

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Økonomiske utsikter 2025

JANUAR 2025



Konklusjoner

1. Trump markerer seg på nytt i geopolitikken med skjerpede tollkrav.
2. Den økonomiske utviklingen blir balansert, med moderat vekst og inflasjon.
3. Globale aksjemarkeder forventes å levere en tilfredsstillende avkastning.
4. Oslo børs er attraktivt priset, spesielt innen bank, forsikring og oppdrett.
5. Norden er fornuftig priset med potensiell oppside i et mulig comeback for svensk økonomi.
6. Kredittobligasjoner gir attraktive avkastningsmuligheter.

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Forord

2024 ble et meget sterkt år i finansmarkedene. En kombinasjon av et godt kapitalmarked, betydelig meravkastning i våre fond, og høy tilstrømning av ny kapital har bidratt til at forvaltningskapitalen i våre fond nå er kommet opp i 17 milliarder kroner. Våre aksjefond leverte i 2024 en samlet verdiskapning ut over relevante indekser godt over 500 millioner. I tillegg viser tall fra Verdipapirfondenes Forening at nesten hver fjerde krone som ble investert i norske aksjefond i løpet av årets elleve første måneder gikk til ett av våre fond.

Vi er overbevist om at god og fokusert aktiv forvaltning kommer til å være verdiskapende for investorer også fremover!

I april lanserte vi fondet Fondsfinans Global Utbytte. Vi har nå fått på plass et bredt globalt mandat, forvaltet etter samme filosofi som vi har hatt stor suksess med i Fondsfinans Utbytte og Fondsfinans Norden.

Tradisjonen tro har vi også i år utarbeidet våre "Økonomiske utsikter". Formålet med skrevet er å formidle tanker om hva vi forventer oss av internasjonal og norsk økonomi i 2025, og implikasjoner for aksje- og rentemarkedene. Vi har endret litt på både innhold og format fra tidligere, og håper at du liker resultatet. God lesning!

Geopolittikk

Ved inngangen til 2025 preges verdensscenen fortsatt av vedvarende konflikter og geopolitisk uro. Krigen i Ukraina og situasjonen i Midtøsten fortsetter, mens president Xi Jinping markerte det nye året med en kraftig erklæring om at «ingen kan stoppe en kinesisk gjenforening med Taiwan». På den andre siden av Stillehavet har Donald Trump gjeninntatt den politiske scenen med en rekke kontroversielle utspill allerede før han tiltrer som president, 20. januar. Samtidig spekuleres det i at Russland står bak sabotasje av kraft- og datakabler i Østersjøen. Det er med andre ord duket for et spennende, men utfordrende år.

Globaliseringens ulemper gir opphav til populistiske høyrevinder. De siste årene har verden beveget seg mot økt regionalisering, en trend som ser ut til å fortsette i 2025. Mens globalisering i teorien skulle gagne «alle», har arbeiderklassen i Vesten opplevd at fordelene i stor grad har tilfalt de rikeste, samtidig som kostnadene for vanlige husholdninger har økt. Amerikanske selskapers fortjeneste som andel av BNP er nå på sitt høyeste siden 1950-tallet. Ifølge undersøkelser gjort av Pew Research Center er majoriteten av befolkningen i land som USA, Storbritannia, Frankrike og Japan misfornøyd med hvordan demokratiet fungerer i sine land. Dårligere økonomi og politikerforakt er nok hovedgrunnene til at vi ser en populistisk og nasjonalistisk vind feie over store deler av verden akkurat nå.

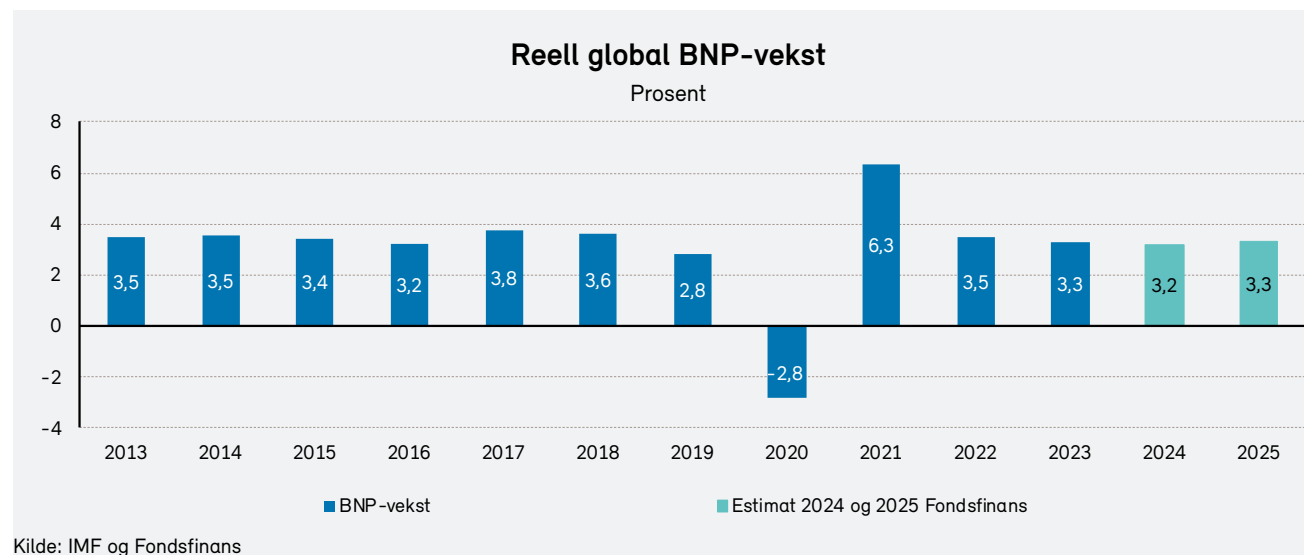
Fortsetter denne utviklingen vil det kunne hemme veksten i verdensøkonomien og spesielt ramme små, åpne økonomier slik som de nordiske. Gitt de nordiske landenes størrelse, er de helt avhengige av åpne verdensmarkeder for å vokse.

Donald Trump vil innføre økte tollsatser

Det har ikke manglet på dommedagsprofetier om hva påtroppende president Trump kan finne på etter at han tiltrer embetet, spesielt siden republikanerne sitter med makten i både senatet og representantenes hus. Det virker som om både Grønland og Canada står i fare for å bli amerikanske delstater, uten at vi ser på disse utspillene som veldig reelle. Det vi derimot kan si med sikkerhet er at Trump vil sette amerikanske behov først og hovedfokus vil være på USAs store negative handelsbalanse. Utspill gjennom valgkampen og de siste ukene tyder på at Trump ønsker å innføre toll på 10-20% på alle importerte varer, mens det på varer fra Kina er foreslått en toll på hele 60%.

Økt toll vil drive prisene opp for amerikanerne.

Dersom disse tollmurene blir innført vil det medføre det høyeste tollnivået i USA på nesten 100 år. Regningen er det i første omgang den amerikanske forbrukeren som må ta.



KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Peterson Institute for International Economics har estimert at dersom Trump innfører det foreslåtte tollnivået vil en typisk gjennomsnittsfamilie tape rundt USD 1700 per år. Flere økonomer peker på at innføring av tollmurer vil være direkte inflasjonsdrivende, noe som ytterligere vil treffe forbrukerne.

Goldman Sachs anslår at en økning på 20 prosentpoeng i snitt på kinesisk import i tillegg til toll på europeiske biler og meksikanske el-biler, som er Goldmans hovedscenario, vil øke inflasjonen med 0,3-0,4 prosentpoeng i 2025.

Potensielt stor innvirkning på kapitalmarkedene.

Hvordan innføring av toll vil treffe kapitalmarkedene er vanskelig å anslå. Ser vi tilbake på Trumps første presidentperiode falt S&P 500 samlet ca. 9% på store tollnyheter, men mye av fallet ble dekket inn i dagene etter de forskjellige nyhetene ble sluppet.

De nå foreslåtte tollnivåene vil være som en flodbølge å regne sammenlignet med forrige periode, og vi må nok forvente langt større bevegelser i markedet dersom de blir en realitet. Vi tror det kommer forskjellige former for importtoll, men ikke så radikalt som det som har blitt uttalt så langt. Trump er en forretningsmann som ønsker å fremforhandle avtaler som setter ham selv og USA i et godt lys. Vi tror både Kina og EU vil strekke seg relativt langt for å imøtekomme USA på en del områder.

Skatteutt er også i kjørda i USA. Trump gikk til valg på å sette ned selskapsskatten fra 21% til 15%. Ifølge Goldman Sachs vil dette øke resultat per aksje (EPS) for S&P 500 selskapene med ca. 5%. Håpet er vel at dette skal øke investeringene blant amerikanske selskaper og få opp veksttakten i økonomien. Ifølge The Tax Foundation vil en nedgang i selskapsskatten øke langsiktig BNP i USA med 0,4%. På den negative siden vil lavere selskapsskatt slå umiddelbart ut på amerikanske statsfinanser, som allerede går med et underskudd som tilsvarer 6% av BNP.

Dette har skapt hodebry for amerikanske byråkrater da man allerede nå er i ferd med å nå taket for hvor mye gjeld USA har lov til å ta opp. Trump har derfor foreslått å skrote hele gjeldstaket, slik at USA kan fortsette å øke statsgjelden, som nå er på hele 130% av BNP.

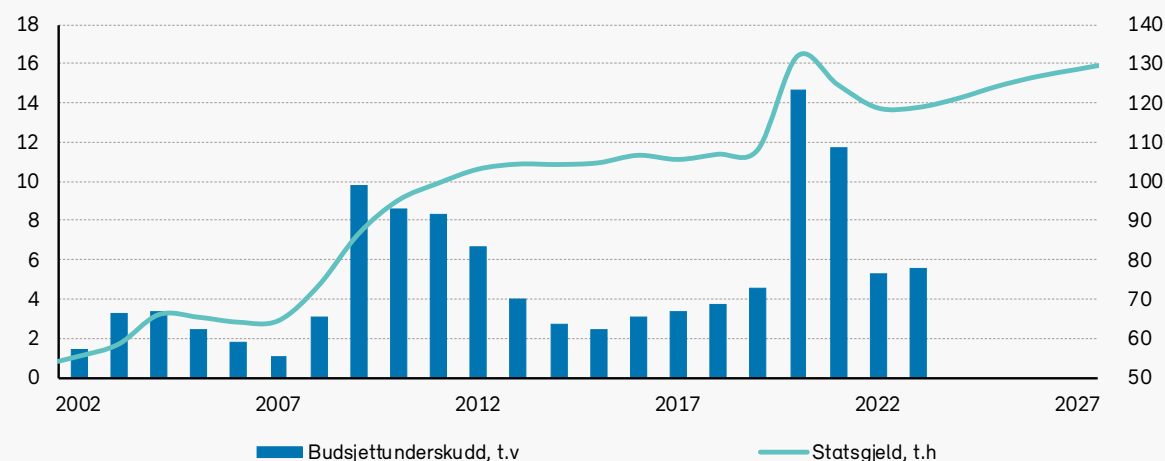
Også i Europa blir nok 2025 et tøft år. I løpet av fjoråret kom Mario Draghi med en rapport på hvordan EU skal styrke sin konkurransekraft. I rapporten hevdes det at det årlig må investeres rundt EUR 800 milliarder for at EU skal kunne konkurrere på lik linje med USA og Kina. Foreløpig vet man ikke hvor disse pengene skal komme fra. I tillegg til at det må investeres store beløp i EU for å øke konkurransekraften, må det også investeres store beløp i forsvarsindustrien. I 2024 ser det ut til at NATO-landene utenom USA i gjennomsnitt har brukt 2% av BNP på forsvar, noe man er forpliktet til under NATO-avtalen. Av NATOs totale forsvarsinvesteringer står fortsatt USA for over 60%. Donald Trump har allerede fremsatt krav om at de andre NATO-landene må bidra betydelig mer, inkludert å bære mer av kostnadene for å støtte Ukraina. De fleste EU-landenes statsbudsjetter går allerede kraftig i minus, og land som Storbritannia, Frankrike, Spania og Italia har statsgjeld som enten er over eller nær 100% av BNP. Det er altså ikke så mye rom for økte investeringer i mange EU-land.

Kinas svake økonomi vil merke økte tollsatser godt. I Kina sliter president Xi med å få i gang privat forbruk etter koronapandemien. Til tross for støttepakker er forbrukertillitsindeksen like lav som den var under pandemien.

Konsumet utgjør fortsatt under 40% av BNP, noe som er langt under det globale snittet. Eksport som andel av BNP ligger rundt 18-19%, og har vært stabilt siden 2016. Økonomene i Caixabank peker på at ca. 3% av all kinesisk eksport går til USA, og at en toll på 60% vil kunne redusere amerikanernes etterspørsel etter kinesiske varer med over 30%. Dette vil igjen kunne redusere Kinas BNP med et helt prosentpoeng.

Statlig gjeld og budsjettunderskudd i USA

Prosent av BNP



Kilde: Macrobond

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Makroøkonomi

2024 ble et år med moderat vekst, lavere inflasjon, rentekutt og solid oppgang i kapitalmarkedene

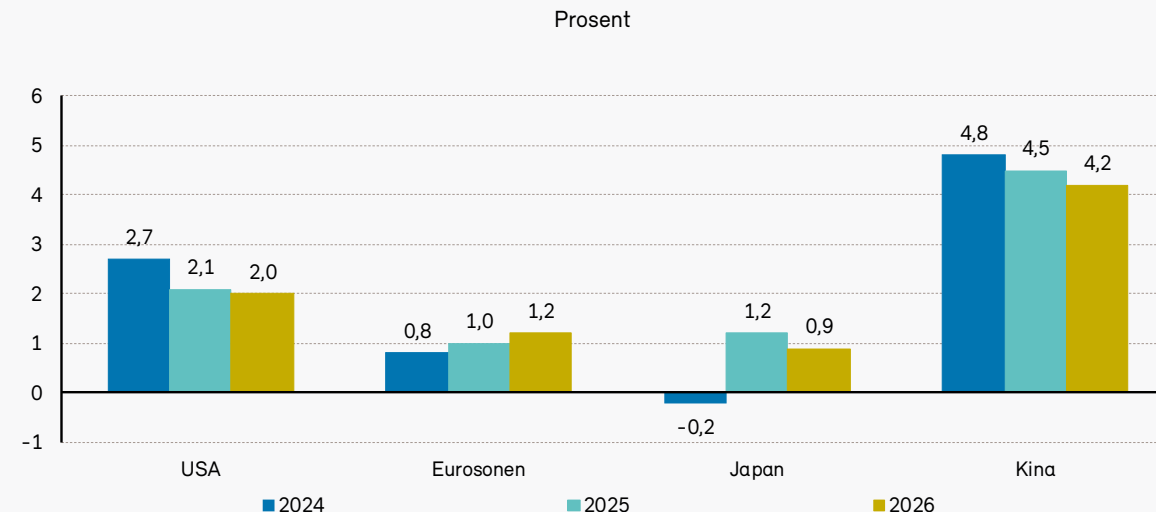
Verdensøkonomien vokste raskere enn antatt i 2024, men veksten var kun moderat. Ved inngangen til året var forventningene lave, blant annet som en konsekvens av betydelige rentøkninger fra store sentralbanker som Federal Reserve (Fed) og Den europeiske sentralbanken (ECB). Disse hadde hevet styringsrentene med omtrent 5 prosentpoeng frem til tredje kvartal 2023. Konsensus, ifølge Bloomberg, var en global BNP-vekst på 2,6%, mens Fondsfinans anslo 3,0%. Fasit ser nå ut til å ende på 3,2%, som må kunne kalles moderat.

Amerikanerne bidro mest til vekstoverraskelsen. USAs BNP økte med anslagsvis 2,7% i fjor, omtrent dobbelt så mye som konsensus ventet ved starten av året (1,3%). Forbruksveksten holdt seg godt oppe, til dels grunnet et fall i sparerate, stikk motsatt av oppgangen i eurosonens sparerate. Støttemidlene som husholdningene fikk under pandemien, var etter alt å dømme allerede brukt opp. Feiltolkning av den kraftig inverterte rentekurven, som historisk sett treffsikkert har varslet resesjoner, kan også ha vært en årsak til prognosebommen. Denne gangen reflekterte nok inverteringen heller forventninger om fremtidige rentekutt på grunn av fallende inflasjon, og ikke en kommende resesjon.

Inflasjonen fortsatte å falle gjennom 2024, både i USA og eurosonen. I USA falt inflasjonen mindre enn forventet på grunn av sterkere økonomisk vekst, mens inflasjonen i eurosonen falt som ventet. Arbeidsmarkedet ble noe svakere i begge regioner, og lønnsveksten avtok.

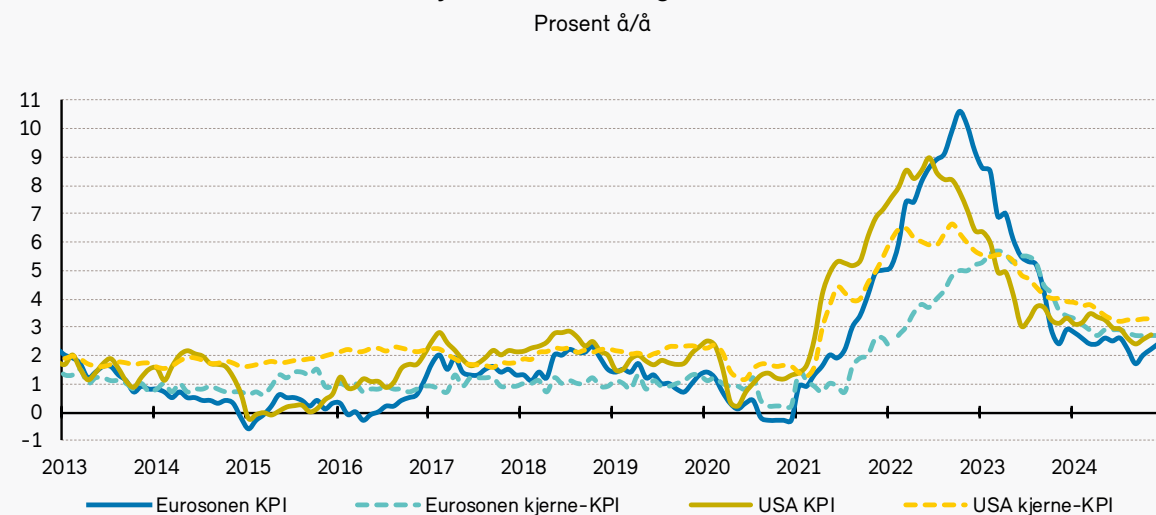
Styringsrentene kunne endelig settes ned. Med inflasjonen under bedre kontroll kunne både Federal Reserve og ECB omsider begynne å senke rentene.

Bloomberg konsensus for BNP-vekst 2024-2026



Kilde: Bloomberg

Inflasjon (KPI), USA og Eurosonen



Kilde: Macrobond

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Ved starten av 2024 priset markedet inn seks rentekutt i begge regioner. (Vi mente det var i meste laget, og anslo hhv. fem og tre kutt.) Fasit ble fire hver. Ved årets slutt lå styringsrenten i USA på 4,25-4,5%, mens eurosonens var 3,0%.

Lange renter steg tross rentekutt. I USA økte tiårs statsobligasjonsrente med 0,7 prosentpoeng (til 4,6%). Driverne bak dette var overraskende høy vekst og inflasjon, mindre behov for rentekutt, samt økte terminpremier. (Sistnevnte er den ekstra avkastningen investorer krever for å holde langsiktige obligasjoner fremfor å rullere kortsiktige. Økonomer i NY Fed har beregnet at terminpremien steg med 0,7 prosentpoeng, til 0,5%.) Den tyske tiårsrenten steg med 0,34 prosentpoeng, til 2,4%.

Kapitalmarkedene lot seg ikke skremme av økte langrenter. Bedrede vekstutsikter veide tydeligvis tyngre enn økte renter i 2024. Det globale aksjemarkedet steg kraftig, drevet spesielt av de største amerikanske selskapene. Også høyrentemarkedene leverte god avkastning. I sum var markedsutviklingen noenlunde i tråd med vårt optimistiske syn ved inngangen til året.

Goldilocks i 2025?

I hovedscenariot for 2025 ser vi for oss en balansert økonomisk utvikling med moderat vekst, moderat inflasjon og lavere renter – et såkalt Goldilocks-scenario.

Vi anslår den globale veksten til 3,3%, med støtte fra en styrket global innkjøpssjefindeks (PMI) som nå ligger på linje med femårsgjennomsnittet. Konsensus forventer 3,0% vekst, mens IMF anslår 3,2%. Selv om usikkerheten fremstår lavere enn i fjor, gjenstår noen risikofaktorer, spesielt knyttet til inflasjon, lange renter, geopolitikk, Trump-toll og statsgjeld.

