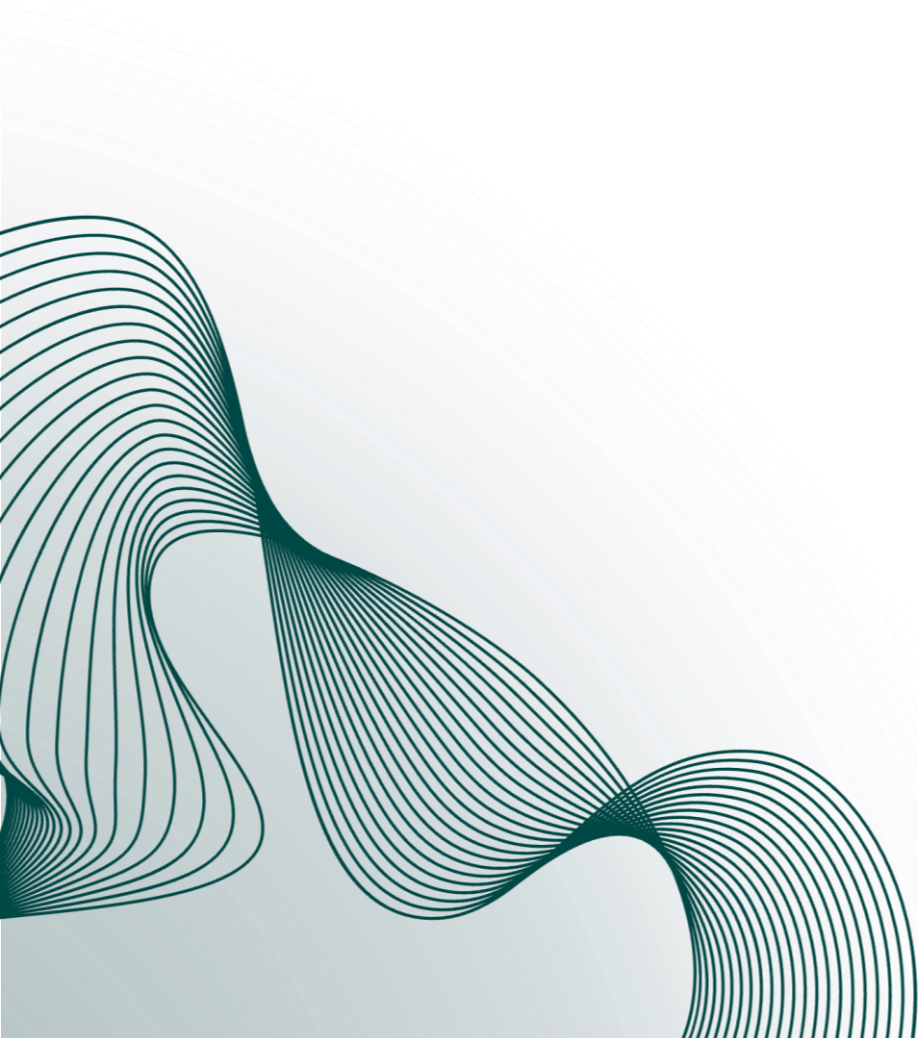


Månedsbrev

april 2024

Oslo, 8. april 2024



En refleksjon

“What you’re asking here is what makes a company valuable, and why it will be more valuable tomorrow than it is today. There are many theories, but to me, it always comes down to earnings and assets. Especially earnings.”

«One Up on Wall Street», kapittel 3 «Earnings, Earnings, Earnings», Peter Lynch med John Rotchild, Simon & Schuster, 2000

En introduksjon til kvalitetsorienterte nøkkeltall

En kvalitetsorientert investeringsfilosofi løfter fram kvalitetene i enkeltsekskapene. I tidligere brev har vi framhevet at selskapene bør ta del i attraktive produktmarkeder og ha god selskapsledelse, som bidrar til gode finansielle resultater. Dette vil over tid legges merke til av aksjemarkedet og gi god avkastning for den langsiktige investor.

