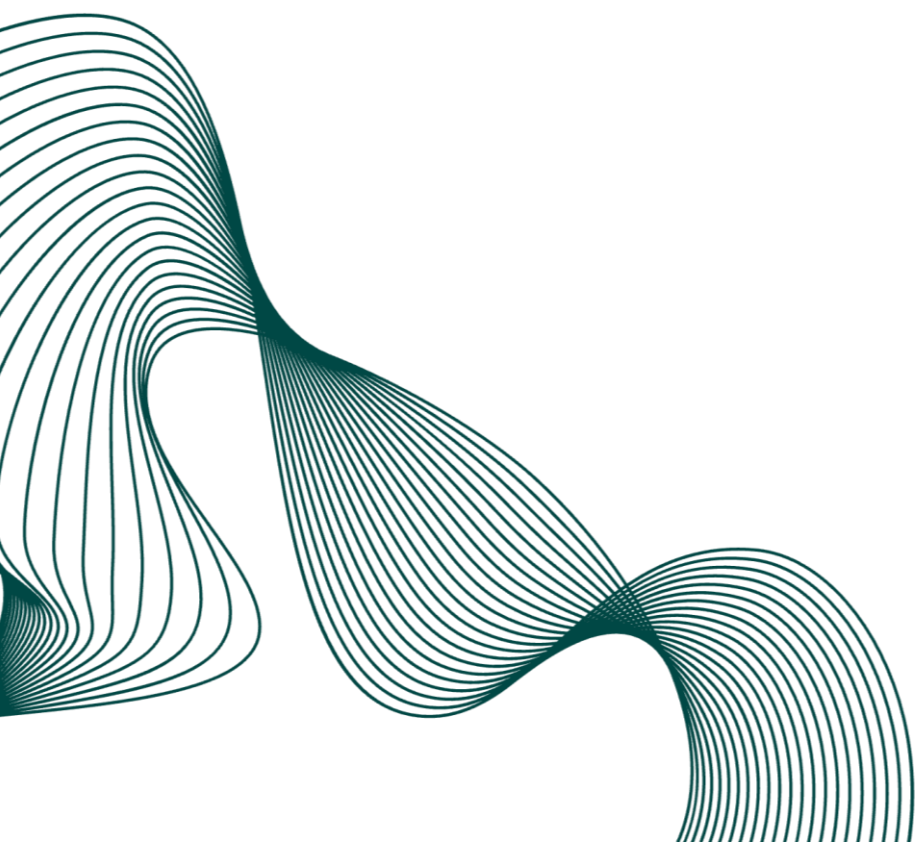


Månedsbrev juni 2024



En refleksjon

“Any idiot can run this business’ is one characteristic of the perfect company, the kind of stock I dream about. You never find the perfect company, but if you can imagine it, then you’ll know how to recognize favorable attributes ...”

“One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market”, Peter Lynch, 1989

En introduksjon til sentrale karaktertrekk ved kvalitetsselskaper

I månedsbrevet for april introduserte vi leserne for regnskapsmessige nøkkeltall som inngår i vurderingen av kvalitetsselskaper. I dette brevet tar vi for oss en annen side, den kvalitative analysen.

Det er sagt og skrevet mye om karaktertrekk ved kvalitetsselskaper. Peter Lynch, den legendariske forvalteren av Magellan Fund, sier det fint i refleksjonen over. Dersom investor kan forestille seg det perfekte selskap, vil investor, kunne gjenfinne sentrale egenskaper ved gode selskaper, selv om det perfekte ikke finnes. I denne korte introduksjonen, har vi valgt fem av disse:

- attraktivt produktmarked
- sterk konkurranseposisjon
- solid forretningsmodell
- god selskapsledelse
- kontinuerlig innovasjon



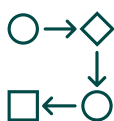
Flere ulike egenskaper kan gjøre et **produktmarked attraktivt**. Ofte er det et marked i vekst. Det kan også være et marked med moderat konkurranse, enten via regulering eller patentbeskyttelse. Råvarer og

andre produkter hvor varen er standardisert og prisen settes globalt, er i utgangspunktet mindre attraktivt. Likevel kan selskaper som opererer i disse markedene inneha flere av de andre egenskapene, som i sum gjør dem til kvalitetsselskaper.