Faren for sterke negative effekter av de voldsomme renteøkningene i 2022-23 har avtatt betydelig etter hvert som tiden har gått.

Med den siste tids rentekutt kan motvinden for økonomien være i ferd med å snu til medvind. Riktignok har de lange rentene ikke kommet så mye ned fra toppen ennå.

Regionale vekstforventninger er noe jevnere i år.

Blant de store økonomiene ventes veksten i USA og Kina å avta, mens den i eurosonen og Japan er ventet å tilta, jamfør graf.

I USA er det grunn til å vente relativt god vekst,

drevet av god realinntektsvekst, fortsatt relativt høy produktivitetsvekst og lavere renter. Vi anslår en vekst på 2,4%, som er litt lavere enn i fjor, men høyere enn konsensus. Vi anslår at arbeidsledigheten vil holde seg ganske stabil.

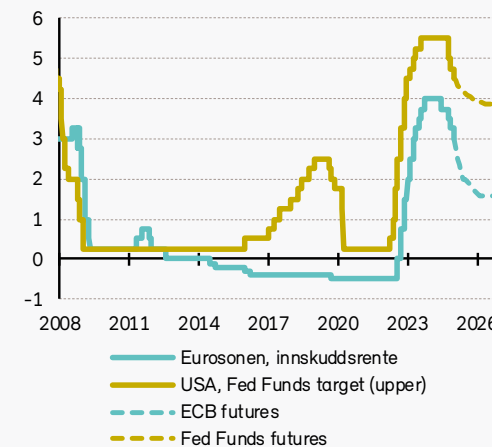
I eurosonen mener vi at den svake veksten vil tilta noe.

Den svake veksten skyldes blant annet motvind for industrisektoren. På kostnadssiden skaper høye gass- og energipriser utfordringer, mens Trump-tariffer kan skape utfordringer på etterspørselssiden. I tillegg møter bilindustrien tøffere konkurranse fra Kina, både på hjemmebane og borte. (Kina har historisk vært et viktig eksportmarked for europeisk bilindustri.) I tillegg vil finanspolitikken kunne virke innstrammende i året som kommer. Husholdningene har hatt god vekst i sine inntekter, men har valgt å øke spareraten til nesten 16% ifølge ECB. Positive faktorer er rentekutt og en kraftig svekkelse av euro mot dollar. Vi anslår vekst på 1,3%.

Vi tror Kinas vekst vil falle til 4,5% i år. I Kina er eiendomssektoren fortsatt i krise, med lav byggeaktivitet og fallende boligpriser, og det er neppe utsikter til annet enn stabilisering på et lavt nivå. Vi tror ikke det ligger an til noe kraftig oppsving selv om boligbyggingen nå er en brøkdel av hva den var for noen år siden. Lageret av usolgte boliger er fortsatt høyt. Også infrastrukturinvesteringene har falt, på grunn av økte økonomiske begrensninger på lokalt myndighetsnivå. Det innenlandske konsumet vil ventelig være svakt.

Styringsrenter, USA og Eurosonen

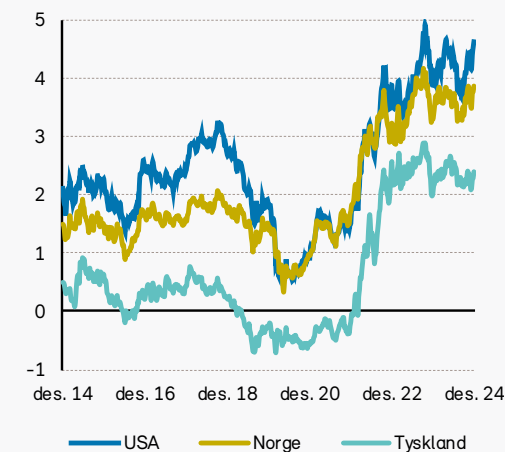
Prosent



Kilde: Macrobond

10 års statsrenter

Prosent



Kilde: Bloomberg

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

I tillegg vil Trump trolig innføre økt toll på kinesiske varer, noe som vil legge en demper på Kinas viktige eksportindustri.

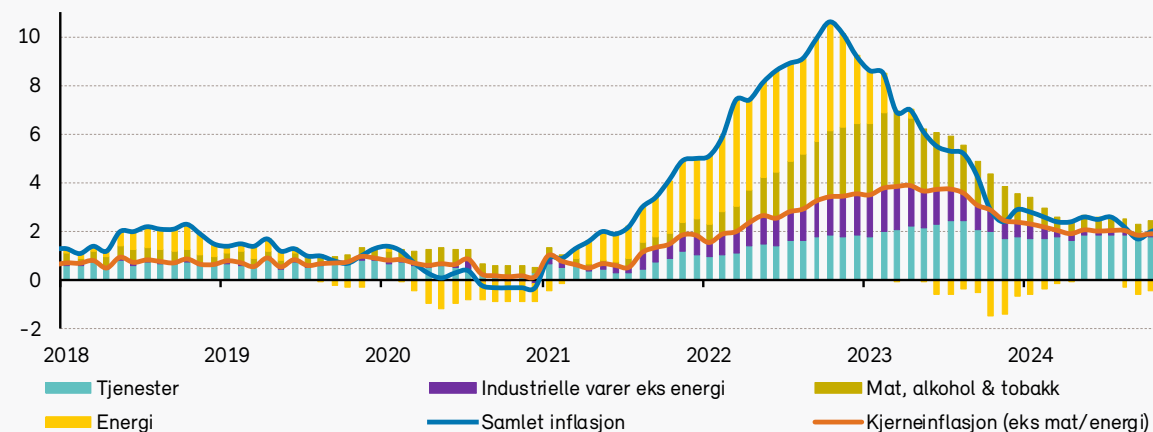
Stimulansetiltak fra kinesiske myndigheter. For å motvirke den svake økonomiske utviklingen har myndighetene i Kina det siste året gjennomført en rekke stimulansetiltak. Tiltakene fremstår imidlertid litt halvhjertede. Kinas sentralbank annonserte i september en reduksjon på 20 basispunkter i styringsrenten (til 1,5%), et kutt på 50 punkter i både reservekravet og rentene på eksisterende boliglån. Effekten av denne pakken er usikker, da den kanskje ikke fullt ut adresserer underliggende problemer som svake inntektsforventninger og bekymringer rundt ferdigstillelse av boliger. I oktober kunngjorde det kinesiske finansdepartementet planer om en ytterligere finanspolitisk stimulans rettet mot å støtte husholdningenes forbruk og stabilisere eiendomsmarkedet. Samlet sett signaliserer politiske beslutningstakere alvorlig bekymring for en avtagende økonomi og en økt sannsynlighet for å ikke nå vekstmålet på 5% for 2024.

Inflasjonen vil trolig komme ytterligere ned mot målene. For eurosonen er konsensus at konsumprisveksten i år vil falle fra dagens 2,2% til 2,0%, i tråd med ECBs inflasjonsmål. I USA ventes det at KPI-inflasjonen faller fra dagens 2,7% til 2,5%. Feds foretrukne mål, PCE-inflasjonen, ventes å bli liggende på 2,3%. I USA er det altså et lite stykke igjen til inflasjonsmålet nås. Det er bekymringsverdig at inflasjonen kan komme til å forhindre rentekutt fremover.

For inflasjonen er utviklingen i det amerikanske arbeidsmarkedet positiv. Arbeidsledigheten har steget noe, og antall ledige stillinger har falt til pre-Covid nivå. Timelønnsveksten er kommet ned til 3,9% å/å, og det samme er arbeidskraftkostnadene (ECI). Det er ikke langt ifra at lønnsveksten er på et nivå som er konsistent med lav og stabil inflasjon. Med lønnsvekst på 3,5% og en forventet produktivitetsvekst på 1,5% er inflasjonsmålet på 2% fullt oppnåelig.

Eurosonen: Bidrag til KPI-inflasjon

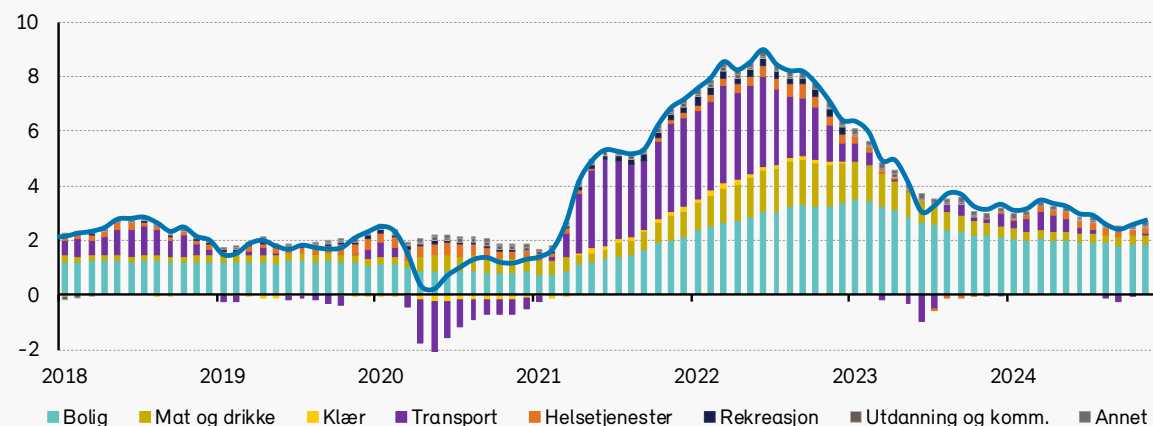
å/å, prosentpoeng



Kilde: Macrobond

USA: Bidrag til KPI-inflasjon

å/å, prosentpoeng



Kilde: Macrobond

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

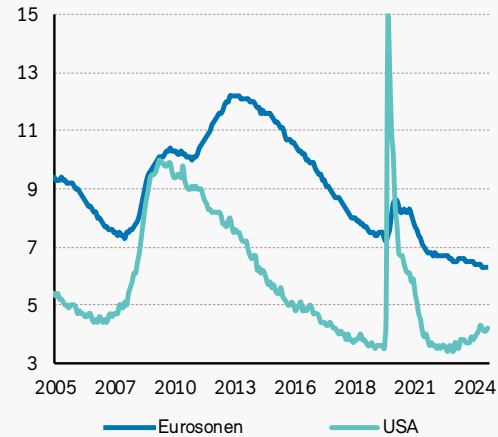
VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Arbeidsledighet i USA og Europa

Prosent



Kilde: Macrobond

(Den målte produktiviteten vokste dessuten med solide 2,0% å/å i tredje kvartal.)

Veksten i bokostnadene i USA vil dempes. I USA har kjerneinflasjonen blitt trukket opp av høy vekst i bokostnadene, som utgjør om lag 30% av konsumprisindeksen. Veksten i disse bokostnadene ble drevet opp av sterk boligprisvekst. Sistnevnte er for lengst kommet ned på normale nivåer igjen, og bokostnadene har fulgt etter. Men veksten i bokostnadene er likevel litt gjenstridig. Den ligger nå på drøye 0,3% i måneden og står alene for 1,8 prosentpoeng av inflasjonen. Vi tror den snart vil komme ytterligere ned (til 0,2-0,3%), noe som vil gi et viktig bidrag til nedgang i den samlede inflasjonen.

Sterk produktivitetsvekst og ditto dollar vil bidra til lavere inflasjonspress. Økt toll på import vil trekke i motsatt retning, men i hvilken grad er usikkert.

Den gjenstridige inflasjonen bidro til at Federal Reserve i desember hevet sitt anslag for inflasjonen ved slutten av 2025 noen hakk, til 2,5%, både for PCE og kjerne-PCE. Det førte til at Fed signaliserte at det blir færre rentekutt i år, kun to mot tidligere fire. For 2026 venter Fed inflasjon på 2,1-2,2%, som er nær målet.

Økte tollsatser trenger ikke bety økt styringsrente.

Feds møtereferat fra desember indikerte at noen Fed-medlemmer har tatt høyde for økte tollsatser, men vi antar likevel at Fed i stor grad venter og ser hva som kommer fra den kanten. Det er verdt å merke seg at økte tollsatser primært resulterer i et engangsskift i prisene, i likhet med effekten av momsøkninger som enkelte europeiske land har gjennomført de siste årene. Slike prisendringer har som regel begrenset innvirkning på pengepolitikken. I tillegg viser erfaringene fra handelskrigen for seks-syv år siden at slike konflikter i første omgang kan skape strammere finansielle forhold – med økt usikkerhet, lavere aksjekurser, høyere renter og en sterkere dollar til følge. Dette bidro faktisk til at Fed den gang så seg nødt til å lette pengepolitikken.

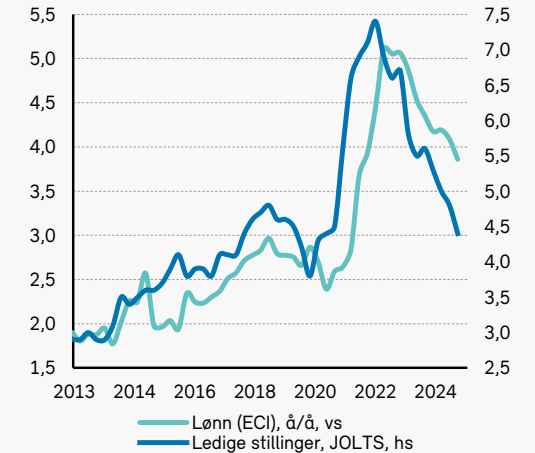
Inflasjonen i eurosonen er under kontroll.

Arbeidsledigheten har falt noe videre i 2024, til 6,3%, til tross for svak økonomisk vekst. I Tyskland har ledigheten derimot økt med 0,3 prosentpoeng det siste året. Lønnsveksten er fortsatt relativt høy, men viser tegn til å avta. Årsveksten i lønnskostnader per produsert enhet (LPPE) har falt til 4,4% å/å i tredje kvartal, ned fra 6,7% ett år tidligere, i tråd med ECBs forventninger. Samtidig har veksten i lønnskompensasjon per ansatt falt til 4,4% fra 5,3%.

Med en lønnsvekst over 4% og en produktivitetsvekst som neppe overstiger 1,5%, kan det være krevende å nå eurosonens inflasjonsmål på 2%. Likevel kan noe av kostnadspresset bli absorbert via reduserte marginer i bedriftene. Videre antar vi at arbeidstagernes inflasjonsforventninger og lønnskrav er på vei ned, ettersom inflasjonen nærmer seg normale nivåer og arbeidsmarkedet blir mindre stramt.

USA: Lønnsvekst og ledige stillinger

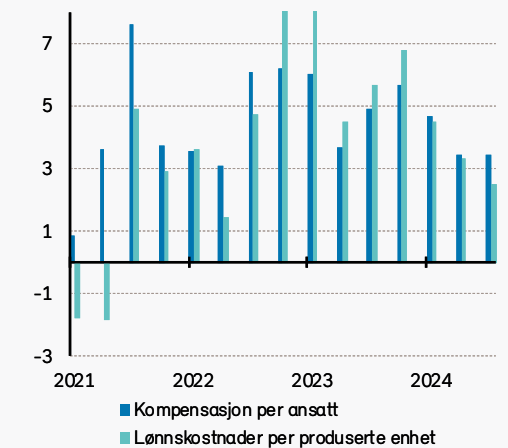
Prosent



Kilde: Macrobond

Lønnskostnader i Eurosonen

Prosent k/k annualisert



Kilde: Macrobond

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

I sum vurderer vi derfor at inflasjonen er under kontroll.

Styringsrentene vil bli satt ytterligere ned. Markedene priser nå inn at Fed vil kutte to ganger i år, og at ECB vil kutte fem. Vi tror på vår side at Fed kutter tre ganger, og at ECB nøyer seg med fire. Ved årets slutt vil i så fall Fed-renten ligge i intervallet 3,75–4,0%, mens ECBs innskuddsrente vil ligge på 2,0%.

Lange renter vil trolig falle. Fjorårets renteoppgang skyldtes at markedet tok inn over seg at Fed ikke kommer til å kutte renten like mye som antatt. I tillegg har markedet lagt til grunn at styringsrenten vil bli liggende på et høyere nivå over tid (normalrenten). Medlemmene i Feds rentekomite (FOMC) har fulgt en lignende linje og hevet sitt estimat for hvor styringsrenten vil stabilisere seg på sikt, til intervallet 3,0–3,5%. Hvis man legger til en terminpremie på 0,5 prosentpoeng (slik vi gjorde i fjor), kan likevektsnivået for lange renter anslås til rundt 3,75%, forutsatt at Fed-medlemmene har rett i sine vurderinger.

Vi mener at markedet overvurderer den langsiktige renten, og forventer at de lange rentene vil falle noe i løpet av året. Vi ser for oss at de lange rentene i USA kan falle til 4,25%. Tilsvarende forventes tyske lange renter å bevege seg i samme retning, ned til rundt 2,2%.

Kapitalmarkedene vil få en brukbar utvikling i 2025. Bakteppet for kapitalmarkedene er etter vårt syn godt. Dette ser imidlertid ut til å være relektet i dagens markedspriser, etter en sterk vekst de siste to årene. Spesielt Mag7-aksjene (som er de syv største teknologiaksjene i USA), som utgjør om lag en femtedel av verdensindeksen, fremstår som relativt dyre. På samme måte har det nordiske høyrentemarkedet opplevd en reduksjon i kredittpåslag de siste årene, noe som har bidratt til økte verdier. I vårt hovedscenario forventer vi at risikoappetitten opprettholdes, noe som vil støtte en relativt normal og oppadgående utvikling i kapitalmarkedene.

Som alltid er det mange usikkerhetsfaktorer som kan påvirke situasjonen. En av de mest fremtredende er hvordan den kommende president Trump vil håndtere tollsatser på amerikanske importvarer. I vårt hovedscenario antar vi en moderat tilnærming. Dersom toll-regimet blir endret mer dramatisk, kan det imidlertid få negative konsekvenser for global økonomisk vekst – særlig i Kina og andre eksportorienterte land – samt øke inflasjonen i USA og skape uro i kapitalmarkedene.

For kommentar om norsk makro, se årsbrevet for Fondsfinans Obligasjon.

Det norske aksjemarkedet

Et godkjent år for Oslo Børs

Data viser at aksjemarkedet sjeldent leverer gjennomsnittsavkastningen. S&P 500 har for eksempel gitt 9,7% årlig avkastning siden 1927, men årene indeksen har vært opp, har avkastningen i snitt vært over 20%. At snittet havner på ni-tallet, skyldes dermed skrellene – årene vi helst glemmer. Det samme bildet tegner seg på Oslo Børs. Der har vi kun data tilbake til 1996, men konklusjonen er den samme. Oppgangsårene gir i overkant av 24% avkastning i snitt, mens ned-årene sørger for at snittet er ca. 9%. Det morsomme med 2024, er at markedet faktisk har gitt gjennomsnittsavkastningen, med fonds- og hovedindeksen opp henholdsvis 10,5 og 8,5%.

Noen ganske få selskaper har bidratt med brorparten av årets avkastning. Kongsberg Gruppen har stått for 4,8 prosentpoeng, fulgt opp på pallen av Schibsted og Orkla med henholdsvis 1,6 og 1,2 prosentpoeng bidrag. Dette står i kontrast til et «normalår» på Oslo Børs, der noen (sykliske) sektorer drar av gårde. Shipping har vært der de siste tre årene, og frem til mai lot 2024 til å bli et nytt rekordår for rederne. I takt med stigende ordrebøker og svekket makro, har ratene kollapset rund baut.

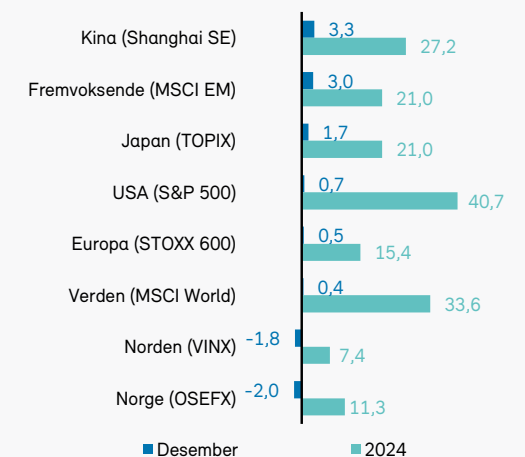
Valutakurser



Kilde: Bloomberg

Aksjeindeksutvikling

Prosent avkastning (NOK)



Kilde: Bloomberg

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no
Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

De fleste shippingaksjer falt dermed mer eller mindre sammenhengende i andre halvår.

Svakest i 2024 har oljeselskapene vært. Equinor og Aker BP har begge falt betydelig (-11 og -20%), og bidratt med over 2 prosentpoeng negativ avkastning til fondsindeksen. Mange risikovillige investorer fikk seg noen kilevinker i året som gikk. De binære biotek-selskapene Ultimovacs og Nykode, falt begge nærmest til null, og raderte ut aksjonærverdier for flere milliarder. I Fondsfinans unngår vi i stor grad denne type risiko, som vi ikke tror vi har kapasitet til å forstå eller beregne.