Hva er da disse finansielle, regnskapsmessige resultatene en langsiktig investor skal se etter? Det er flere veier til samme mål, men enkelte nøkkeltall går igjen blant kvalitetsinvestorer:

- 1) Egenkapitalavkastning
- 2) Bruttomargin
- 3) Overskuddsstabilitet
- 4) Soliditet
- 5) Forskning og utvikling

De tre første av disse er fra resultatregnskapet, mens noen forvaltere er mer opptatt av kontantstrømanalysen til selskapene. Én årsak er at de søker å luke unna selskaper som prøver å skape et mer fordelaktig bilde av selskapets finansielle styrke gjennom sin bokføring. Med hensyn til de ovennevnte nøkkeltall er egenkapitalavkastningen det mest nærliggende tallet å fokusere på, som er forholdet mellom årsoverskuddet og egenkapitalen:

$$\text{egenkapitalavkastning} = \frac{\text{årsoverskudd}}{\text{egenkapital}}$$

Dette kalles gjerne Return On Equity på engelsk. Med dette måltallet kan vi sammenligne den finansielle styrken uavhengig av hvor stort selskapet er, da vi vurderer årsoverskuddet for det enkelte selskapet opp mot hvilken egenkapital som var i selskapet for å oppnå dette.

Vi kan også vurdere kapitaleffektiviteten til selskapene ved egenkapitalavkastning. To selskap med samme årsoverskudd, kan sammenlignes ved å se hvor stor kapital som var bundet for å oppnå dette årsoverskuddet.

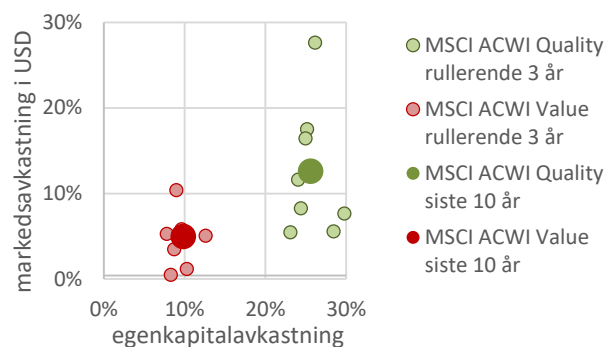
Et sentralt poeng er hvorvidt selskapet er i stand til å opprettholde den samme kapitaleffektiviteten over tid. Selskaper som evner å generere betydelig overskudd på den egenkapitalen de har og reinvestere dette i selskapets drift til samme egenkapitalavkastning, gir en akkumulerende effekt. Dette gir også vekst i selskapet. Alternativt kan selskapet betale ut overskuddet i form av utbytte eller kjøpe tilbake egne aksjer, men fortsatt evne å skape samme gode egenkapitalavkastning. Det er to av flere ulike varianter av kvalitetsselskaper.

En mulig kontantstrømrelatert erstatter av dette nøkkeltallet er kontantstrømvkastning fra investeringer. Investor vurderer hvor stor kontantstrøm som genereres fra selskapets investeringer. Da disse kan være finansiert både av gjeld og egenkapital, måles denne kontantstrømvkastningen opp mot kapitalkostnader.

En god bruttomargin indikerer at selskapets kunder har stor betalingsvillighet i forhold til varenes selvkost for selskapet. Dette gjør seg spesielt bemerket for selskaper med sterke merkevarer, hvor selskapet kan opptre som prissettere. Men selv om selskapet ikke har så sterkt merkenavn, vil god bruttomargin gi sterk buffer mot inflasjon og andre realøkonomiske sykler i underliggende kostnader. Overskuddet holder bedre stand i urolige tider. Bruttomargin er spesielt relevant i noen sektorer. Men der det er relevant, er det et sentralt måltall.

Soliditet vitner om etablert kvalitet. Med god soliditet, forventer gjerne investor mindre følsomhet for rentesvingninger og generelt lavere forretningsmessig risiko.

Egenkapitalavkastning gir markedsavkastning



Kilde Bloomberg, per 31.12.2023

Figuren under viser ett av disse måltallene. Poenget er å vise sammenhengen mellom den underliggende, fundamentale utviklingen og markedsavkastningen. Vi sammenligner her de mer sykliske selskapene i MSCI ACWI Value (Verdiselskaper) med de kvalitetsorienterte i MSCI ACWI Quality (Kvalitetsselskaper). Avkastningen er vist i USD for å minimere valutaeffekten. Figuren viser tydelig hvordan den høyere finansielle styrken for kvalitetsselskaper er en avkastningsdriver over tid. I kortere perioder, her oppgitt som rullerende 3 års perioder, kan dette svinge, men siste tiåret er kvalitetsselskaper overlegne verdisselskaper.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 15,4 % hittil i år per 31. mars, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 9,6 %. Vi observerer at en god del av avkastningen i åpen valuta skyldes valutavekkelsen for NOK. Oslo Børs Fondsindeks har derimot kun steget 3,2 % i samme periode.