Forståelsen for en **sterk konkurranseposisjon** er for veldig mange knyttet til Michael Porter sin klassiske strategianalyse. Sterke hindre for nykommere gjennom teknologi eller stordriftsfordeler, er en av

Porters fem konkurransekrefter. Innovasjon som vanskeliggjør at nye produkter tar over, og prispress fra henholdsvis leverandører, konkurrenter og kunder er de andre. Med kontroll på Porters konkurransekrefter, kan selskapet oppnå status som prissetter. Det gir mer stabil profittmargin, uavhengig av svingende innkjøpspriser.



Uvikling av en **solid forretningsmodell** i det attraktive produktmarkedet er avgjørende for å oppnå en sterk konkurranseposisjon. Den dyrkjøpte erfaringen fra gullrushet i Klondike var at det lønte seg mer å selge spader enn å

lete etter gull. Det å satse på noe som har stor oppside dersom det slår til, men moderat sannsynlighet for at din teknologi eller

ditt produkt lykkes, blir klart overgått av modeller hvor inntektene tikker inn uavhengig av hvem som finner gullet. Moderne eksempler på det kan være den type legemiddelselskaper hvor alt står og faller på godkjenningen av et nytt legemiddel. Legemiddelselskaper som har en veletablert palett av produkter og stadig utvikler den, kan derimot vel passe inn som kvalitetsselskap.

Dette bringer oss over på **gjentakende inntekter**, et annet kjernebegrep for kvalitetsselskaper. Enkelt forklart er det bedre med gjentakende abonnementsinntekter enn salgsinntekter som er avhengig av salg av stadig nye produkter til kundene. Det forstod Microsoft, da de gikk fra å selge nye versjoner av programvaren sin, til abonnement på den til enhver tid oppdaterte versjonen. Dersom forretningsmodellen i tillegg er **skalierbar**, vil dette ligge til grunn for muligheten til reinvestering av den gode inntjeningen i tilsvarende gode vekstmuligheter.



Hva da med **god selskapsledelse**? Selv om Peter Lynch i refleksjonen over drømte om det perfekte selskapet hvor god selskapsledelse var overflødig, er ledernes egenskaper viktige i streben for stadig å løfte

et selskap nærmere perfektjon. Charlie Munger er kjent for å ha introdusert kvalitetsfilosofien for Warren Buffett og kjent for sitt fokus på god selskapsledelse i deres mangeårige partnerskap. Den interesserte leser kan studere hans tanker om selskapsledelse nærmere i artikkelen [«Corporate Governance According to Charles T. Munger»](#), Stanford Graduate School of Business, 2014. Der framhever de hans tillitsbaserte syn, ved dette sitatet: “The right culture, the highest and best culture, is a seamless web of deserved trust.”



God selskapsledelse er også viktig for å drive fram **kontinuerlig innovasjon**. Verden går videre; skal et kvalitetsselskap beholde sin sterke konkurranseposisjon, må det også utvikle seg. Den posisjonen forsvinner når

produktene selskapet selger ikke lenger er relevante, forretningsmodellen blir utdatert eller selskapets ledelse stagnerer. Med ny teknologi tok strømnetjenestene ikke bare over distribusjonen, men også store deler av produksjonen av serie- og filmmarkedet.

Dette er noen av de kvalitetskaraktistika vi ønsker skal være tydelig representert i våre globale aksjeporteføljer.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 12,4 % hittil i år per 31. mai, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 10,2 %.

Kronen styrket seg betydelig i mai, og dette forklarer at differanseavkastningen mellom åpen og sikret har blitt betydelig mindre den siste måneden.

Referanseindeksen for obligasjoner høy kredittverdighet, NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, har 4,7 % i effektiv rente nå, noe som er høyere enn 4,3 % ved nyttår. Likevel har indeksen hatt positiv avkastning da den høyere effektive renten mer enn utligner verdireduksjonen for obligasjonene ved rentøkningen.

Likviditet, verdsetting og sentiment

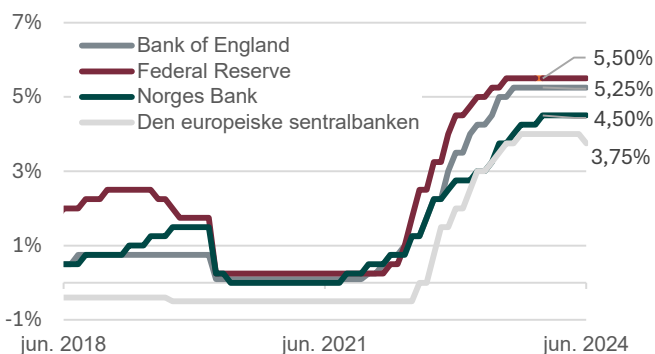
De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Inflasjonen har avtatt i flere land, selv om den fremdeles er høyere enn perioden før koronapandemien. De ekstraordinære tiltakene fra sentralbankene etter pandemien er til en stor grad reversert. Sentralbankrentene har likevel ikke blitt redusert – før nylig, da den europeiske sentralbanken (ECB) satte ned renten 6. juni, med 0,25 prosentenheter, som den første av de store sentralbankene. Riksbanken i Sverige kuttet også styringsrenten i mai.