Markedet i 2025

Forsikring går fra ekstremvær til superprofitt

De siste årene har forsikringsselskapene skrudd opp prisene betydelig. Gjensidige har for eksempel siden 2019 økt premiene med litt over 7% i året, og forventes å gjøre omtrent det samme i 2025. Årsaken til prisøkningene er flere og dyrere skader, spesielt på høyfrekvensprodukter. Et vanlig høyfrekvensprodukt er motorforsikring, som har lidd av et strukturelt skifte i bilflåten. Gamle bensin- og dieseler er skiftet ut med moderne og raske el-biler. El-bilene krasjer oftere, pga. høyt og umiddelbart dreiemoment, og koster mer å reparere. I tillegg har Norge blitt truffet av mer ekstremvær de siste årene.

Forsikringsselskapene har vært for dårlige til å forutse dette, og har vært bakpå med prisøkningene. Fordelen til forsikringsselskapene er at det absolutte skadetallet ikke spiller noen rolle for deres lønnsomhet. Problemet oppstår når markedet forverrer seg kontinuerlig, og forsikringsselskapene ikke klarer å hensynta det i sine prismodeller. Kombinert med mange store (tilfeldige) skader, har dette truffet bransjen hardt lønnsomhetsmessig. Når markedet ikke lenger forverrer seg og storskadene normaliseres, vil de fleste forsikringsselskapene fortsette å prise opp. Da blir det gjerne en periode med svært god fortjeneste, det som på «finansspråk» kalles superprofitt.

Vi tror at 2025 blir skadeforsikringens år. Mye tilsier at skadeinflasjonen har stabilisert seg i underkant av 5%, og med prisøkninger på nært det dobbelte, kan det vise seg svært lønnsomt å ha noen forsikringsselskaper i porteføljen. Spørsmålet er kanskje om markedet har skjønt dette i forkant. Analytikerne venter at den tekniske lønnsomheten skal øke betydelig det neste året, og prisingen av aksjene impliserer at den normaliserte inntjeningen er høyere enn det aktørene har klart i 2024. Vår hypotese er imidlertid at usikkerheten vil reduseres når selskapene begynner å vise at prisøkningene faktisk har effekt. Skadeforsikring er litt som ferger. De tar lang tid å snu.

Banknæringen fortsetter den gode utviklingen

De raske renteøkningene gjennom 2023 har virkelig gjort underverker for de norske bankene. Ikke mindre enn seks ganger skrudde sentralbanksjef Ida Wolden Bache opp renten, og etter det har den blitt liggende på 4,5%. Bankene har derimot ikke oppjustert innskuddsrenten i samme takt. Resultatet har vært en stadig økende rentenetto – den enkleste måten en bank kan tjene penger. Bankene har også vært relativt gode på å holde kostnadene under kontroll, selv om deres foretrukne mål (cost/income) ikke gir særlig mening. Er det logisk at kostnadene skal opp eller ned med rentenivået?

Næringen har blitt godt hjulpet av DNB, som – med statens velsignelse – har gått foran med eksplisitte mål om hva de skal oppnå i forrentning av egenkapitalen. Som i et oligopol, har de andre bankene fulgt etter. Konsolideringsbølgen som har truffet de siste årene, har gjort denne jobben enklere. Til tross for at den reelle gjeldsgraden er på sitt laveste på 15 år, må vi tilbake til før finanskrisen (2008) for å finne like god egenkapitalavkastning. Bankene er mer solide og tjener mer!

Ulempen for bankene med de høye rentene er at kredittveksten har bremsset opp. Da står bankene foran et vrient dilemma.

VERDIUTVIKLING OSLO BØRS FONDSINDEKS

Aksjene med høyest indeksvekt

	Indeks-vekt (%)	Verdiutvikling (%)		
		Desember	2024	2023
Equinor	9,4	-0,7	-7,6	0,6
DNB	8,9	-1,6	13,7	18,8
Kongsberg Gruppen	7,4	-1,5	179,2	13,7
Mowi	5,6	-2,8	10,7	13,3
Aker BP	4,6	-2,1	-17,0	5,1
Telenor	4,5	-2,4	17,0	37,5
Orkla	4,5	-3,5	35,2	15,5
Norsk Hydro	4,4	-8,4	-5,1	1,0
Storebrand	3,6	0,0	40,4	9,9
Yara	3,3	-3,2	-15,4	-4,2
Subsea 7	2,7	3,3	25,8	35,5
Gjensidige	2,6	2,3	13,1	2,1
Salmar	2,6	-5,8	0,5	55,1
Tomra	2,1	-5,8	20,4	-25,0
Bakkafrost	2,1	-2,8	21,7	-12,2
Schibsted B	2,1	-5,6	58,9	55,2
Schibsted A	1,7	-7,0	55,8	58,4
TGS	1,5	5,0	-9,5	3,7
Nordic Semicond.	1,1	1,5	-20,3	-24,8
Borregaard	1,1	-0,3	8,5	13,7
Frontline	1,0	-11,5	-15,5	102,6
Veidekke	0,9	4,1	49,0	14,2
Leroy	0,9	-4,5	23,8	-20,1
Aker	0,8	-4,5	-10,1	-4,6
Europris	0,8	9,7	-0,7	16,6
Atea	0,7	4,1	15,1	19,4
Crayon Group Holding	0,7	-1,3	47,3	-15,6
BW LPG	0,7	-2,9	2,4	159,5

Kilde: Bloomberg

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Skal de kjempe om kundene (og markedsandel), eller betale ut overskuddskapitalen til aksjonærene? Vi mener definitivt det siste. Bankene er såpass lavt priset at den inkrementelle avkastningen på kapitalen må være ekstremt god for å gi like mye aksjonærverdi som et utbytte.

Lønnsomheten for bankene vil komme ned. Både fordi topplinjen faller med rentenedgangen og fordi kostnadene antageligvis vil øke med inflasjonen. Vi tror ikke tapstallene vil forverre seg betydelig fra dagens nivå, selv om vi er vaksomme – spesielt rundt utviklingen på næringseiendom. Egenkapitalavkastningen skal falle noe, men det er fra rekordhøye nivåer, og aksjeprisingen indikerer allerede at dagens lønnsomhet ikke er bærekraftig. På verdsettelse litt over bokførte verdier, har markedet allerede sett forverringen i inntjening. Vi tror på god utbytteavkastning, og noe kredittvekst. Veksten vil imidlertid bli lavere enn de 6-8% som har vært «normalen» etter finanskrisen.

Ingen umiddelbare drivere for høyere oljepris i 2025

Energisektoren ble den store taperen i 2024, sammen med materialsektoren bidro disse to negativt med 1,8 prosentpoeng til avkastningen i Fondsindeksen. Selv om oljeprisen (brent) bare endte ned ca. 3% i 2024 lå frykten for svakere global etterspørsel som en klam hånd over oljeprisen gjennom mye av fjoråret. Ifølge de ledende energibyråene (IEA, EIA og OPEC) kommer det nærmere 1,4 millioner fat per dag med ny produksjonskapasitet (fra ikke-OPEC land) i 2025. Samtidig forventes det at den globale etterspørselen kun vil øke med ca. en million fat per dag. Det virker derfor opplest og vedtatt at oljemarkedet vil være i tilbudsoverskudd gjennom mesteparten av 2025. Den økende geopolitisk uroen i Midtøsten er ikke nok til å drive oljeprisen oppover pga. de anslagsvis fem millionene fat med ledig produksjonskapasitet hos OPEC+-landene.

Vi synes det er vanskelig å tro på en mye høyere oljepris i 2025 og legger til grunn en gjennomsnittlig pris på 75 dollar per fat. Når det er sagt så tror vi at president Trump vil kjøre en langt hardere linje overfor Iran og sanksjoner mot landets oljeeksport. Dette vil anslagsvis kunne redusere tilbudet fra Iran med opp imot en million fat per dag og gi de andre OPEC-landene mulighet til å øke produksjonen noe.

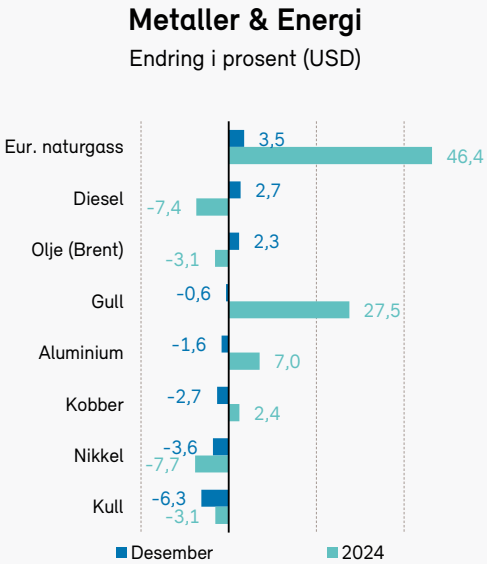
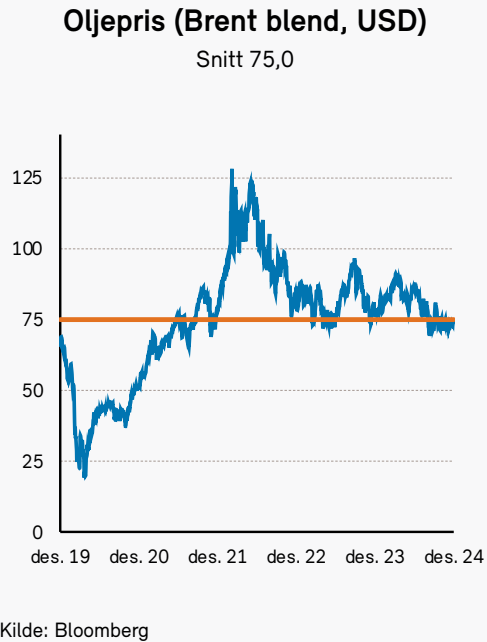
Fortsatt relativt høye gasspriser i Europa

Gjennom høsten 2024 har det vært større trekk på de europeiske gasslagrene enn forventet. Dette skyldes blant annet lite vind og en noe kaldere start på vinteren enn tidligere år. I tillegg har ikke Ukraina ønsket å fornye en rørledningsavtale fra Russland som løper ut ved nyttår. Dermed må ca. 5% av gassetterspørselen komme fra andre kilder enn Russland. Gasslagrene er lavere enn femårssnittet – uten at det er noen krise i øyeblikket – og gassprisene i Europa ved inngangen til 2025 ligger på opp mot 50 euro per megawatt. I årene fremover, spesielt fra 2027, kommer det mye ny LNG-kapasitet globalt. Dette vil kunne presse prisene i Europa ned. Selv om markedet i Europa ser strammere ut enn for et år siden har vi ikke tro på at gassprisene vil holde seg på disse høye nivåene gjennom 2025. Vi legger til grunn en gjennomsnittlig gasspris på ca. 35 euro per megawatt for året. Som vanlig må vi regne med store bevegelser i løpet av året både for olje og for gassprisene.

Vi forventer fortsatt høye laksepriser

Historisk har lakseprisene steget i år hvor tilbudet av laks har falt eller vært svakt positivt. Biologiske utfordringer har ført til fallende tilbudsvekst (å/å) både i 2022 og 2023, mens veksten forventes å ha vært noe over 1% i 2024.

Førkostnadene (blant annet råvarer som fiskeolje og fiskemel) har økt mye de siste årene. I 2024 har riktignok disse råvareprisene kommet ned, noe vi forventer kommer til å fortsette gjennom 2025.



KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

På starten av året ligger forventningene hos analytikerne og analysebyråene på en tilbudsvekst på 3-4% for 2025. Hvis dette blir en realitet vil det totale tilbudet fortsatt kun være ca. 1% høyere enn i 2021 og vi tror derfor på fortsatt høye laksepriser i 2025. Vår antagelse er en gjennomsnittlig pris på lave 90-tallet. På vei inn i 2025 ser vi at det foreløpig rapporteres om lite nedklassifisert fisk og mindre biologiske utfordringer enn for ett år siden.

Sektoren er priset til ca. 12x neste års inntjening (P/E) mot gjennomsnittlig over 13x historisk. Med fallende førkostnader og forhåpentligvis mindre biologiske utfordringer synes vi at sektoren ser svært spennende ut foran 2025.

Har vi passert toppen for shippingaksjer?

Shippingsektoren har vært en vinnersektor på børsen de siste årene og har nå vokst til å bli mer enn 6% av fondsindeksen. Fjoråret startet også svært bra for flere av rederiene, men fra mai/juni av har de fleste shippingaksjer falt en del tilbake. Krig og uroligheter har ført til nye handelsmønstre, og en til tider stengt Suezkanal samt tørke som førte til restriksjoner i Panamakanalen, har hjulpet positivt på ratebildet for flere shippingsegmenter. Frykten for en reversering av dette, i tillegg til svakere etterspørsel fra Kina og en generell oppbremsing i økonomien, er nok mye av forklaringen på fallet de siste 7-8 månedene.

Vi ser ingen umiddelbare drivere for høyere rater i 2025, tvert imot frykter vi at mer proteksjonisme og handelskrig kan gjøre det svært tøft for flere shippingsegmenter, da kanskje spesielt container og bilfrakt.

Høyrentemarkedet

2024 – nok et godt år for høyrente

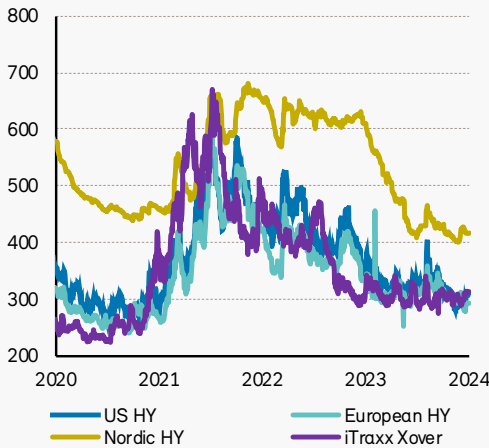
Kredittmarkedene leverte godt igjen i 2024, og særlig innen høyrente. De amerikanske og europeiske høyrentemarkedene steg begge med 8,2%, mens det nordiske steg med 12,4% ifølge DNBs indeks. I Norden lå det norske markedet noe bak, med 10,4% avkastning, mens det svenske markedet steg med 17,7%. Alle sektorer steg gjennom året, men eiendom (les: svensk eiendom) ble den klare vinneren med en avkastning på hele 37,4%. Andre sektorer som utmerket seg, var olje- og gass, investeringsselskaper og telekom, IT & media, som alle leverte 12-13% avkastning.

Kredittpåslagene i nordisk høyrente falt videre

Kredittpåslagene falt i USA og Europa, med henholdsvis 36 og 70 basispunkter. I Norden falt de betydelig med 193 basispunkter, fra 610 til 417 basispunkter (til sammenligning gikk de mer eller mindre sideveis i 2023). Mye av årsaken til dette er den positive utviklingen innen den svenske eiendomssektoren, men generelt falt kredittpåslagene på tvers av sektorer, og det var kun to sektorer som fikk økte påslag gjennom året (oljeservice og sjømat).

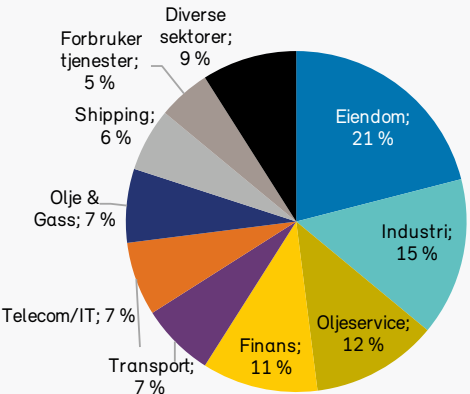
Innad i Norden var det stor forskjell i utviklingen av kredittpåslagene, med et fall på ca. 130 basispunkter i Norge og ca. 300 basispunkter i Sverige. Eiendomssektoren var som nevnt den store vinneren, med et fall på ca. 700 basispunkter. Turbulensen i denne sektoren fra 2023 avtok i 2024, i takt med blant annet rentekutt fra Riksbanken og ECB, bedre utsikter, samt fornyet investorappetitt. Dette muliggjorde flere refinansieringer, og utviklingen i kredittpåslagene i både emisjons- og annenhåndsmarkedet tyder på at sektoren nå er friskmeldt.

Kredittpåslag
Basispunkter



Kilde: Bloomberg

Diversifisering på sektorbasis



Kilde: Bloomberg

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Et rekordår for emisjoner

Rekord i emisjonsvolum henger mye sammen med fallet i kredittpåslagene og ikke minst nyttegninger i fondene gjennom fjoråret. Totalt ble det utstedt obligasjoner for ca. 220 milliarder kroner. Dette er omtrent 80% mer enn i 2023 (ca. 120 milliarder kroner) og 19% mer enn forrige rekordår i 2021 (ca. 185 milliarder kroner). Dette var drevet av den norske delen av markedet som sto for ca. 150 milliarder kroner, som er 75% mer enn forrige rekordår i 2021 (87 milliarder kroner). Oljeservice og petroleums- og gassprodusenter sto for 33% av volumet i det norske markedet, mens eiendom sto for 37% av volumet i det svenske markedet.

Et større og mer diversifisert nordisk høyrentemarked

Det er totalt ca. 630 milliarder kroner utestående høyrenteobligasjoner i Norden og det har sjeldent sett så bra ut som det gjør i dag fra et diversifiseringsståsted, etter et par år med lite eiendomsutstedelser. Fra toppen har eiendom som andel av totalmarkedet gått ned med 10-15% til ca. 20%, men det er fortsatt en del systemisk risiko forbundet med eiendom i Sverige, som utgjør ca. 40% av det utestående markedet.

Alt i alt er det positivt at markedet vokser og blir mer diversifisert. Det nordiske høyrentemarkedet er blitt attraktivt for både utstedere og investorer, nordiske og ikke-nordiske. Med tiden har markedet gått gjennom noen sykluser og blitt mer profesjonelt og modent. Som følge av dette har andelen emisjoner gjort i norske kroner trolig aldri vært lavere. Kun 14% av emisjonsvolumet utstedt i 2024 var i norske kroner. Dette gjør at kredittpåslagene til obligasjoner i norske kroner (og svenske kroner til en viss grad) generelt handler på stramme nivåer.

Stabilisering i mislighold

Antall selskaper i en eller annen form for mislighold stabiliserte seg i 2024, både globalt og i Norden.

I Norden er man på omtrent samme nivå som ved inngangen til året, det vil si rundt 4%, etter en markant nedgang innen eiendom. Data fra S&P, en av de største globale kredittvurderingsbyråene, viser liknende statistikk for USA og Europa. Vi forventer at misligholdstallene holder seg stabile og at lavere finansieringskostnader og positiv makroutvikling hjelper de mest utsatte utstederne.

Positiv trend ut av 2024 og inn i 2025

Både november og desember ble gode måneder i det nordiske høyrentemarkedet, og i årets siste måned leverte alle sektorer positiv avkastning. Januar er vanligvis en måned med høy aktivitet på emisjonsfronten og med tanke på forfallsprofilen i markedet er det duket for bra aktivitetsnivå de kommende par årene. Det forfaller ca. 85 milliarder kroner i 2025, ca. 130 milliarder kroner i 2026 og ca. 125 milliarder kroner i 2027. Normen for løpetider i det nordiske høyrentemarkedet er fem år, men de siste årene har man også sett mange tre- og fireårs obligasjonslån. Vanligvis refinansierer utstedere lånene sine innen ett år til forfall, og skulle markedsforholdene forbli gode og ligne på 2024 vil antakeligvis flere nye utstedere også ønske å teste markedet.

Våre forventninger i 2025

I de senere år har det nordiske høyrentemarkedet hatt en betydelig kapitaltilførsel, drevet av høy og relativt stabil avkastning. Muligheten for god avkastning innen nordisk høyrente over lengre tid har gjort det til en attraktiv aktivaklasse. Fremover er det tilsynelatende begrenset rom for ytterligere fall i kredittpåslagene, spesielt når man ser på prising fra et historisk perspektiv. Dette gir grunn til å trå litt varsomt. Likevel mener vi at en relativt positiv makroøkonomisk utvikling vil bidra til at kredittpåslagene vil kunne holde seg stabile.

Samtidig ser man fortsatt kapitalflyt inn i høyrentefond, noe som sammen med generelt høye rentekuponger gjør det utfordrende å sitte stille på sidelinjen. Enkelte fond har valgt å sitte med større kontantbeholdning enn normalt, andre har økt andelen investment grade (IG). Mer kontanter og IG i porteføljene skaper en viss motstandsdyktighet mot uro ved å redusere risikoen for tvangssalg.