Effektiv rente for NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3, som måler norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, var 4,6 % per 31. mars mot 4,3 % ved nyttår. Effektiv rente for Bloomberg Global Aggregate TR NOK Hedged var 3,8 % per 31. mars mot 3,5 % ved nyttår.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Sentralbanklikviditeten er fortsatt stram. Både USA, eurosonen og Norge har så langt i 2024 holdt styringsrenten fast. Kina, derimot, har gjennomført lettelse i pengepolitikken etter realøkonomisk svekkelse. Sentralbankbalansene bygges ned, noe som svekker likviditeten, men de store sentralbankenes balanser er fortsatt høyere enn hva de var før koronakrisen.

Verdsetting

Verdsettingen stiger med god avkastning i aksjemarkedet. Figuren under indikerer en viss sammenheng mellom underliggende realøkonomi og den løpende markedsavkastningen. Vi ser at ISM Industriproduksjon igjen

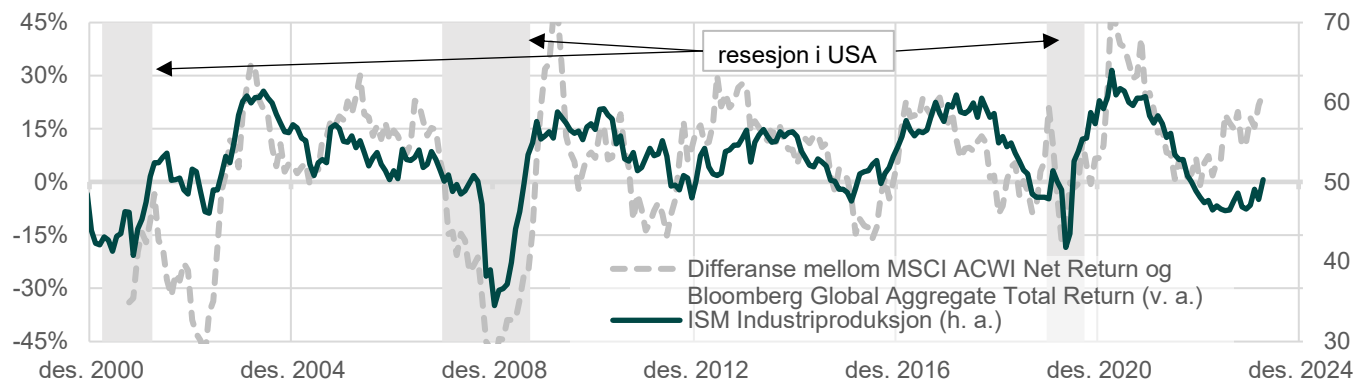
indikerer vekst. Med høy verdsetting, følger vi likevel den realøkonomiske utviklingen nøye.

Vi opprettholder også høyere rentefølsomhet for relevante aktivaklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Hensikten for den taktiske posisjonen er i større grad å sikre den høye effektive renten. Skulle rentenivået falle, vil det også være mer gunstig med en portefølje med noe høyere rentefølsomhet.

Sentimentet

Sentimentet, som målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt i USA, Europa, og det norske markedet. Dette samstemmer også med at investeringsstilen momentum har sterkest avkastning hittil i år.

Meravkastning aksjer sammenlignet med amerikansk industriproduksjon



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, MSCI, National Bureau of Economic Research, Institute of Supply Management

Konklusjon

Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Sentralbanklikviditeten er stram, og sentralbankene fastholder høyeste styringsrenter siden finanskrisen. Inflasjonen svekkes, og pengepolitikken forventes å normaliseres over tid. Verdsettingen stiger. Sentimentet er sterkt.