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

Den europeiske sentralbanken setter ned styringsrenten



Kilde: Bloomberg

Verdsetting

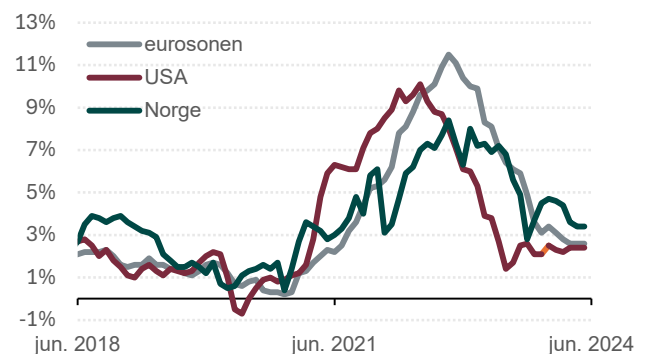
Verdsettingen stiger med god avkastning i aksjemarkedet. Med unntak av koronakrisen, må vi tilbake til 2017 for tilsvarende nivåer. Mens forventet inntjening har økt kraftig, har realisert inntjening så langt i første og andre kvartal vært mer på samme nivå som før.

Overvekten i aksjer etter markedsutviklingen er liten. Med moderate avvik fra strategi, vil vi være forsiktige med stadige rebalanseringer for å begrense antall transaksjoner med tilhørende kostnader. Men med dagens høye verdsetting, følger vi likevel den realøkonomiske utviklingen nøye.

Sentimentet

Sentimentet, som målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt i Europa, USA og Norge.

Utvikling i inflasjonen



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram. Inflasjonen svekkes noe, men ikke like fort som markedet har trodd, men ECB har satt renten ned noe. Verdsettingen stiger. Sentimentet er godt, men noe

svekket siden mars. En svak overvekt i aksjer har oppstått ved markedsutvikling. Vi opprettholder denne på basis av vurderingen ovenfor.