Underliggende renter i spesielt Sverige og Eurosonen falt gjennom 2024, og i Norge venter man første rentekutt i mars og ytterligere ett til to kutt i løpet av året. Dette trekker ned løpende avkastning. (Som en påminnelse så består det nordiske høyrentemarkedet primært av obligasjoner med flytende rente.) Men selv med lavere underliggende renter forblir den løpende avkastningen god og høyrentemarkedet er fortsatt attraktivt fra et risikojustert ståsted. Overordnet forventes det nordiske høyrentemarkedet å gi en avkastning på 7-8% i 2025, noe som er solid i historisk kontekst. Vi tror med andre ord at 2025 kan bli nok et godt år i høyrente, noe som underbygges av vårt hovedscenario som innebærer positive makro- og markedsmessige utsikter.

Fondsfinans Global Utbytte

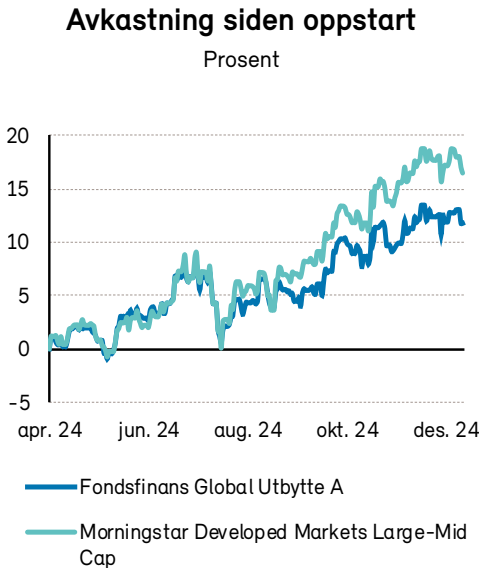
Fondsfinans Global Utbytte startet opp 25. april 2024. Vi ønsker å takke alle dere som har gitt oss tillit, tror på investeringsstrategien og ønsker å være med på reisen de neste årene.

I 2024 (fra oppstart 25. april) var avkastningen for Fondsfinans Global Utbytte A 11,7%. I samme periode var referanseindeksen (Morningstar Developed Markets Large-Mid Cap NR NOK) opp 16,5%. I desember var avkastningen til fondet på 0,4%, mens indeksen leverte nullavkastning.

Ved årsslutt hadde fondet 36 aksjer og ca. 3% av fondet i bankinnskudd.

Dårligere enn indeks på teknologi og luksus

Avkastningen fra april til årsslutt ble veldig god, men relativt til indeksen ble den dårligere enn vi hadde håpet på (4,8 prosentpoeng bak referanseindeksen).



Kilde: Bloomberg

På åtte måneder er det selvfølgelig mye flaks og tilfeldigheter som styrer, men vi skal likevel være ydmyke og se om det er noe å lære av det vi har gjort feil.

Over fire prosentpoeng av mindreavkastningen skyldes undervekt og investering i feil enkeltsselskaper innen teknologisektoren. Flere selskaper i denne sektoren har naturlig nok en høy teknologisk disruptjonsrisiko. Noen historiske eksempler på selskaper med sterke markedsposisjoner som ble kraftig svekket av teknologisk disruptjon er:

- Kodak og Polaroid (som ikke lyktes med overgangen til det digitale kameramarkedet)
- Xerox (som opplevde sviktende etterspørsel etter fysiske utskrifter og kopier da digital kommunikasjon i stor grad overtok)
- Blockbuster Video (som klarte overgangen fra VHS til DVD, men ikke overgangen fra DVD til streaming)
- Nokia (som hadde 40% av mobiltelefonmarkedet, men ble utkonkurrert av smarttelefoner)
- Dell (hvor etterspørselen skiftet fra PC til smarttelefon)

Fondet har tapt på undervekten i teknologisektoren sammenlignet med referanseindeksen, men forhåpentligvis reduserer denne undervekten også risikoen for teknologiske disruptjoner.

Vi mener imidlertid at vi gjorde en feil da vi investere i det sør-koreanske teknologiselskapet Samsung. Selskapet opererer i dynamiske markeder preget av rask teknologisk utvikling og skarp konkurranse. Det kan godt hende at Samsung vil gi en høy aksjeavkastning fremover. Vi mener imidlertid at den teknologiske risikoen i selskapet er for høy, og har solgt oss ut av aksjen.

Preben Bang

Porteføljeforvalter



Bang har forvaltet fondet siden oppstart.

Forvalter har andeler i fondet.

Harald Berge

Porteføljeforvalter



Berge har forvaltet fondet siden oppstart.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Global Utbytte

Sammenlignet med referanseindeksen tapte vi også på undervektene i NVIDIA, Tesla og Broadcom som gav en avkastning på henholdsvis 63%, 137% og 81% (målt i dollar) i perioden.

Luksusselskaper, som LVMH og Kering, har hatt det tøft på børsen det siste året, mye på grunn av salgssvikt i Kina. Vi fikk dessverre med oss en del av denne nedturen ved våre investeringer i L'Oreal (delvis i luksussektoren, eier fortsatt) og Moncler (har solgt). Vi har sterk tro på bransjen vil gjøre det godt på lang sikt, men er usikre på om timingen er god for å øke investeringene der nå.

Norske aksjer blant vinnerne

På den positive siden var selskaper som Meta (+33% i dollar i perioden), Unilever (+14,2%), Automatic Data Processing (+20,7%), Rightmove (+27,9%) og Protector Forsikring (+24,1%) blant dem som bidro mye.

Det største bidraget kom faktisk fra vår ganske beskjedne posisjon i Kongsberg Gruppen (+68,1%). Vi ønsket ved oppstart å ha eksponering mot forsvarssektoren. Kongsberg Gruppen er et selskap vi i Fondsfinans kjenner godt, vi så oppside i aksjen og vi klarte ikke finne noen bedre alternativer internasjonalt. Det viste seg å være en god vurdering.

2025 blir bra hvis økonomien blir bra

Det er ingen som vet om aksjemarkedet kommer til å gå opp eller ned det neste året. Det er likevel nyttig å minne om noen hoveddrivere og diskutere hvilken vei markedet kan gå i forskjellige scenarier.

For markedet som helhet er det mange drivere på kort sikt, f.eks. inflasjon eller rentenivåer, men den viktigste driveren er hvordan det går med økonomien.

Historikken viser at aksjemarkedet får en grei avkastning dersom økonomien gjør det noenlunde godt. Et faremoment i 2025 er likevel at det tilsynelatende allerede er priset inn en forventning om en sterk amerikansk økonomi og en god verdensøkonomi.

Det er også svakhetstegn i økonomien. Mange (små) selskaper har fått merke inflasjonen (lavere salg fordi det er blitt dyrere for folk) og rentenivået som skal motvirke den (høyere renteutgifter på lån). Ifølge tall fra S&P Global Market Intelligence økte antall konkurser i USA med 8% fra 2023 til 2024, og er på det høyeste nivået siden finanskrisen.

På lang sikt er økonomisk vekst den viktigste driveren, men da har også prisingen av markedet mye å si for forventet avkastning. For verdensmarkedet utenom USA er prisingen av markedet omtrent der den har vært de siste 20 årene. Indeksen «MSCI World x USA» har i øyeblikket et price/earnings-multipel på 14,2 (justert inntjening, neste tolv måneder).

Det amerikanske markedet, derimot, har blitt dyrere og dyrere siden finanskrisen og har nå passert nivåene fra slutten av 2021 med et price/earnings-multipel på 22,1 (MSCI USA).

Fondets strategi: kvalitet til en fornuftig pris

Strategien til fondet er den samme som den vi har for fondene Fondsfinans Utbytte og Fondsfinans Norden: vi investerer i kvalitetsselskaper til en fornuftig pris. Kvalitetsselskaper definerer vi som selskaper med vedvarende høy kapitalavkastning på sine investeringer (i fabrikker, maskiner og lignende), gode vekstmuligheter, dyktig ledelse og lav gjeldsgrad. Lav gjeld er bra fordi det reduserer risikoen for konkurs, og det gir også ledelsen operasjonelt spillerom til å f.eks. gjøre viktige investeringer i dårlige tider.

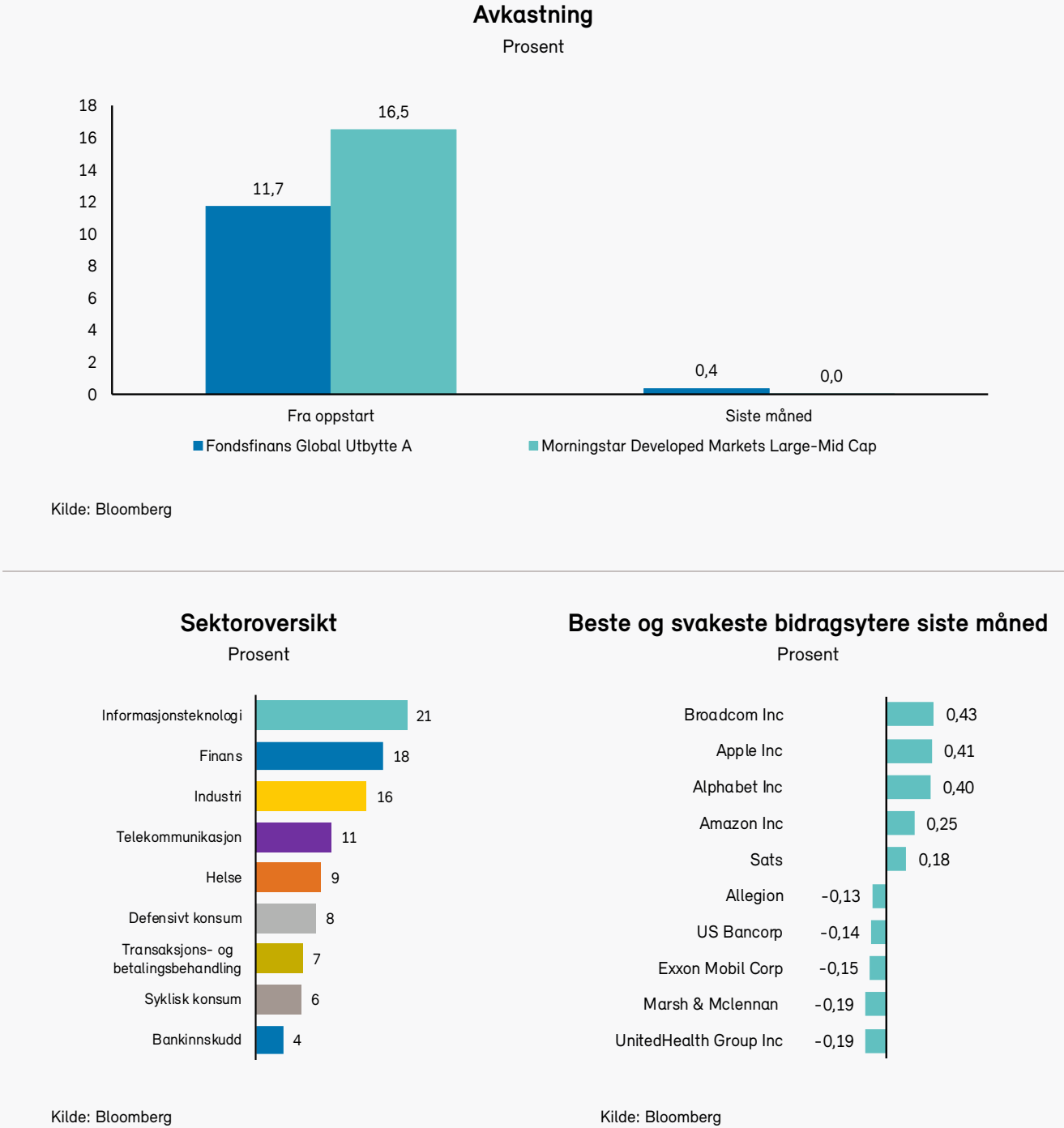
Erfaringen fra Fondsfinans Utbytte og Fondsfinans Norden er at denne strategien har gitt meravkastning over tid, men mindreavkastning i perioder med kraftig stigende aksjemarkeder.

Vi synes at selskapene i fondet har attraktive nøkkeltall sammenlignet med referanseindeksen. Selskapene i fondet har høyere forventet salgsvekst neste år (6,4% vs. 5,3%), høyere gjennomsnittlig egenkapitalavkastning siste ti år (24,8% vs. 15,3%), og lavere netto gjeld/driftsresultat siste tolv måneder (1,6x vs. 2,3x). Til tross for dette, er selskapene i fondet kun marginalt høyere priset målt med P/E neste tolv måneder (19,6x vs. 19,2x).

Hvorfor er kapitalavkastning – avkastningen bedriften får på sine investeringer – viktig? La oss sammenlikne en bedrift med en bankkonto, og kapitalavkastningen med renten på denne bankkontoen. Verdien på en bankkonto kan ikke vokse med mer enn det du får i rente, med mindre man setter mer penger inn. På den andre siden, dersom du har en bankkonto med 15% rente, kan du ta ut 5% i året og verdien vokser likevel med 10% i året. Et kvalitetsselskap med høy kapitalavkastning kan vokse i et friskt tempo uten at det har behov for finansiering utenfra, men tvert imot har penger til overs til å betale ut utbytter til aksjonærene.

Slike bankkonti, og slike selskaper, gir god avkastning over tid.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025
- www.fondsfinans.no
- Telefon: 23 11 30 00
- E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
- Org.nummer: 981 635 647



Fondsfinans Norden

Et moderat år for det nordiske markedet

De siste 50 årene har det nordiske markedet levert en årlig geometrisk avkastning på 12,8%, noe som er «verdensrekord» i perioden. Det norske og det globale markedet har til sammenligning levert henholdsvis 10,6% og 10,8% årlig avkastning i samme tidsperiode. Sett i forhold til historien er derfor avkastningen på 7,4% i 2024 for det nordiske markedet (fondsindeksen VINX) noe beskjedent. På den annen side, med en avkastning på ca. 8% per år, doubles pengene dine omtrent hvert niende år, så helt galt sett fra en investors side har 2024 heller ikke vært.

Det nordiske markedet er en sammensetning av selskapene notert på den svenske, danske, norske og finske børsen. Som en tommelfingerregel utgjør Sverige ca. 50%, Danmark ca. 25%, og Norge og Finland ca. 12,5% hver av det nordiske markedet. 2024 var et svakt børsår både for det danske og finske markedet, som var ned henholdsvis 7,9% og 4,3% i lokal valuta. Svekkelse av den norske kronen på 5,0% mot euro i løpet av året veide noe opp for et svakt marked. Det norske og svenske markedet gjorde det bedre, og steg henholdsvis 11,3% og 8,0% i lokal valuta. Norske kroner styrket seg i underkant av 2% mot svenske kroner målt mot foregående år.

De nordiske landene er eksportrettede og dette gjenspeiles også i de respektive børsene. Selv om selskapssammensetningen er ulik, gjør dette i sum at børsene drives mer av globale faktorer, enn den lokale økonomien. Det er derfor mulig å observere trender på tvers av de ulike lands børser. Som vanlig var avkastningsbidraget for den nordiske fondsindeksen diversifisert også i 2024.

Det største avkastningsbidraget til fondsindeksen kom fra Investor AB, og var i underkant av 1 prosentpoeng. Dette reflekterer et relativt godt år for de svenske og nordiske industribedriftene.

Nest best var avkastningsbidraget fra den danske spedisjonskjempen DSV med 0,8 prosentpoeng. DSV fikk et godt børsår drevet av oppkjøpet av tyske Schencker. Derneft fulgte de gamle telekombautane Ericsson og Nokia med et avkastningsbidrag på ca. 0,6 prosentpoeng hver. Verdt å nevne er også Kongsberg Gruppen og svenske SAAB (+186% og +59%) som til sammen bidro med nært ett prosentpoeng til den nordiske fondsindeksen i 2024.

De nordiske «fornybarselskapene» hadde den svakeste utviklingen i fjor: Vestas, Neste og Nibe (-52%, -59% og -37%). De bidro med 2,2 prosentpoeng negativ avkastning for fondsindeksen. Dette var drevet av et fortsatt generelt svakt marked og forventninger om tøffere vilkår under Trump-administrasjonen. Svenske og finske materialselskaper hadde også et tøft år (Stora Enso, UPM, SSAB etc.) og i likhet med den svenske eiendomssektoren bidro dette negativt med henholdsvis 0,5 prosentpoeng og 0,1 prosentpoeng til den nordiske fondsindeksen.

En stor snakkis på slutten av året ble kursfallet i Europas største selskap, Novo Nordisk. Resultatet fra selskapets siste studie av neste generasjons vekttap-medisin, CagriSema, skuffet markedet. Intradag falt derfor selskapet -21,0% (målt i kroner) og over NOK 1,000 milliarder i gikk tapt. Dette var åpenbart dramatisk, samtidig hvis man «zoomer ut» har man siste 10 år, på tross av kursfallet, likevel fått mer enn 805% avkastning ved å eie selskapet.

Avkastning og operasjonell utvikling

Avkastningen i Fondsfinans Norden (A) ble i 2024 19,0%. Den nordiske fondsindeksen VINX leverte til sammenligning 7,4%. Siden oppstart i september 2015 har fondet levert en årlig avkastning på 12,7%. I samme periode har den nordiske fondsindeksen VINX levert en avkastning på 10,6%.

Fredrik Aarum

Porteføljeforvalter



Aarum har forvaltet fondet siden 01.01.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

Christoffer Callesen

Porteføljeforvalter



Callesen har forvaltet fondet siden 01.09.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

Harald Berge

Porteføljeforvalter



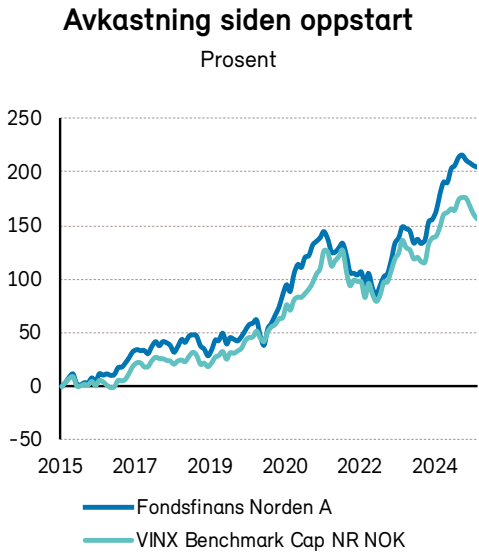
Berge har forvaltet fondet siden 01.09.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

Fondsfinans Norden

De største bidragsyterne til fondets avkastning i 2024 har vært Kongsberg Gruppen, Investor AB, Protector Forsikring, Schibsted og VBG Group. Nordic Semiconductor, Equinor, AFRY og Hexpol har bidratt mest negativt til fondets absolutte avkastning i løpet av året.

Selv om fondet har gjort det godt både absolutt og relativt de siste årene, er det antageligvis fornuftig å senke forventningene til hva fondet kan klare i fremtiden. Svært få vil nemlig klare å slå indeksen betydelig over tid, og det vil garantert komme perioder der fondet ikke gjør det. I filosofien til fondet er vi opptatt av å velge selskaper som driver godt operasjonelt og som dernest har mulighet til å kunne levere en god langsiktig avkastning. Et selskap påvirkes kortsiktig av mange eksterne faktorer som gjør at utviklingen sjelden går i en rett linje.



Kilde: Bloomberg

Dette vil selvfølgelig også medføre at den kortsiktige avkastningen til fondet vil svinge og at det i perioder vi gjøre det svakere både absolutt og relativt. Vi har likevel tro på at fondets langsiktige tilnærming i selskapsutvelgelsen vil skape den beste langsiktige avkastningen for våre andelseiere.

Både Kongsberg Gruppen og Investor er gode eksempler på grunnfilosofien til fondet når det kommer til selskapsutvelgelse:

- Solid ledelse/styre
- God operasjonell drift/kapitalallokering
- Begrenset finansiell risiko
- Fornuftig verdsettelse

Ved å prøve å følge ovennevnte kriterier screenes mange av de svakeste selskapene bort, hvor mulighetene tilsynelatende ser gode ut, mens oddsen i realiteten er dårlig for å kunne skape god avkastning. Eksempler på selskaper som fondet typisk er forsiktig med kan være tidligfase-selskaper, sykliske material- og råvarebedrifter samt selskaper med lav verdiskapning over tid.

Globale omstillingstrender aktuelt også fremover
Kongsberg Gruppen har de siste årene hatt en fantastisk aksjekursutvikling drevet av globale omstillingstrender innen forsvar og maritimt, og inntektene til selskapet har siden 2018 vokst med over 20% i året. Mye tyder på at disse omstillingstrendene er strukturelle og derfor vil fortsette.

Forsvar: Økt geopolitisk uro og store underinvesteringer i europeisk forsvarskapasitet impliserer store investeringssyklus i flere tiår fremover.

Maritimt: Strengere utslippskrav (IMO 2030) for den maritime flåten, økt behov for automatisering og digitalisering impliserer en lengre investeringssyklus.