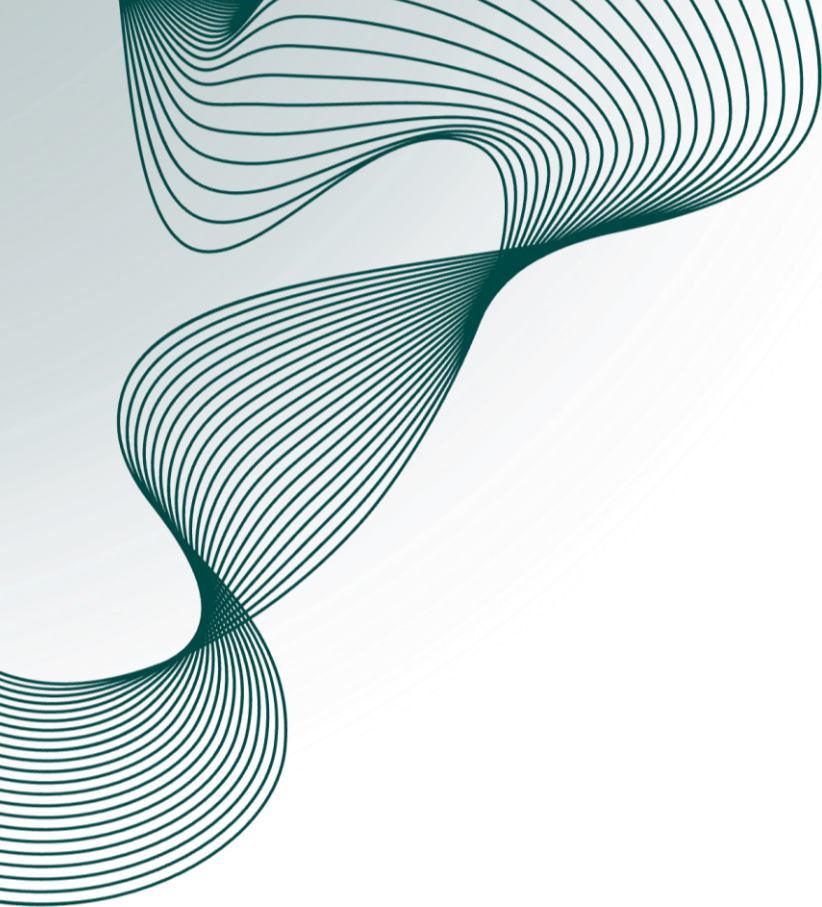
Vi opprettholder svak overvekt i aksjer, på basis av vurderingen ovenfor. Den svake overvekten har oppstått ved markedsutviklingen.

Vi opprettholder også taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i relevante aktivaklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. På denne måten søker vi i større grad å sikre det attraktive, underliggende rentenivået.