Vi opprettholder også taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet, som begrunnet ovenfor.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,48 %	1,40 %	2,30 %	5,46 %	9,21 %	12,29 %	4,76 %
	NOGOVD3M	0,37 %	1,10 %	1,80 %	3,99 %	6,57 %	8,08 %	4,44 %
	NORM123D3	0,88 %	1,62 %	0,56 %	4,45 %	2,28 %	8,11 %	4,68 %
	NOHYNH	0,41 %	2,31 %	5,21 %	11,45 %	26,53 %	36,16 %	9,52 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	0,78 %	-0,32 %	-1,19 %	1,70 %	-7,99 %	-2,20 %	
	Bl. Global HY H. NOK	1,11 %	1,69 %	2,77 %	12,25 %	0,44 %	10,63 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	5,19 %	12,86 %	12,14 %	20,27 %	24,09 %	66,46 %	1440,5
	OSEBX	5,06 %	12,97 %	10,25 %	20,19 %	30,18 %	69,06 %	
	OSEEX	2,19 %	12,50 %	14,55 %	26,28 %	58,44 %	124,83 %	
	OBX ESG	4,83 %	13,99 %	15,90 %	25,61 %	25,08 %	67,48 %	
	OBX ESG ex O&G	3,57 %	9,81 %	10,53 %	14,60 %	8,86 %	56,30 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	1,26 %	6,31 %	11,45 %	15,76 %	29,71 %	111,92 %	
	VINX Real Estate NOK NI	2,34 %	6,55 %	-0,04 %	30,59 %	-15,84 %	35,23 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	-1,29 %	2,89 %	12,42 %	17,07 %	46,54 %	108,38 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	3,57 %	3,26 %	10,23 %	22,34 %	17,57 %		
	MSCI World NR	-0,91 %	2,88 %	13,08 %	18,36 %	53,11 %	118,65 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	3,93 %	3,12 %	10,71 %	23,56 %	22,42 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-0,55 %	5,84 %	11,76 %	13,43 %	42,68 %	84,83 %	
	MSCI Developed North America	-0,71 %	2,62 %	14,01 %	20,68 %	59,44 %	139,99 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-8,13 %	-6,11 %	-7,31 %	6,67 %	41,89 %	36,51 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-3,36 %	4,43 %	7,84 %	6,31 %	5,78 %	48,99 %	
	MSCI Japan NR	-3,87 %	-1,91 %	10,52 %	12,40 %	35,60 %	72,67 %	
	MSCI Emerging Markets NR	-4,61 %	3,02 %	6,77 %	6,49 %	4,02 %	42,81 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	0,26 %	7,31 %	19,68 %	24,20 %	26,86 %	91,25 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	-4,68 %	-3,35 %	5,66 %	11,39 %	17,42 %	88,04 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	-2,79 %	3,28 %	7,31 %	0,47 %	32,43 %	58,77 %	
	MSCI ACWI Energy	-4,99 %	7,19 %	13,82 %	19,64 %	111,95 %	91,09 %	
	MSCI ACWI Financials	-1,48 %	4,83 %	13,72 %	23,46 %	47,09 %	87,72 %	
	MSCI ACWI Health Care	-2,85 %	-0,41 %	8,81 %	6,03 %	42,23 %	98,30 %	
	MSCI ACWI Industrials	-2,53 %	3,05 %	12,55 %	20,45 %	48,60 %	104,15 %	
	MSCI ACWI Information Technology	2,46 %	2,65 %	18,08 %	26,47 %	80,23 %	237,97 %	
	MSCI ACWI Materials	-3,05 %	5,36 %	5,56 %	11,20 %	25,17 %	93,30 %	
	MSCI ACWI Real Estate	-1,83 %	-1,99 %	-1,05 %	2,14 %	7,17 %	17,13 %	
	MSCI ACWI Utilities	1,53 %	13,83 %	13,35 %	8,18 %	41,59 %	61,52 %	
	MSCI ACWI Growth	-0,30 %	2,39 %	14,59 %	19,35 %	47,01 %	134,11 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Minimum Volatility	-3,40 %	0,80 %	7,23 %	4,90 %	35,53 %	55,39 %	
	MSCI ACWI Momentum	0,19 %	3,92 %	26,87 %	33,42 %	45,49 %	114,71 %	
	MSCI ACWI Quality	0,59 %	3,54 %	17,50 %	24,39 %	61,26 %	155,00 %	
	MSCI ACWI Value	-2,34 %	3,43 %	10,19 %	14,67 %	43,97 %	79,63 %	
	USDNOK	-5,15 %	-0,11 %	3,26 %	-5,25 %	26,16 %	19,96 %	10,5
Valuta	EURNOK	-3,65 %	0,11 %	1,48 %	-3,88 %	11,97 %	16,53 %	11,4
	GBPNOK	-3,61 %	0,40 %	3,34 %	-3,07 %	12,97 %	20,86 %	13,4
	SEKNOK	-1,04 %	-2,06 %	-0,97 %	-2,25 %	-0,49 %	8,32 %	99,9
	Brent Crude (USD/Boe)	-7,10 %	-2,31 %	5,94 %	12,33 %	17,74 %	26,56 %	81,6
Råvarer	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	1,79 %	14,56 %	12,98 %	19,54 %	23,60 %	81,26 %	2348,3
	MSCI ACWI Commodity NR	1,04 %	10,35 %	7,94 %	22,19 %	39,83 %	63,79 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	4,32 %	6,13 %	29,70 %	8,67 %	85,85 %	92,52 %	
	S&P Goldman Sachs Commodity	-7,23 %	1,42 %	10,51 %	2,83 %	39,29 %	68,65 %	118,1
	Dow Jones	-2,70 %	-0,66 %	6,89 %	13,67 %	50,43 %	107,83 %	
Andre indekser	FTSE EPRA/NAREIT	-1,91 %	-0,37 %	-0,91 %	1,67 %	9,44 %	17,29 %	
	Hang Seng	-2,79 %	10,29 %	10,68 %	-2,07 %	-14,07 %	-4,97 %	
	NASDAQ 100	0,91 %	1,36 %	14,14 %	24,23 %	75,32 %	225,41 %	
	S&P 500	-0,44 %	2,97 %	14,92 %	21,45 %	66,15 %	149,81 %	

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 brevets 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.