Kongsberg Gruppen er godt posisjonert for å kapitalisere på det ovennevnte, da de har unike produkter/tjenester innenfor begge segmentene. Vi anerkjenner samtidig at prisingen nå er krevende, men tror likevel det kan bli en fornuftig investering for den langsiktige investoren.

Comeback for svensk økonomi
I 2025 kan Sverige oppleve en positiv økonomisk utvikling, drevet av høy reallønnsvekst og synkende renter. Et ekspansivt budsjett og skattelett på tre prosentpoeng vil ytterligere stimulere økonomisk aktivitet ved å gi både forbrukere og bedrifter mer penger å bruke, og skape et gunstig investeringsklima. En lavere sparerate gir økt forbruk, men også at den økonomiske bufferen blir mindre. Samlet sett vil disse faktorene trolig stimulere etterspørselen, spesielt for svenske virksomheter med et primært marked i Sverige, og gi en bedring i den svenske økonomien.

I fondet har vi eksponering mot den svenske økonomien gjennom blant annet IT-konsulentselskapet Knowit, som har opplevd en omsetningsnedgang på nær 10% i 2024. Vi mener imidlertid at bunnpunktet for inntjeningen er nådd, og at vi står foran en periode med stabilisering og deretter vekst i både faktureringsgrad og prisnivå. Dette understøttes av undersøkelsesfirmaet Inspectum, som rapporterer om økt optimisme blant IT-konsulentene etter usikkerheten i 2024. Mer enn 50% forventer høyere omsetning i 2025, og over 75% tror prisene vil holde seg stabile eller stige. Med en svært lav verdsettelse ser vi på IT-konsulenter som en mulig positiv bidragsyter i porteføljen de kommende årene.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

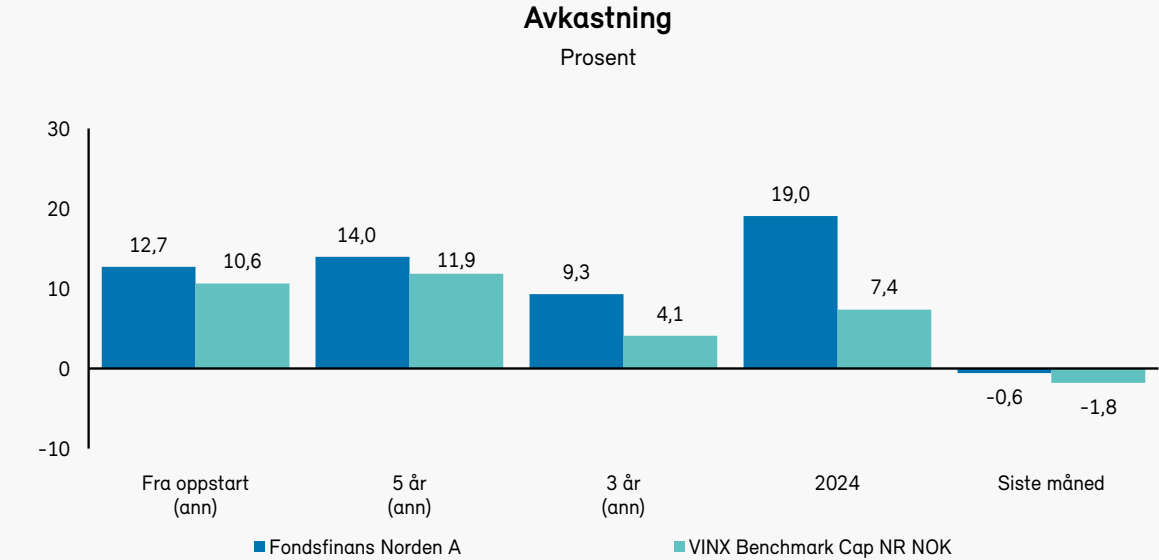
VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

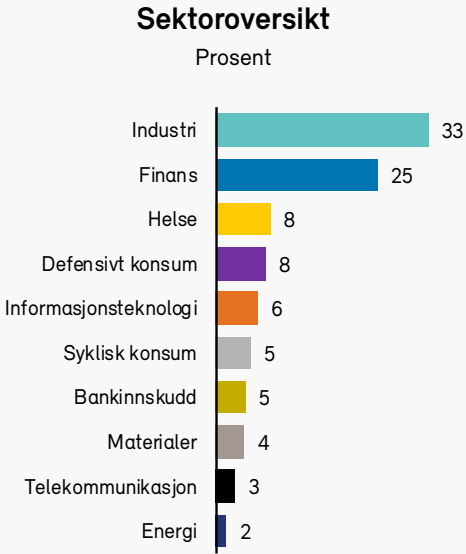
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

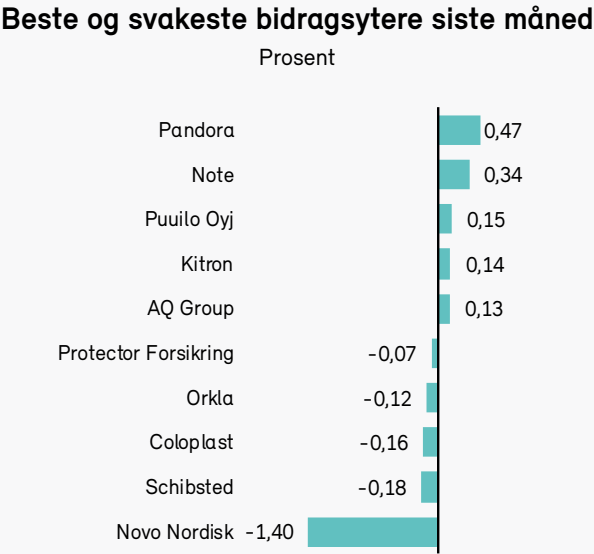
Org.nummer: 981 635 647



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato	17.09.2015
Fondsstørrelse (mill. kr)	3 083
Andelsverdi	30 382,37
Risikoklassifisering (1-7)	4
Årlig honorar	1,5 %
ISIN	NO0010741739
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)		
	Fond	Indeks
Std avvik	12,9	14,0
Alpha	5,0	0,0
Beta	0,8	1,0
R2	82,7	100,0
Sharpe Ratio	0,5	0,1
Tracking Error	5,8	0,0

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Investor AB	8,6
Novo Nordisk A/S	6,8
Protector Forsikring ASA	4,6
Atlas Copco AB	4,2
Assa Abloy AB	4,1
DSV A/S	3,8
Svenska Handelsbanken AB	3,8
Securitas AB	3,5
Orkla ASA	3,4
Schibsted ASA	3,0
SUM	46,0

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

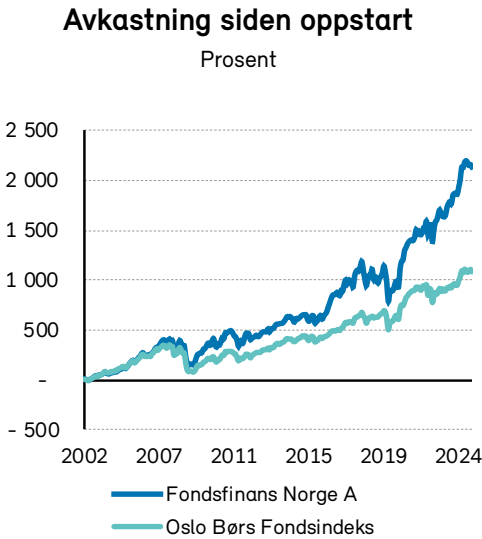
Fondsfinans Norge

Et godkjent år for Fondsfinans Norge

Fondsfinans Norge A ga en avkastning på 13,6%, og endte ca. 2,3 prosentpoeng foran Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX) i 2024, etter kostnader.

Siden fondets oppstart i 2002 har fondet gitt ca. 3,2 prosentpoeng årlig meravkastning. Sånn sett må 2024 sies å være litt under pari. Når det er sagt så har fondet gitt en meravkastning siden forvalterbytte (1. juni 2020) på 30 prosentpoeng, og at vi i nok et kalenderår skaper meravkastning for våre andelseiere skal vi si oss fornøyd med.

Schibsted (3,4), Orkla (2,4), Austevoll Seafood (1,9) og Crayon (1,2) var de største positive bidragsyterne (bidrag i prosentpoeng), mens Norske Skog (-1,5), Frontline (-1,2), Aker BP (-1) og Yara (-0,6) var de største negative bidragsyterne.



Kilde: Bloomberg

Fondet har fått ca. 600 millioner i netto nytegning i 2024 og med fjorårets avkastning er forvaltningskapitalen nå over 2,8 milliarder kroner. Porteføljen, som består av 29 aksjer, er priset omtrent som indeksen på ca. 10x neste års inntjening.

Det å skape langsiktig høy avkastning handler vel så mye om å unngå taperne som å plukke vinnerne.

Vi bruker derfor mye tid på å sette oss inn i de selskapene vi vurderer til porteføljen, for å prøve å forstå verdidriverne så godt som mulig. Vi liker selskaper hvor ledelsen har gode incentivordninger basert på utviklingen i selskapet og ikke kun aksjekurs. Når det er sagt liker vi også at selskapsledelsen har en betydelig andel av sin formue i selskapets aksjer, slik at de er i samme båt som oss.

Norske skog har bidratt negativt i 2024

I 2024 har fondet hatt en gjennomsnittlig vekt på 3% i Norske Skog, en aksje som har falt ca. 40% i verdi gjennom året. Vi skrev litt om bakgrunnen for fallet i markedscommentaren for oktober 2024. Sett i bakspeilet har vi nok vært for naive med tanke på den utfordrende markedssituasjonen i papir- og pappmarkedet. I tillegg bør en lærdom være at store kapitalinvesteringer stort sett alltid blir dyrere og tar lengre tid enn forespeilet (noe vi for så vidt var klar over), og at når det først kommer forsinkelser eller overskridelser så skal det svært mye til for å klare å få «skuta på rett kjøll» (dette så vi også på Balder X-prosjektet til Vår Energi). Norske Skog har investert nærmere seks milliarder kroner i fabrikkene i Frankrike og Østerrike, tre ganger markedsverdien av selskapet. Vi tror aksjen kan få seg et lite comeback når konverteringsprosjektet i Frankrike er ferdig i 1. kvartal.

Alle Fondsfinans-fond er aktivt forvaltet og i Fondsfinans Norge har vi et mål om å hele tiden ligge over 50% aktiv andel.

Tor Thorsen
Porteføljeforvalter



Thorsen har forvaltet fondet siden 01.06.2020 og vært assisterende forvalter siden 2016.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Norge

Dette betyr at vi vil ha relativt store avvik fra referanseindeksen, det være seg på sektornivå og/eller på enkeltaksjenivå.

En av de største relative undervektene våre er Kongsberggruppen (KOG). I fjor løftet aksjen seg nærmere 170%, noe vi da tapte nærmere fem prosentpoeng på relativt til indeksen. Det er ingen tvil om at KOG er et fantastisk selskap som står midt oppe i en strukturell opptur både innenfor forsvar, maritimt og overvåkning.

Et av de viktigste kriteriene når vi velger selskaper til porteføljen er pris. Prisen man betaler for å være med på den sannsynligvis fantastiske utviklingen (operasjonelt) i KOG de neste årene er altfor høy. Aksjen handler på nærmere 30x inntjeningen i 2026, og vi må flere år ut i tid før vi kommer ned på «normale» industrimultipler.

Mye kan skje på noen år og selv om markedet for Kongsberggruppen ser fantastisk ut nå, så kan det igjen bli fred i Europa med utsettelse for forsvarsinvesteringer. Shipping vet vi er syklisk, så her kan det i hvert fall komme dårligere tider hvor etterinstallasjon på eksisterende skip og/eller nybygg stopper helt opp.

Ikke å ha vært investert i KOG i 2024 har selvfølgelig vært helt feil. Med et evighetsperspektiv kan det være riktig å eie KOG selv på dagens prising, men ser vi kun ett år fram tror vi det er andre aksjer som risikojustert vil gi bedre avkastning.

Fondsfinans Norge forvaltes etter en blanding av en «top down»- og «bottom up»-prosess. Det vil si at vi liker å se på de forskjellige industriene/selskapene på Oslo Børs fra et makroøkonomisk ståsted før vi gjør en fundamental analyse av hva vi mener verdien av hvert selskap er.

Dette var også bakgrunnen for at vi tok inn Orkla i porteføljen tilbake høsten 2021.

Høyere inflasjon drev råvarepriser oppover, Orkla økte sine priser ovenfor dagligvarekjedene og når inflasjonen kom ned ville marginene til Orkla øke. Kanskje en enkel analyse, men ofte er det enkle det beste. Det har riktignok tatt lengre tid enn ventet, og kanskje var vi litt tidlig ute, men gjennom det siste året har vi sett marginforbedringer hvert kvartal i tillegg til at selskapet har gjort flere spennende strategiske valg.

Aksjen har siden vi tok den inn i porteføljen gitt en total avkastning på nærmere 50%. I 2024 har aksjen i gjennomsnitt vært den største posisjonen i fondet og bidratt med nesten 2,5 prosentpoeng til avkastningen og 1,2 prosentpoeng relativt til OSEFX. Vi er spent på reisen videre for Orkla og ser både en mulig børsnotering av Orkla India, salg av kraftvirksomheten, nye investeringsmuligheter i Orkla Food Ingredients samt den generelle selskapsutviklingen som ytterligere «triggere» for aksjekursen.

Et annet eksempel på vår metodikk er vår investering i tørrlastrederiet Golden Ocean (GOGL). Høsten 2023 ble vi overbevist om at Kina skulle tilbake i vekstmodus i 2024 etter noen svake år i forbindelse med koronapandemien. Vekst i kinesisk økonomi betyr mer import av jernmalm, kull o.l. noe som ofte betyr økte rater innen tørrlast. GOGL er ikke det billigste tørrlastrederiet på Oslo Børs, men det er den eneste relativt likvide aksjen innenfor dette segmentet. Vi foretrekker likvide aksjer og spesielt i shipping vil erfaringsvis mangel på likviditet gjøre at man ikke kommer seg ut når man ønsker og derfor også må bli med på nedturene. Vi økte vår eksponering mot GOGL gjennom september og oktober 2023.

Aksjen bidro med nærmere et prosentpoeng i avkastning i 4. kvartal 2023 og ytterligere et prosentpoeng i avkastning i 1. kvartal 2024 før vi solgte oss helt ut. Ja, vi solgte oss ut for tidlig, men aksjen endte året 25-30% under de nivåene vi solgte på i mars.

Eksemplene med Orkla og GOGL viser noe av det vi prøver å få til i Fondsfinans Norge. Ved å se på industrier og selskaper fra et makroøkonomisk ståsted før vi gjør en fundamental analyse tror vi at vi skal klare å finne vinneraksjer (og unngå taperne) uavhengig av hvor i syklusen vi er.

Noen ganger kan investeringshypotesen utspille seg raskt uten at vi finner noen ytterligere grunner til at aksjen skal stige videre, slik tilfellet var med GOGL hvor vi da valgte å selge oss ut. Andre ganger kan det ta lengre tid og underveis kan kursmålet endre seg. Vi kan i mange tilfeller øke posisjonen underveis ettersom vi blir mer trygge på retningen, slik som tilfellet har vært i Orkla. Vi treffer naturlig nok ikke hele tiden, men med en godt utprøvd metodikk i bunn så mener vi i hvert fall at vi skal ha gode muligheter til å fortsette å skape merverdi for våre andelseiere.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

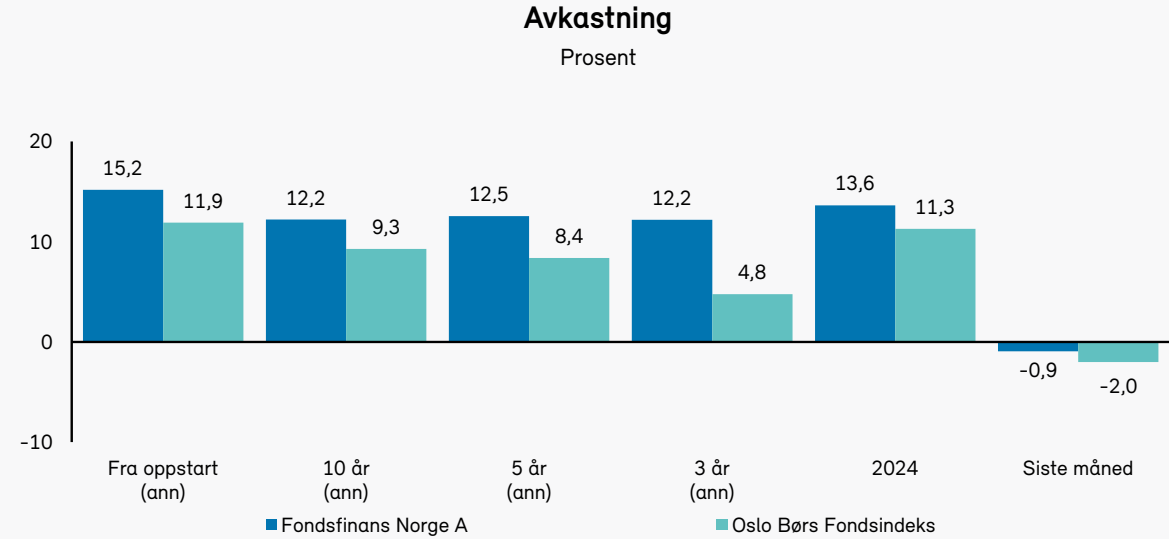
VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

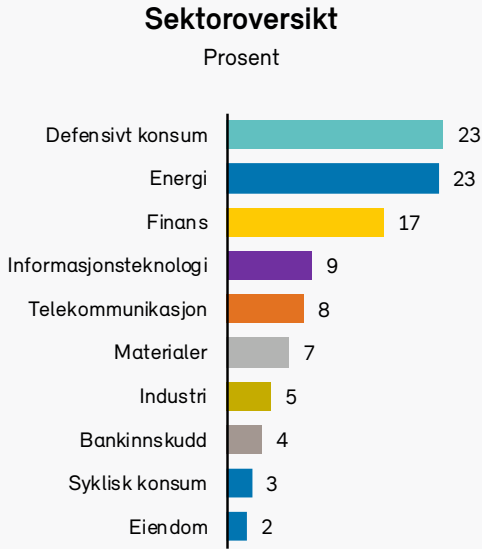
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647



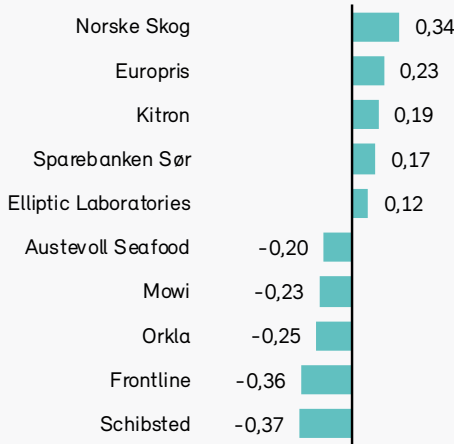
Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

Beste og svakeste bidragsyttere siste måned

Prosent



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato	16.12.2002
Fondsstørrelse (mill. kr)	2 814
Andelsverdi	22 386,41
Risikoklassifisering (1-7)	4
Årlig honorar	1 %
ISIN	NO0010165764
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)		
	Fond	Indeks
Std avvik	12,1	13,8
Alpha	8,3	0,0
Beta	0,8	1,0
R2	89,8	100,0
Sharpe Ratio	0,7	0,2
Tracking Error	4,5	0,0

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Mowi ASA	7,8
Orkla ASA	7,0
Schibsted ASA	6,3
Var Energi ASA	6,0
Equinor ASA	5,7
Austevoll Seafood ASA	5,6
Gjensidige Forsikring ASA	4,7
Aker BP ASA	4,1
Frontline PLC	3,3
Wilh Wilhelmsen Holding ASA	3,3
SUM	53,7

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

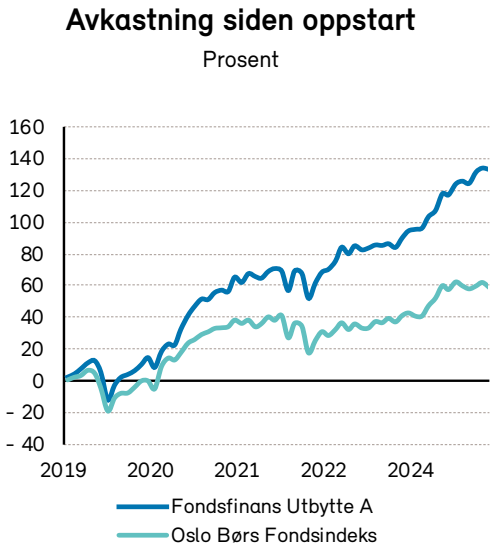
Fondsfinans Utbytte

Et veldig godt år for Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Utbytte (A) oppnådde en avkastning på 19,9% i 2024, noe som var høyere enn både fondsindeksens 11,3% og hovedindeksens 9,1%. Siden oppstarten i september 2019 har fondet levert en årlig avkastning på 17,3%, 8,1 prosentpoeng over fondsindeksen og 8,0 prosentpoeng over hovedindeksen, etter fradrag for kostnader på 1,2%.