Relevante markedsindikatorer per 31. mars 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,42 %	1,30 %	1,30 %	5,13 %	8,25 %	11,52 %	5,12 %
	NOGOVD3M	0,39 %	1,07 %	1,07 %	3,74 %	5,88 %	7,51 %	4,40 %
	NORM123D3	1,14 %	0,02 %	0,02 %	3,33 %	2,10 %	7,89 %	4,63 %
	NOHYNH	1,17 %	3,96 %	3,96 %	12,43 %	26,95 %	36,23 %	9,65 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	0,84 %	-0,23 %	-0,23 %	2,46 %	-6,65 %	0,00 %	
	Bl. Global HY H. NOK	1,52 %	2,40 %	2,40 %	11,28 %	2,14 %	10,02 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	4,55 %	3,15 %	3,15 %	11,40 %	19,21 %	52,05 %	
	OSEBX	4,90 %	1,65 %	1,65 %	11,28 %	25,43 %	53,88 %	
	OSEEX	3,88 %	5,77 %	5,77 %	20,92 %	56,46 %	117,59 %	
	OBX ESG	4,21 %	5,25 %	5,25 %	15,66 %	19,67 %	52,44 %	
	OBX ESG ex O&G	3,81 %	3,96 %	3,96 %	9,93 %	7,94 %	52,28 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	4,53 %	9,05 %	9,05 %	15,82 %	36,17 %	101,92 %	
	VINX Real Estate NOK NI	12,94 %	3,70 %	3,70 %	25,03 %	3,50 %	44,60 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	5,49 %	15,35 %	15,35 %	27,63 %	55,13 %	111,02 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	3,40 %	9,55 %	9,55 %	22,69 %	22,38 %		
	MSCI World NR	5,56 %	16,08 %	16,08 %	29,59 %	62,41 %	122,26 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	3,45 %	10,18 %	10,18 %	24,53 %	27,96 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	6,10 %	12,19 %	12,19 %	18,19 %	51,82 %	84,35 %	
	MSCI Developed North America	5,54 %	17,30 %	17,30 %	33,61 %	69,36 %	144,11 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	3,35 %	2,39 %	2,39 %	27,03 %	70,86 %	50,58 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	4,94 %	8,84 %	8,84 %	9,05 %	8,41 %	44,52 %	
	MSCI Japan NR	5,37 %	18,35 %	18,35 %	30,28 %	41,35 %	82,73 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	4,81 %	9,14 %	9,14 %	12,02 %	8,53 %	40,29 %	
	MSCI ACWI Communication Services	6,03 %	18,76 %	18,76 %	35,66 %	29,96 %	90,52 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	3,03 %	12,91 %	12,91 %	24,05 %	26,06 %	97,11 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	4,44 %	9,44 %	9,44 %	5,42 %	39,58 %	62,15 %	
	MSCI ACWI Energy	10,37 %	16,64 %	16,64 %	22,75 %	123,96 %	84,51 %	
	MSCI ACWI Financials	6,70 %	16,51 %	16,51 %	32,74 %	61,08 %	95,03 %	
	MSCI ACWI Health Care	4,55 %	14,13 %	14,13 %	16,85 %	54,37 %	100,54 %	
	MSCI ACWI Industrials	6,04 %	16,30 %	16,30 %	29,02 %	58,28 %	108,57 %	
	MSCI ACWI Information Technology	4,63 %	19,47 %	19,47 %	45,55 %	85,06 %	236,22 %	
	MSCI ACWI Materials	8,48 %	8,63 %	8,63 %	12,37 %	38,18 %	90,50 %	
	MSCI ACWI Real Estate	4,63 %	5,63 %	5,63 %	10,76 %	19,03 %	24,33 %	
	MSCI ACWI Utilities	7,44 %	8,20 %	8,20 %	6,32 %	34,83 %	54,42 %	
	Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	4,37 %	16,75 %	16,75 %	32,80 %	54,20 %	137,46 %
MSCI ACWI Minimum Volatility		4,20 %	11,64 %	11,64 %	15,09 %	43,69 %	63,84 %	
MSCI ACWI Momentum		6,77 %	29,04 %	29,04 %	40,65 %	50,48 %	120,39 %	
MSCI ACWI Quality		4,97 %	18,67 %	18,67 %	37,87 %	68,68 %	153,46 %	
MSCI ACWI Value		6,70 %	13,92 %	13,92 %	22,23 %	53,87 %	81,63 %	
Valuta	USDNOK	2,28 %	6,62 %	6,62 %	3,58 %	26,79 %	25,70 %	10,8
	EURNOK	2,23 %	4,34 %	4,34 %	3,28 %	16,88 %	21,10 %	11,7
	GBPNOK	2,19 %	5,89 %	5,89 %	6,03 %	16,30 %	21,78 %	13,7
	SEKNOK	-0,95 %	0,63 %	0,63 %	0,61 %	3,59 %	9,28 %	101,5
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	4,62 %	13,55 %	13,55 %	9,67 %	37,68 %	27,91 %	87,5
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	8,12 %	6,54 %	6,54 %	11,85 %	30,95 %	70,94 %	2214,4
	MSCI ACWI Commodity NR	7,95 %	4,19 %	4,19 %	9,35 %	47,18 %	46,64 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	3,54 %	26,54 %	26,54 %	-1,82 %	85,61 %	76,86 %	115,2
	S&P Goldman Sachs Commodity	6,78 %	15,94 %	15,94 %	5,10 %	58,00 %	68,66 %	
Andre indekser	Dow Jones	4,53 %	13,16 %	13,16 %	26,55 %	63,18 %	114,81 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	5,81 %	5,23 %	5,23 %	11,26 %	22,54 %	24,38 %	
	Hang Seng	3,04 %	3,74 %	3,74 %	-12,38 %	-18,63 %	-15,20 %	
	NASDAQ 100	3,54 %	15,91 %	15,91 %	44,65 %	81,78 %	224,72 %	
	S&P 500	5,57 %	17,87 %	17,87 %	34,53 %	76,31 %	153,43 %	

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Avkastningen er ikke annualisert. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra indeksadministrator.



Industrifinans

Tillit gjennom mennesker og prestasjoner

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.