Tre selskaper sto for halvparten av avkastningen

De viktigste bidragsyterne i 2024 var Kongsberg Gruppen (KOG), Schibsted og Protector Forsikring, som samlet sto for omtrent halvparten av fondets avkastning. Samtidig bidro Yara, Aker BP og Equinor negativt med omtrent 2 prosentpoeng.



Kilde: Bloomberg

KOG, Schibsted og Protector regnes blant porteføljens "compoundere" – selskaper med langvarig verdiskapningspotensial – mens Yara, Aker BP og Equinor er sykliske investeringer som anses som attraktivt priset i dagens marked. Sårbarheten i råvareindustrier som gjødsel og olje gir utfordringer med verdsettelse, men dagens oljepriser forventes å gi en årlig avkastning på 8-10% for oljeselskapene, med muligheter for betydelig oppside dersom prisene stiger ytterligere.

Indeksuavhengig strategi

Til tross for solid resultatutvikling siden fondets oppstart for over fem år siden, er det realistisk å dempe fremtidige forventninger. Å slå indeksen markant over tid er utfordrende, og perioder med svakere prestasjon vil komme. Fondet forvaltes etter en unik filosofi som avviker fra tradisjonelle indekxnære strategier. Vi fokuserer på selskapene vi eier, ikke de vi ikke eier. Valgene våre handler om kvaliteter som sannsynliggjør langsiktig verdiskapning, snarere enn å speile indeksens sammensetning.

Et godt eksempel er Kongsberg Gruppen (KOG), som oppfyller alle krav i vår investeringsprosess. Selskapet har en solid historikk, tydelige konkurransefortrinn, kompetent ledelse med betydelig personlig aksjeeksponering, og en konservativ kapitalstruktur. KOG har vært en del av porteføljen siden 2020 og har ofte vært en av de største posisjonene. Nå er aksjen tilsynelatende fullpriset og vi ser derfor ingen grunn til å øke eksponeringen, selv om aksjens indekxvekt er økt. Vi bruker ikke begreper som «overvekt» eller «undervekt», da dette reflekterer en indekxnær tankegang vi ikke følger.

Vi velger et absolutt tankesett fordi vi tror det over tid vil gi best resultater. En relativt fokusert forvalter er fornøyd dersom han eller hun taper mindre penger enn indeksen.

Christoffer Callesen

Porteføljeforvalter



Callesen har forvaltet fondet siden 31.08.2021 og vært assisterende forvalter siden 02.08.2020.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Utbytte

Det slår meg som merkelig, og det ville for eksempel vært vondt å skrive månedsbrev til våre andelseiere der jeg fremhevet egen fortrefelighet fordi fondet bare hadde «halv vekt» i noe som gikk til null.

Det er imidlertid forståelig å legge seg nær indeks, da en slik tilnærming ofte sikrer gjennomsnittlige resultater, som kan bidra til kapitalvekst og lavere personlig risiko for forvalteren. Dette er antageligvis ikke til andelseiernes beste på lang sikt, da forvalter vil foreta suboptimale valg for å ikke avvike for mye. Motsatsen, et indeksuavhengig tankesett krever tålmodighet både fra andelseier og forvalters side. Store avvik vil forekomme, og vår jobb er å sikre at de på lang sikt forekommer på oppsiden.

Risikojustert avkastning sentralt

Vår strategi handler om fokus og prioritering. Vi følger nøye med på selskaper som vi forstår, og der vi klarer å mene noe om hvor de vil være om 5–10 år. Vi er følgelig svært opptatt av risiko, der vi med risiko ikke mener en aksjes beta, eller andre greske bokstaver akademikere gjerne bruker, men sannsynligheten for permanent tap av kapital. Dersom nedsiderisikoen er liten, kan vi ta store posisjoner, også der oppsiden virker begrenset. For eksempel har Orkla i lengre tid vært en sentral del av porteføljen. Aksjen har etter vårt skjønn hatt svært liten nedside, ok avkastningspotensialt i base case, og skikkelig oppside dersom enkelte triggere inntreffer. Motsatt vil selskaper med større nedsiderisiko ha mindre vektning, selv om oppsiden kan være betydelig. Et eksempel på et sånt selskap kan være elektronikkprodusenten Kitron. Selskapet har fantastisk historikk, dyktig ledelse og noen spennende markedsposisjoner. Prisingen er heller ikke avskrekkende. Utfallsrommet er imidlertid stort, delvis på grunn av selskapets operasjonelle giring, og noen kjempeposisjon vil det mest sannsynlig aldri bli.

Inntjeningsvekst og utbytte viktigst

Fondsfinans Utbytte investerer i kvalitetsselskaper til fornuftige priser, en strategi som krever langsiktighet og fokus. Mange aktører jakter kortsiktige gevinster og prioriterer kvartalsestimater fremfor grundig selskapsanalyse. Vår tilnærming er å delta i langsiktig verdiskapning gjennom vekst i inntjening per aksje, utbytter og reprising. Reprising er en engangseffekt, mens inntjeningsvekst og utbytter kan gjentas år etter år. En fornuftig beslutning kan således gi effekt en hel karriere.

Et slikt eksempel er muligens Protector Forsikring. Det norske skadeforsikringsselskapet har økt premieinntektene med 19% årlig over det siste tiåret, samtidig som de har utbetalt betydelige utbytter.

Den årlige avkastningen på i overkant av 26% viser at multippelendringer spiller en mindre rolle sammenlignet med lønnsom vekst og kapitaldistribusjon. Samtidig investerer vi av og til i spesielle situasjoner, som da vi var med i noteringen av Public Property Invest (PPI). PPI ble børsnotert til en lav verdsettelse grunnet negative omstendigheter (CEO med frynsete rykte, spin-off fra skandaleselskapet SBB, kort historikk, etc.), men da markedet oppdaget de faktiske verdiene, ble aksjen raskt repriset, og vi solgte oss ut. Slike investeringer utgjør en mindre del av porteføljen.

Kort oppsummert er tre faktorer sentrale for våre selskapsvalg:

- Varige konkurransefortrinn
- Konservativ balanse
- Attraktiv verdsettelse med sikkerhetsmargin

Med denne tilnærmingen kan vi unngå selskaper innen oljeservice, tidligfase-selskaper, og råvareprodusenter med lav kapitalavkastning. Selv om disse sektorene kan gi gode kortsiktige resultater, mener vi at andelseierne på lang sikt er best tjent med vårt fokus på indeksuavhengighet og fundamental analyse.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kredit

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

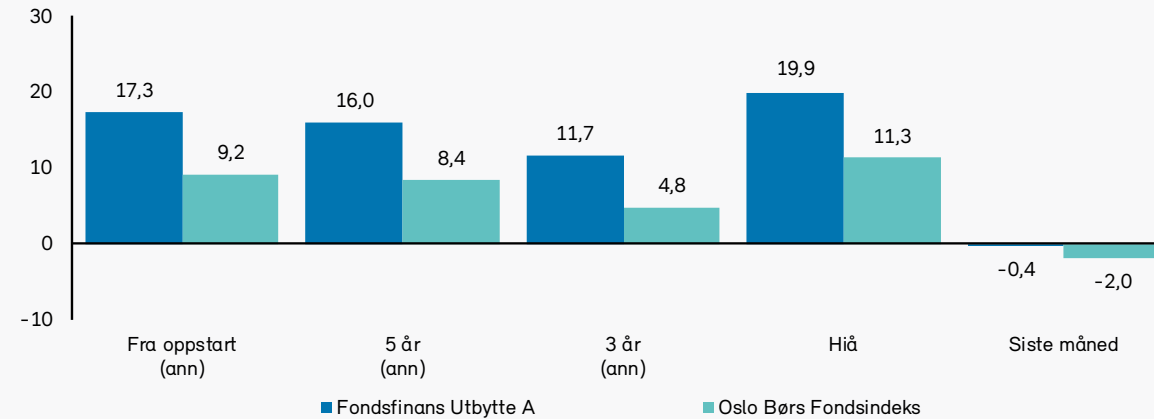
VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

Avkastning

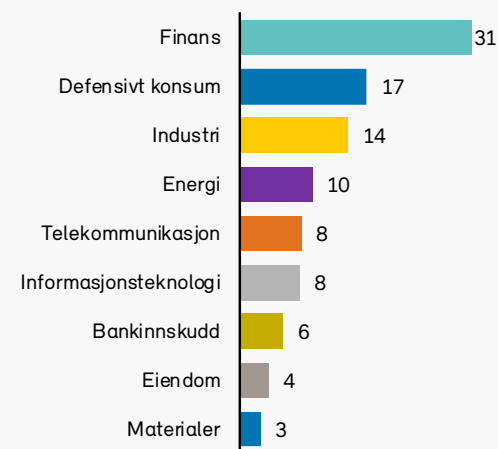
Prosent



Kilde: Bloomberg

Sektoroversikt

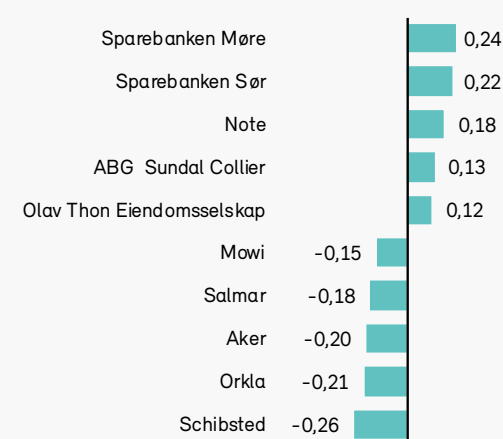
Prosent



Kilde: Bloomberg

Beste og svakeste bidragsytere siste måned

Prosent



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL

Startdato	12.09.2019
Fondsstørrelse (mill. kr)	2 965
Andelsverdi	23 345,23
Risikoklassifisering (1-7)	4
Årlig honorar	1,2 %
ISIN	NO0010860349
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)

	Fond	Indeks
Std avvik	11,3	13,8
Alpha	6,6	0,0
Beta	0,8	1,0
R2	87,3	100,0
Sharpe Ratio	0,8	0,2
Tracking Error	5,2	0,0

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER

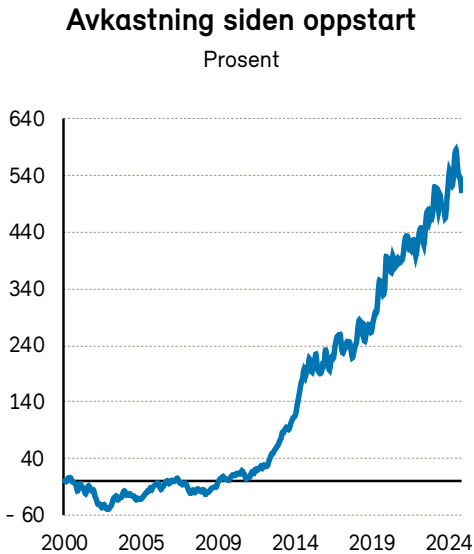
SpareBank 1 Sor-Norge ASA	6,2
Orkla ASA	5,8
DNB Bank ASA	5,4
Mowi ASA	4,9
Equinor ASA	4,9
Protector Forsikring ASA	4,3
Schibsted ASA	4,3
Aker ASA	4,1
Kongsberg Gruppen ASA	3,9
Telenor ASA	3,9
SUM	47,6

Fondsfinans Global Helse

I 2024 var avkastningen for Fondsfinans Global Helse A 9,0%. Fondets portefølje av selskaper ved årsslutt har følgende egenskaper:

- Aksjekurs/Neste tolv måneders forventede justerte resultat per aksje = 14,4
- Avkastning på egenkapitalen (siste ti års gjennomsnitt): 19,8%
- Netto gjeld/Driftsresultat: 1,6
- Forventet salgsvekst neste år: 6,2%

Ved årsslutt hadde fondet 35 aksjer og ca. 1% av fondet i bankinnskudd.



Kilde: Bloomberg

Trump ødela avkastningen

2024 begynte veldig godt for fondet (opp 21% ved slutten av august) og helsesektoren for øvrig, men helsesektoren falt dessverre tilbake i andre halvdel av året, i all hovedsak på grunn av usikkerhet rundt den kommende Trump-regjeringens politikk på helseområdet. Dette gjorde at resultatet for fondet ble godt målt i norske kroner (8,7%), men ikke tilfredsstillende målt i amerikanske dollar (-3,1%).

Helsetjenester og overvektsmedisin ble vinneraksjene.

Legemiddelselskapet Eli Lilly gjorde det meget godt på børsen i 2024 (+33%), noe fondet har dratt stor nytte av med en betydelig vekt i aksjen gjennom året. Oppgangen har nok vært drevet av eksplosiv vekst for selskapets legemidler mot diabetes og overvekt, Mounjaro og Zepbound, selv om denne veksten også var forventet ved årets begynnelse.

En vel så viktig forklaring på oppgangen er at selskapets forventede konkurranseposisjon har bedret seg mye i løpet av året. Det var fra før kjent at Eli Lilly lå best an i konkurransen om å ha den beste av neste generasjons overvekstmedisiner, og denne posisjonen har forsterket seg i 2024 etter halvdårlige resultater fra sine konkurrenter. Spesielt viktig var Novo Nordisk skuffende resultater for deres fremste nestegenerasjonslegemiddel CagriSema.

Flere av våre investeringer med betydelig vekt hadde god avkastning i 2024. Både distributøren McKesson (+24%) og sykehusoperatøren HCA Healthcare (12%) er verdt å nevne. Sistnevnte hadde et fantastisk år frem til 18. oktober (+54%) men falt kraftig tilbake frem til nyttår, mer eller mindre utelukkende drevet av frykt for Trump-politikk, en frykt som har eskalert med hver uttalelse og ministerutnevning.

Preben Bang
Porteføljeforvalter



Bang har forvaltet fondet siden 01.01.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Global Helse

Heldigvis reduserte vi posisjonen betydelig rundt toppen, så på tross av kollapsen ble avkastningsbidraget til fondet på betydelige 0,8 prosentpoeng.

Andre aksjer med betydelig avkastningsbidrag er United Therapeutics (opp 61%), Boston Scientific (+56%) og Intuitive Surgical (+55%).

Helseforsikring trakk fondet ned

På den negative siden er det kollapsen i helseforsikringssektoren som var det klart viktigste. Flere av selskapene, spesielt dem som er involvert med Medicare Advantage-forsikring, har blitt truffet hardt av lave økninger i forsikringspremiene samtidig med en markant økning i bruken av helsetjenester. Våre to investeringer som har bidratt mest negativt i 2024 er forsikringsselskapene Humana (-40%) og CVS Health (-22%).

Vi tror at helseforsikringsbransjen vil snu opp igjen, med mindre det blir noen betydelige reformer av forsikringssystemet i USA. Vi ser grunn til å være noe mer forsiktig oppe i usikkerheten som rår nå, men beholder en betydelig eksponering mot sektoren.

Politisk risiko er viktig i helsesektoren

Politiske beslutninger er en viktig driver for helsesektoren og det er noen momenter som er viktige å forstå:

1. Det aller meste av de globale helseselskaperenes profitt kommer fra USA.
2. Amerikanerne bruker en betydelig høyere andel av BNP på helsetjenester (offentlig og privat samlet) enn andre rike land.
3. Priser på legemidler under patentbeskyttelse («branded drugs») er betydelig høyere i USA enn i resten av verden.
4. Legemidler er kun en liten andel av totale helseutgifter.

Amerikanerne subsidierer all legemiddelutvikling som skjer globalt. Det er urettferdig. Europeere, asiater og andre betaler for lite for nye, patentbeskyttede legemidler og amerikanerne betaler for mye. Om innovasjonstakten (og dermed prisene) som helhet burde vært høyere eller lavere er en annen diskusjon.

Legemiddelpriser er ikke høye

Kritikk av «høye legemiddelpriser» er i stor grad et resultat av manglende forståelse. De fleste legemidler er så lavt priset på grunn av konkurranse at legemiddelselskapene ikke lenger ønsker å produsere dem. Dette kan gi mangel på legemidler, slik vi har sett de siste årene over hele verden.

Den minoriteten av legemidler som er «dyre» er dyre fordi patentet ikke enda har gått ut. Legemiddelselskapet må bruke denne perioden på å hente inn igjen de enorme investeringene som ble gjort da legemidlet ble utviklet (og andre legemidler som ble investert i, men aldri kom på markedet). Hvis det ikke var for at det var lov å ta disse høye prisene i USA så ville ikke legemidlet ha eksistert i første omgang. Det er heller ikke slik at det gjennomsnittlige legemiddelselskapet har noen superprofitt. Det har en avkastning på hver krone de bruker på forskning og utvikling omtrent på linje med kapitalkostnaden.

Våre meninger om den saken til side så tror vi at sannsynligheten er lav for helsereformer generelt i USA, men det er muligens innenfor legemiddelprising at det først vil bli gjort noe under det nye Trump-regimet.

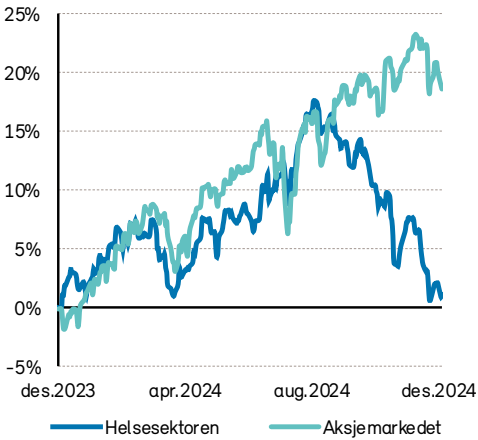
Gode utsikter (sannsynligvis) de neste årene

Hvordan er utsiktene for helsesektoren og fondet? På kort sikt vil mye av utviklingen for sektoren (i hvert fall for aksjekursene) være styrt av eventuelle politiske endringer som gjennomføres av det nye maktapparatet i Washington D.C.

På lang sikt er det fortsatt aldrende befolkning og teknologisk utvikling som er de viktigste driverne, men dersom det gjøres større systemendringer kan det hende at vi får denne veksten fra et lavere utgangsnivå.

Det er 90% sannsynlighet (vårt anslag) for at det ikke blir gjennomført helsereformer med stor påvirkning på flesteparten av helseselskaperenes profitt de neste ti årene. I dette scenariet er det mange helseaksjer som er gode kjøp nå, og helsesektoren har en god mulighet for å gjøre det bedre enn børsen som helhet de neste årene. Dersom 10%-scenariet slår til, og det blir gjennomført større reformer f.eks. på legemiddelprising, er derimot nedsiden betydelig for mange av helseaksjene.

Avkastning MSCI-indekser



Kilde: Bloomberg

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kredit

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

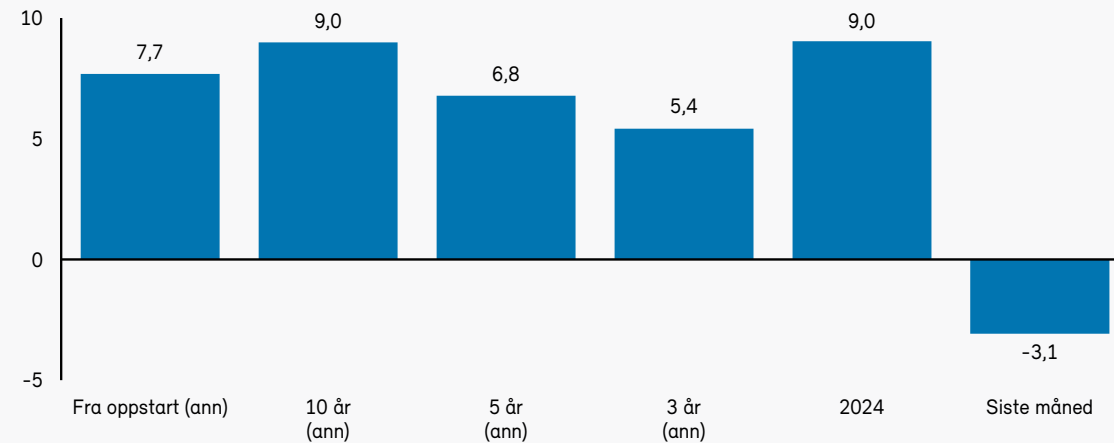
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Avkastning

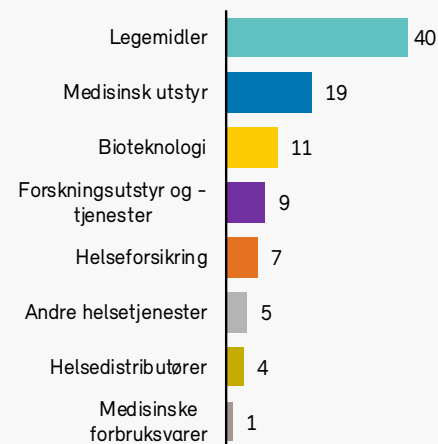
Prosent



Kilde: Bloomberg

Sektoroversikt

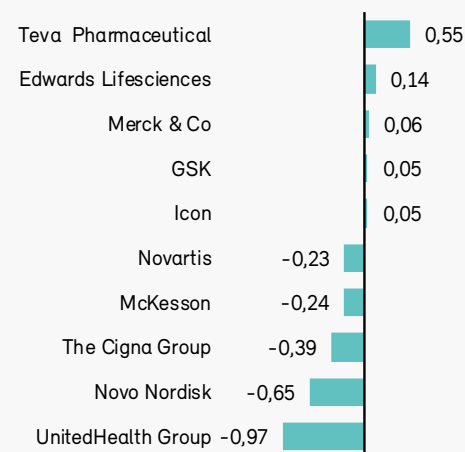
Prosent



Kilde: Bloomberg

Beste og svakeste bidragsytere siste måned

Prosent



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL

Startdato	30.06.2000
Fondsstørrelse (mill. kr)	726
Andelsverdi	61 593,21
Risikoklassifisering (1-7)	4
Årlig honorar	1 %
ISIN	NO0010047194
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)

	Fond
Std avvik	11,8
Sharpe Ratio	0,2

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER

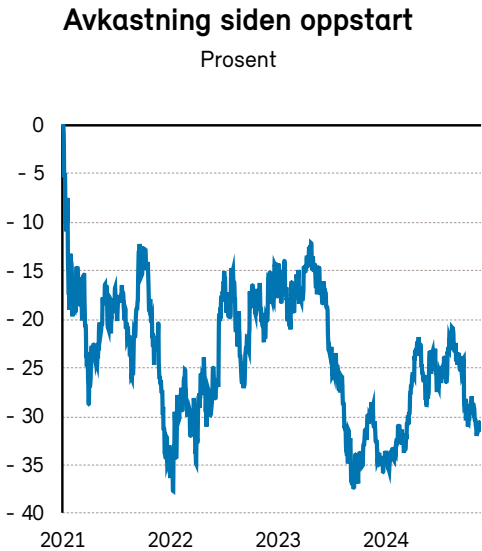
Eli Lilly & Co	7,5
AbbVie Inc	6,0
Roche Holding AG	5,0
UnitedHealth Group Inc	4,9
Novartis AG	4,9
Abbott Laboratories	4,2
McKesson Corp	3,8
HCA Healthcare Inc	3,7
Merck & Co Inc	3,4
Stryker Corp	3,3
SUM	46,6

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025
- www.fondsfinans.no
- Telefon: 23 11 30 00
- E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
- Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Fornybar Energi

Nok et utfordrende år for fornybar-aksjer
Fondsfinans Fornybar Energi endte 2024 med en avkastning på -2,9%. Til sammenligning leverte S&P Global Clean Energy Index og MSCI Global Alternative Energy Index avkastning på henholdsvis -16,2% og -23,8%, mens Wilderhill Clean Energy Index hadde en avkastning på -23,2% i fjor (alle målt i kroner).

2024 startet med store forventninger om et vendepunkt for fornybarsektoren, som hadde blitt hardt truffet av både kostnadsinflasjon og renteoppgang i foregående år. Men også 2024 ble preget av betydelige utfordringer. Renteoppgang tidlig på året la press på aksjekurser, og selv om nyheter om lavere renter midtveis i året ga et løft, var den makroøkonomiske og politiske usikkerheten gjennomgående.



Kilde: Bloomberg

Fondsfinans Fornybar Energi navigerte disse forholdene godt, med en strategi som prioriterte solide selskaper med eksponering mot elektrifisering, storskala solkraft, datasentre og energiforsyning. Denne tilnærmingen resulterte i at fondet leverte bedre avkastning enn de fleste globale fornybarindekser i fjor.

Fondets avkastning ble drevet av en kombinasjon av strategisk sektorallokering og fokus på stabilitet og fleksibilitet i en volatil markedsperiode. Våren og sommeren var spesielt positive, med sterk utvikling i mai (+11,4%) og solide bidrag fra selskaper som Prysmian, First Solar og Schneider Electric. Høsten var mer utfordrende, særlig grunnet usikkerhet om støtteordninger for fornybar energi på grunn av det amerikanske valget. Likevel klarte fondet å begrense tapene ved å holde fokus på større og mer stabile selskaper.

Fondet har kontinuerlig tilpasset seg markedsforholdene gjennom året, med nye investeringer i selskaper som Itron, Quanta Services og Nextracker. Dette styrker eksponeringen mot energiinfrastruktur og storskala solenergi. Samtidig har mindre relevante posisjoner, som Agilyx, Arcadium Lithium og Sunnova, blitt avhendet for å fokusere på strategisk viktigere områder.

Makroøkonomiske og politiske faktorer
Politiske hendelser spilte en avgjørende rolle for fornybarsektoren i 2024. Donald Trumps valgseier og det republikanske flertallet i Kongressen skapte usikkerhet rundt fremtidige støtteordninger, særlig for vind- og solsektoren. Selv om mange insentiver allerede er «låst» til 2032 gjennom IRA-lovgivningen er det, både USA og Europa, større motstand mot reguleringer som favoriserer fornybar energi.

Melanie Brooks
Porteføljeforvalter



Brooks har forvaltet fondet siden 01.01.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Fornybar Energi

Handelsbarrierer, inkludert tollsatser, forverrer kostnadsbildet, samtidig som avhengigheten av Kina forblir en kilde til geopolitiske spenninger. Kina dominerer både installasjon og produksjon av råmaterialer og utstyr for grønn omstilling, noe som gir globale markeder tilgang til rimelige komponenter, men også en konsentrert forsyningskjede.

Renter var en annen viktig makrofaktor. Høyere renter tidlig i året presset ned aksjekurser for kapitalintensive prosjekter, men lavere renter i andre halvår ga fornyet interesse for sektoren.

Viktige bidragsyttere og sektortrender
På den positive siden leverte selskaper innen energinettet, elektrifisering og datasentre sterke resultater. Prysmian, Quanta Services, Munters og Schneider Electric utmerket seg som sterke bidragsyttere. Etterspørselen etter elektrisitet, særlig fra datasentre og fremvoksende teknologier som kunstig intelligens, skapte behov for utvidelse og oppgradering av energinettet.

Etter et tiår med stagnasjon forventes det doubling av investeringer i transmisjon og distribusjon (T&D) de neste ti årene, med rask vekst innen mellomspenningsteknologi. Politikere tilpasser regelverk for å støtte nettutvidelse, og operatører opplever sterk etterspørselsvekst.

First Solar har vært en sterk bidragsyter i fondet, med økt etterspørsel etter solenergi og regulatoriske fordeler i USA. Solenergi har hatt massiv vekst de siste årene og er ifølge data fra Bloomberg New Energy Finance (BNEF) den billigste kilden for ny energiproduksjon i to tredjedeler av verden. Det ble ifølge BNEF bygget 444 GW ny kapasitet i 2023, en økning på 76% fra året før. I 2024 forventes ytterligere 592 GW.

Selskaper innen kraftforsyning bidro også positivt. Nextera Energy, Iberdrola og Enel leverte solide resultater i 2024. Disse selskapene drar nytte av lavere kostnader på innsatsfaktorer og fallende renter, noe som gjør dem til attraktive investeringer. Videre har kraftkjøpsavtaler (PPAs) fått økende betydning, med volumet av globale PPAs som nådde 33,9 gigawatt innen oktober 2024 ifølge BNEF.

Solenergi på hustak var den store skuffelsen i fjor, sammen med batterimarkedet. Lave strømpriser, vedvarende høye renter og høye lagerbeholdninger bidro til svake resultater for Enphase, Sunrun og andre selskaper innen takbasert solenergi. Umicore, som produserer materialer til batterier, brenselceller og katalysatorer, opplevde kursfall etter å ha nedjustert sine inntjeningsprognoser. Også finske Kempower, som produserer hurtigladdere til el-kjøretøy, hadde et svært svakt år grunnet generell svak etterspørsel i EV-markedet og høye lagerbeholdninger.

Vindenergi møtte også motstand, med Vestas som et tydelig eksempel. Til tross for enkelte lyspunkter som Cadeler, var sektoren preget av marginpress, forsyningskjedeutfordringer og hard konkurranse. Offshore vindkraft er også dobbelt så kostbart som landbaserte løsninger, noe som reduserer investeringsappetitten.

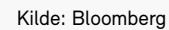
Utsikter for 2025
Fondsfinans Fornybar Energi ser optimistisk på utsiktene for 2025. Lavere renter forventes å gjøre fornybarprosjekter mer attraktive og øke investorinteressen. Solenergi er fortsatt en nøkkeldriver, med lave kostnader og rask kapasitetsutvidelse. Rekordlave priser på litiumbatterier forventes å bidra til fortsatt vekst i elektrifisering av transportsektoren, og vil skyte fart på energilagring fra ny fornybar produksjon.

Det er særlig kombinasjonen av sol og batterier som gir nye muligheter.

Lavere renter og reduserte lagerbeholdninger forventes å bli positive drivkrefter for selskaper innen segmenter rettet mot private husholdninger, som solenergi på hustak og varmepumper. Vi antar også at 2025 vil bli et år preget av høy aktivitet i havvindsektoren. I Storbritannia har for eksempel Labour-partiet satt som mål å firedoble energiproduksjonen fra havvind innen 2030, noe som innebærer betydelige investeringer allerede i 2025. Etterspørselen etter elektrisitet og ny og forbedret energinfrastruktur vil trolig øke også neste år, ikke minst grunnet vekst i etterspørsel fra datasentre. Ifølge BNEF må investeringer i energinettet være opp mot \$388 milliarder årlig mellom 2024 og 2026, men må dobles til \$738 milliarder årlig innen 2030 for å nå globale klimamål.

Politisk usikkerhet rundt insentiver og rammevilkår for fornybar energi og andre såkalte rene teknologier vedvarer, både i USA og i andre deler av verden. Denne uforutsigbarheten gjør det utfordrende for både selskaper og investorer som investerer i fornybarsektoren. Forholdet til Kina er også et viktig moment, og eventuelle nye handelsbarrierer vil ha stor betydning for kostnadsbildet og tilgjengelighet av fornybar teknologi.

Konklusjon
2024 ble nok et utfordrende år for fornybarmarkedet, og Fondsfinans Fornybar Energi har vist sin evne til å tilpasse seg i et volatilt marked. Med en portefølje som prioriterer kraftforsyning, solenergi, elektrifisering og energinettet, er fondet godt posisjonert til å dra nytte av den forventede veksten i fornybarsektoren i 2025 og fremover.

FONDSFINANS
 KAPITALFORVALTNING

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Prysmian SpA	8,2
Schneider Electric SE	7,5
NEXTERA Energy INC	6,9
First Solar Inc	6,8
Iberdrola SA	4,8
Cadeler A/S	4,6
SSE PLC	4,6
Enel SpA	4,3
Munters Group AB	4,0
Orsted AS	3,7
SUM	55,3

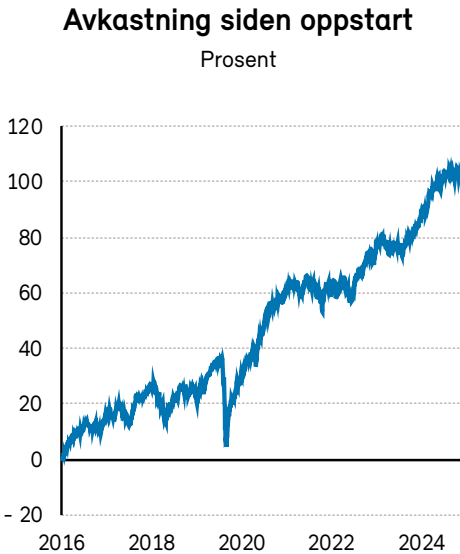
Fondsfinans Aktiv 60/40

Fondsfinans Aktiv 60/40 falt med 0,7% i desember, men steg 12,2% i 2024.

I desember ble Fondsfinans Global Utbytte det beste aksjefondet med en avkastning på 0,4%, mens Fondsfinans Fornybar Energi endte svakest, med en nedgang på 3,8%. Høyrentefondene leverte en avkastning på 0,8-0,9%.

Blant enkeltaksjene bidro Kitron (+7%) og Gjensidige (+2%) mest positivt, mens Schibsted (-6%) og Aker (-5%) opplevde en svakere utvikling.

Det ble gjennomført mindre rebalanseringer i løpet av måneden, og porteføljen ligger tett opp til den nåværende normalfordelingen.



Kilde: Bloomberg

Ved utgangen av desember var aksjeandelen i porteføljen, inkludert aksjefond og enkeltaksjer, nær uendret på 60%. Norske enkeltaksjer utgjorde 10,2% av porteføljen. Ved inngangen til januar består enkeltaksjeposisjonene av: Aker, Austevoll, Equinor, Gjensidige, Kitron, Orkla, Protector, Schibsted, Storebrand og Wilh. Wilhelmsen.

I 2024 er det blant disse enkeltaksjene Protector og Schibsted som har gjort det best, med oppgang på hhv 65% og 59%. Equinor og Aker har på sin side falt med hhv 8% og 10%.

Blant fondene er det Fondsfinans Utbytte som har gjort det best, med en oppgang på 19,9%, mens Fondsfinans Fornybar gjorde det svakest med en nedgang på 2,9%.

I mai foretok fondet en større rebalansering ved å vekte seg opp i det nye fondet Fondsfinans Global Utbytte, og ned i de tre fondene Fondsfinans Global Helse, Fornybar Energi og Norden. Siden den gang har det nye fondet gitt en solid avkastning på cirka 11%, mens de andre tre i sum har falt.

Av den samlede avkastningen på 12,2% i 2024 bidro rentefondene med ca 3,5 prosentpoeng, mens aksjer og aksjefond bidro med resten, dvs. ca 8,7 prosentpoeng.

Erlend Lødemel

Porteføljeforvalter



Lødemel har forvaltet fondet siden 01.09.2016.

Forvalter har andeler i fondet.

Preben Bang

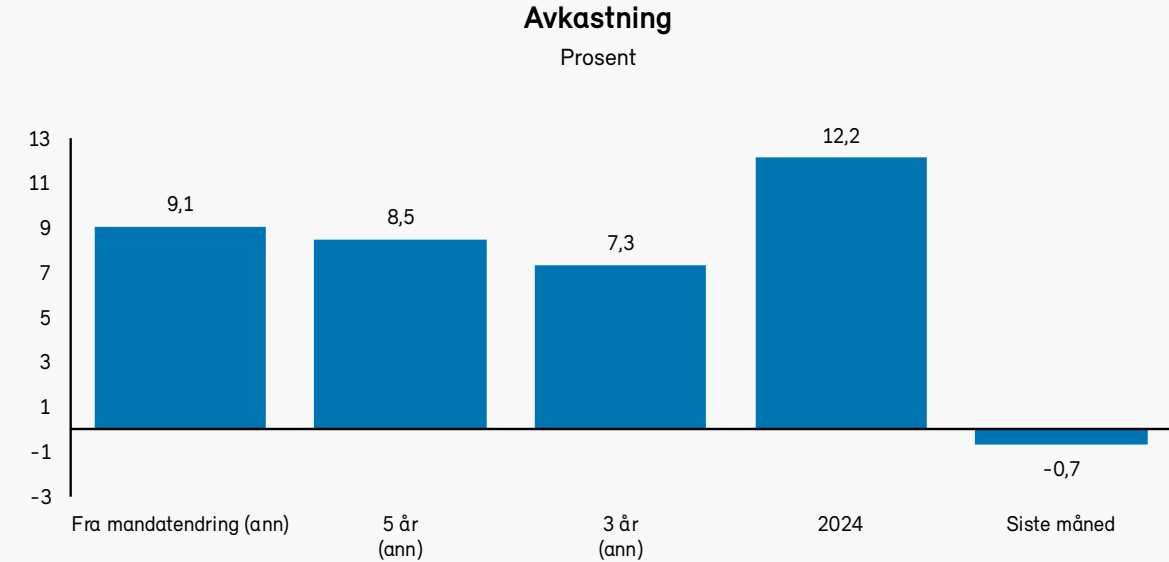
Porteføljeforvalter



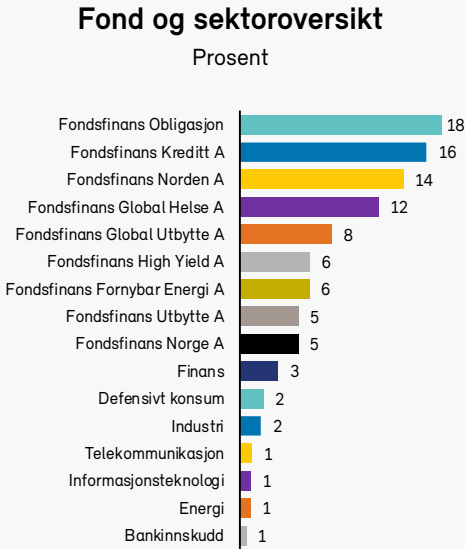
Bang har forvaltet fondet siden 01.01.2022.

Forvalter har andeler i fondet.

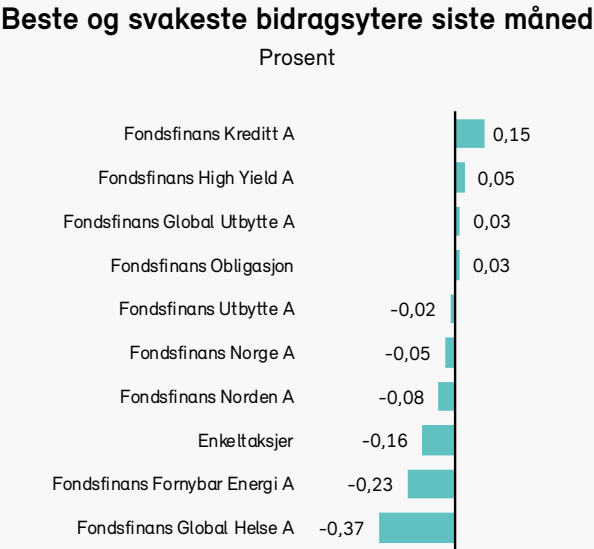
- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025
- www.fondsfinans.no
- Telefon: 23 11 30 00
- E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
- Org.nummer: 981 635 647



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato ¹	15.11.2016
Fondsstørrelse (mill. kr)	362
Andelsverdi	82 822,95
Risikoklassifisering (1-7)	3
ISIN	NO0010047186
SFDR	8
Årlig honorar ²	0,85 %
¹ mandatendring fra 15.11.2016	
² i tillegg kommer evt. performance fee i underliggende fond	

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)	
	Fond
Std avvik	5,8
Sharpe Ratio	0,7

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Fondsfinans Obligasjon	17,4
Fondsfinans Kreditt A	16,0
Fondsfinans Norden A	14,0
Fondsfinans Global Helse A	11,9
Fondsfinans Global Utbytte A	7,9
Fondsfinans High Yield A	6,0
Fondsfinans Fornybar Energi A	6,0
Fondsfinans Utbytte A	5,0
Fondsfinans Norge A	5,0
Protector Forsikring ASA	1,2
SUM	90,5

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

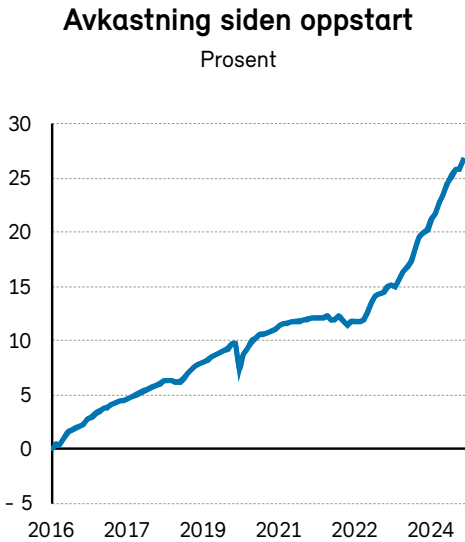
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Obligasjon

Avkastningen for Obligasjon ble 0,14% i desember og med det endte fondet opp 6,1% for året. Dette er like over det anslåtte intervallet på 4-6% ved fjorårets Økonomiske Utsikter. Avkastningen har for det meste vært drevet av løpende renter, men også kursoppgang.

Porteføljens løpende rente etter forvaltningshonorar var 5,1%. Rentedurasjonen var 0,8 år, mens kreditturasjonen var 2,2 år. Gjennomsnittlig kredittrating var A ved månedens utløp (etter forvalters vurdering). Dette er nøkkeltall som har holdt seg nokså stabile gjennom året og foreløpig er planen å holde dem rundt samme nivå. Når det gjelder den gjennomsnittlige kredittratingen, så er målet å ligge rundt A på løpende basis. Bankinnskudd utgjorde 3,8% av porteføljen.



Kilde: Bloomberg

Den løpende renten i porteføljen har i stor grad vært drevet av underliggende tremånedersrente NIBOR, som stort sett har ligget rundt 4,7% gjennom året. Som en liten påminnelse, NIBOR er en samlebetegnelse på pengemarkedsrenter med ulike løpetider og skal speile hva en bank krever for et usikret utlån til en annen bank i norske kroner. NIBOR har med andre ord et påslag over den fremtidige vektete styringsrenten til Norges Bank, og når utsiktene til styringsrenten er stabile (4,5% hele året), vil det som oftest også gjelde for NIBOR. I tillegg var det høy strukturell likviditet i pengemarkedet, noe som bidro til å holde påslaget lavt og stabilt.

En rolig desember som ventet
Markedsaktiviteten i det norske IG markedet var stille i desember, med både få emisjoner og relativt lite annenhåndshandel. 2024 ble et godt år, underbygget av inngang i kredittpåslag og nytegninger i fondene. Aktiviteten i porteføljen i desember besto kun av annenhåndshandler i det som for det meste er obligasjoner vi eier fra før, med fokus på kortere løpetider.

Januar pleier å være en aktiv måned på emisjonsfronten, og det blir interessant å se hva som kommer og på hvilke prisingsnivåer. Eksempelvis fikk covered bonds et betydelig fall i kredittpåslagene gjennom 2024 før de steg mot slutten av året. Disse utstederne pleier å være tidlig ute for å sikre finansiering, og indikative kredittpåslag for et femårs-obligasjonslån for en typisk usteder er på ca. 45 basispunkter (38 på det laveste og 55 på det høyeste i 2024).

Underliggende renter på vei ned
Det var mange rentemøter i desember, deriblant hos Fed, ECB, Bank of England (BoE), Riksbanken og Norges Bank. Sistnevnte holdt renten uendret og indikerte kutt i mars.

Peter Rohn

Porteføljeforvalter



Rohn har forvaltet fondet siden 31.01.2023.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Obligasjon

Ved forrige hovedmøte i september mente Norges Bank at styringsrenten mest trolig ville holdes uendret ut året, noe som ble gjentatt etter møtet i november. Rentebanen ble hevet noe, men indikerer fortsatt en samlet rentenedgang på rundt 1,5 prosentpoeng. Sentralbanken ligger inne med første kutt i mars og at renten blir senket med 75 basispunkter i løpet av 2025 (mars, juni, september), samt ytterligere to kutt i 2026.

Med prisvekst i tråd med Norges Banks anslag (kjerneinflasjon på 3,0% i november) er ikke prisutviklingen noe sterkt argument for å fremskynde rentekuttene om dagen. Hovedbildet er at inflasjon faller, men å få ned kjerneinflasjonen det siste prosentpoenget kan ta noe tid.

I Norges Banks regionale nettverksrapport fra desember melder bedriftene om økt aktivitet og sysselsetting, både i fjerde kvartal 2024 og første kvartal 2025 (riktignok med klare ytterpunkter som f.eks. byggebransjen med markert fall, og oljeleverandørene med sterk oppgang). Videre er forventningene til lønnsvekst oppjustert to tideler til 4,5%, og husholdningenes kjøpekraft bedres. Avslutningsvis holder kronekursen seg svak. Hevingen i rentebanen signaliserer sann sett en mer gradvis rentenedgang.

BoE holdt også renten i ro i desember, mens Fed, ECB og Riksbanken leverte kutt. Fed senket renten med 25 basispunkter til styringsintervallet 4,25–4,50%, til tross for utsikter om fortsatt god vekst i økonomien. Utviklingen i prisveksten og sysselsettingen tilsier at Fed kan senke renten videre, men det er gode grunner til å ta det gradvis. F.eks. ble det uttalt bekymring blant respondentene i både Beige Book (Feds regionale nettverksrapport) og ISM-undersøkelsen (innkjøpssejefindeksen) rundt utsiktene for økte tollsatser, og den klare oppsiderisikoen for inflasjonen.

I forbindelse med rentemøtet signaliserte Fed kun to rentekutt neste år, mot fire som de anslo i september.

ECB og Riksbanken kuttet også med 25 basispunkter, men her er situasjonen annerledes da europeiske økonomier sliter med svak vekst. Dette var ECBs fjerde rentekutt på seks måneder og ifølge sentralbanksjef Lagarde virker dagens rente (innskuddsrente på 3,0%) innstrammende på økonomien, noe som tyder på at den bør videre ned. Riksbanken på sin side leverte årets femte rentekutt (til 2,50%) og sentralbanken indikerer et løft i svensk økonomi neste år. Til tross for dette tilsier rentebanen at det fortsatt kan komme et siste rentekutt, ned til 2,25% første halvår.

Fra å ha vært på sitt høyeste nivå hittil i år (over 4,0%) i april og senere i november, falt norsk tiårs swaprente til ca. 3,6% i begynnelsen av desember, før den steg til like over 4,0% igjen ved utgangen av måneden.

Utviklingen på amerikanske statsobligasjoner er viktige retningsdrivere for mange markeder, ikke minst lange norske swaprenter. Etter en nedgang fra slutten av april fra ca 4,6% til ca 3,6% i midten av september, steg renten på amerikanske statsobligasjoner til ca 4,6% igjen ved årsslutt. Dette er trolig drevet av en fornyet tro på «higher for longer» policy fra Fed, men mange markedsaktører prøver fortsatt å forstå implikasjonene av de noe «hauktete» signalene fra sentralbanken.

Naturlig å forvente noe lavere avkastning i 2025

Selv om rentebaner og retning gir indikasjoner på hvor man skal fremover er det vanskelig å ha noen sterk formening om rentenivå på lengre sikt. Man kan se på «lange renter» og hva de indikerer, men som nevnt kan disse svinge nokså kraftig i løpet av et år.

For 2025 vil trolig styringsrenten og dermed pengemarkedsrentene komme ned, gitt rentebanen og signalene fra Norges Bank.

Ved utgangen av 2024 priset markedene inn et rentekutt på 25 basispunkter i mars, og ca 70% sannsynlighet for ytterligere rentekutt i juni. Det er grunn til å tro at den strukturelle likviditeten i pengemarkedet vil holde seg god, slik at nedgangen i styringsrentene får fullt gjennomslag til pengemarkedsrentene. På den basis er det dermed naturlig å senke avkastningsforventningen til norsk «investment grade» noe for 2025.

Oppsummering

I Fondsfinans Obligasjon har vi en konservativ og forsiktig tilnærming og unngår å ta store veddemål. Med det sagt sikter vi etter å gjøre det vi mener er fornuftige grep hvis og når anledningene byr seg. Eksempelvis har vi fra andre halvår 2023 gradvis økt rentedurasjonen til rundt ett år og har stort sett ligget mellom 0,8–1,0 år i 2024. Dette er nok en grei pekepinn på hvor porteføljen kommer til å ligge fremover og fastrenteandelen på ca 22% kan muligens øke noe.

Det viktigste er dog å opprettholde en likvid portefølje med kvalitetsnavn og god diversifisering. Målsettingen er å levere bedre nettoavkastning enn en gjennomsnittlig innskuddsrente i bank samtidig som man opprettholder lav risiko. Selv om de norske pengemarkedsrentene skulle falle i løpet av 2025, drar porteføljen nytte av fastrenteandelen og det er fortsatt gode utsikter for hyggelig avkastning.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi

- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40

- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield

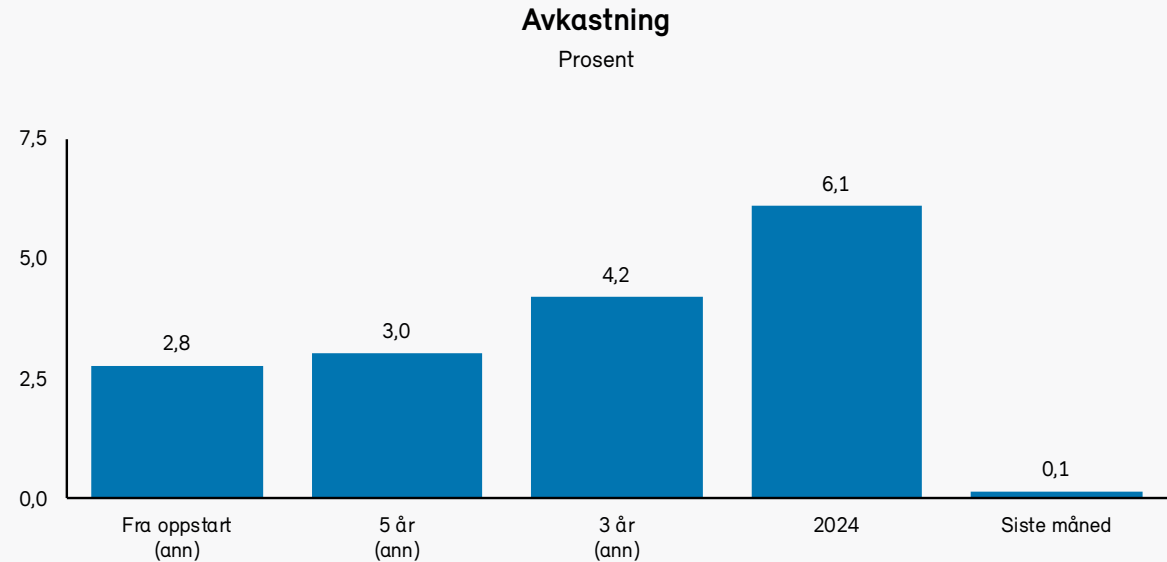
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

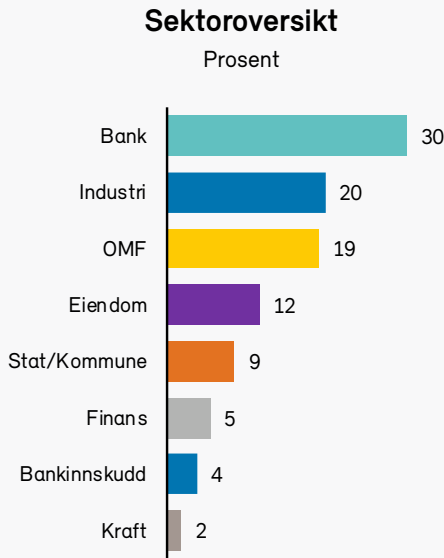
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

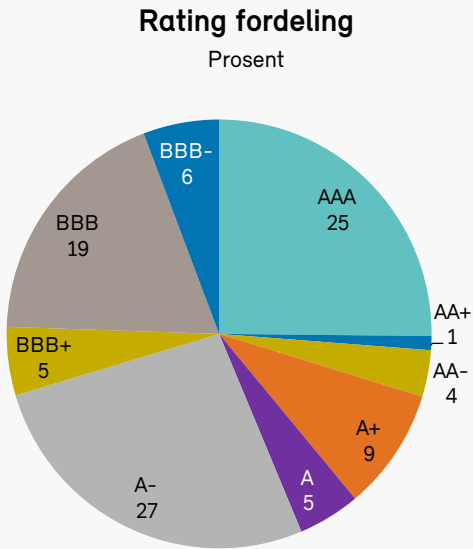
Org.nummer: 981 635 647



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato	29.04.2016
Fondsstørrelse (mill. kr)	1 153
Andelsverdi	10 984,20
Risikoklassifisering (1-7)	2
Årlig honorar	0,25 %
ISIN	NO0010760333
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)	
	Fond
Std avvik	1,2

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Orkla ASA	2,9
Nordea Eiendomskreditt AS	2,8
Fana Sparebank Boligkreditt AS	2,6
Nordea Eiendomskreditt AS	2,8
Oslo kommune	2,4
Verd Boligkreditt AS	2,2
Verd Boligkreditt AS	2,2
Bane NOR Eiendom AS	2,2
Telenor ASA	2,1
Hafslund AS	1,9
SUM	24,1

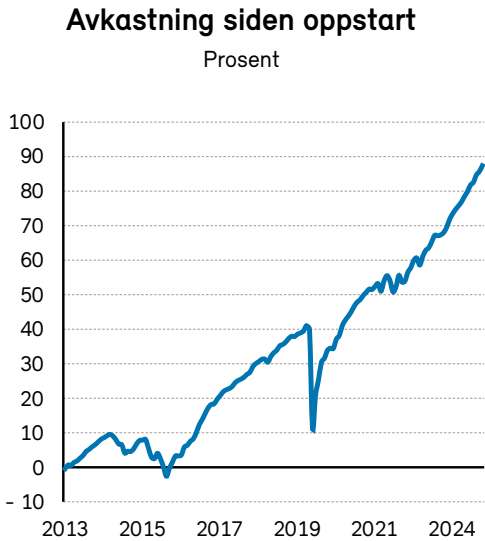
- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025
- www.fondsfinans.no
- Telefon: 23 11 30 00
- E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
- Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans Kreditt steg med 0,9% i desember, og dermed endte avkastningen for 2024 på 10,4%. Det var høyere enn vårt anslag om 6-10% avkastning ved inngangen til året.

På utstedernivå var det nok en måned med positive bidrag fra bl.a. Ellos Group (+16 basispunkter) og Bakkegruppen (+6 punkter). I den andre enden av skalaen trakk IOG og HL18 ned avkastningen med henholdsvis 4 og 3 punkter.

Fondets avkastning var bedre enn utviklingen i det nordiske høyrentemarkedet, hvor DNBs indeks steg med 0,7%. Samme indeks steg 12,4% for året, men det var stor forskjell på det norske og svenske markedet. I Norge steg markedet 10,4%, mens det i Sverige steg med 17,7%.



Kilde: Bloomberg

Som nevnt i markedskommentaren for høyrentemarkedet så var utviklingen i eiendomssektoren (+37,4%), og spesielt i Sverige, hovedårsaken til forskjellen mellom landene.

I ettertid ser vi at porteføljen med fordel kunne hatt en høyere andel svensk eiendom, og at vår tilnærming til sektoren var for forsiktig. Samtidig, når man tar i betraktning at Kreditt har lavere risikoprofil enn de fleste høyrentefond, har fondet likevel levert en meget god avkastning relativt til det norske markedet. På sektornivå var Bank/Forsikring, IT/Telekom/Media og Industri topp tre, med henholdsvis 1,7%, 1,4% og 1,0% avkastning. Ellers var det positive bidrag fra alle sektorer i porteføljen.

Som nevnt i forrige markedsrapport ble Ellos Group restrukturert i slutten av november, og siden da har kursen steget til nærmere pari. Med en god og bærekraftig kapitalstruktur og bedrede markedsutsikter de kommende årene ligger ting nå til rette for selskapet skal kunne levere godt fremover. Ellos Group er også største bidragsyter til fondet i 2024, med 0,64 prosentpoeng. Cidron Romanov Ltd. og Media Central er to andre nevneverdige investeringer, som bidro med henholdsvis 0,4 og 0,3 prosentpoeng for året. Førstnevnte eier NOBA Bank (tidligere Nordax og Bank Norwegian) og viste positiv operasjonell utvikling i andre og tredje kvartal, etter en periode med svak utvikling. I tillegg meldte selskapet at det jobbes med en børsnotering. Media Central leverte på sin side bedre enn ventet i flere kvartaler på rad og ble til slutt kjøpt opp av et amerikansk PE-fond. Oppkjøpet resulterte i såkalt «make whole», dvs. et tilbakekjøp av hele lånet, på kurs 112%.

På den negative siden trakk spesielt IOG og Desenio avkastningen ned i fjor, med henholdsvis 0,3 og 0,1 prosentpoeng.

Erlend Lødemel

Ansvarlig porteføljeforvalter

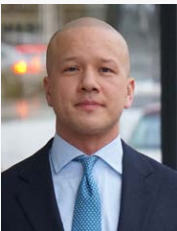


Lødemel har forvaltet fondet siden 01.09.2016.

Forvalter har andeler i fondet.

Peter Rohn

Porteføljeforvalter



Rohn har forvaltet fondet siden 31.01.2023.

Forvalter har andeler i fondet.

Fondsfinans Kreditt

Førstnevnte er for alle praktiske formål et avsluttet kapittel, mens Desenio på julaften annonserte at de har inngått en avtale med obligasjonseierne. Selskapet restruktureres og får en vesentlig mer bærekraftig kapitalstruktur. Blant annet tas nettogjelden ned fra en milliard svenske kroner til rundt 300 millioner, noe som reduserer gjeldsgraden, målt ved nettogjeld til EBITDA, fra 9x til 3x. Långiverne får konvertert deler av gjelden til 95% av aksjekapitalen, mens de eksisterende eierne blir sittende igjen med 5%. Avtalen har støtte fra en majoritet av dagens aksjonærer og over to tredjedeler av obligasjonseierne, men det gjenstår visse formaliteter, deriblant en ekstraordinær generalforsamling, før avtalen formelt er i boks. Selskapet har lenge slitt med sviktende etterspørsel og en uholdbar gjeldsbyrde. Med ny kapitalstruktur og eiersituasjon kan selskapet fokusere på drift og lønnsomhet fremover med mål om å skape positiv verdiutvikling for obligasjonseiere og aksjonærer.

Som beskrevet i markedscommentaren for høyrentemarkedet, falt kredittpåslagene i Norden betydelig i 2024. Fra et historisk perspektiv er det lite som taler for at man får en tilsvarende nedgang i kredittpåslagene som i fjor. Samtidig har man sett en nedgang i underliggende renter, noe som forventes å fortsette i 2025. Med det sagt er det fortsatt høy underliggende rente i Norge, og man får fortsatt god løpende avkastning i det nordiske høyrentemarkedet. I Fondsfinans Kreditt har vi i 2024 økt andelen fastrentepapirer i porteføljen til snau 40%. I tillegg er omtrent 45% av porteføljen i norske kroner. Bankinnskudd utgjør 5,5% av porteføljen, som er noe høyere enn normalt.

Etter vårt skjønn er det ingen sektorer eller obligasjoner som åpenbart står ovenfor reprising ved inngangen til året. Fondet har derimot bra med likvide midler til å motstå markedsuro og utnytte attraktive investeringsmuligheter når de kommer.

Vi vil som alltid søke å være investert i utstedere med gode utsikter, solid balanse, sunn kontantstrøm og god gjeldsbetjeningsevne.

Ved årsslutt var fondet investert i 110 ulike obligasjoner for 86 ulike utstedere. Etter justering for urealistisk høye forfallskurser og med maksimal rente satt til 30%, ligger den gjennomsnittlige løpende renten i porteføljen, etter forvaltningshonorar, på 8,2%. Fondets rentedurasjon var 1 år, mens kredittdurasjonen var 2 år. Gjennomsnittlig kredittrating ble vurdert til BB av kredittkomiteen.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi

- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40

- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield

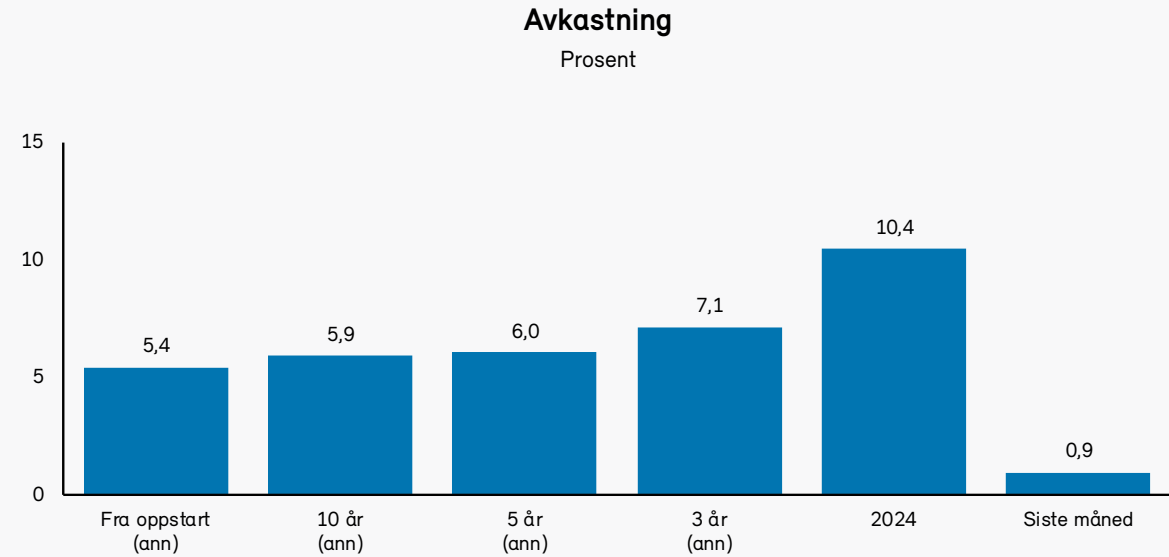
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

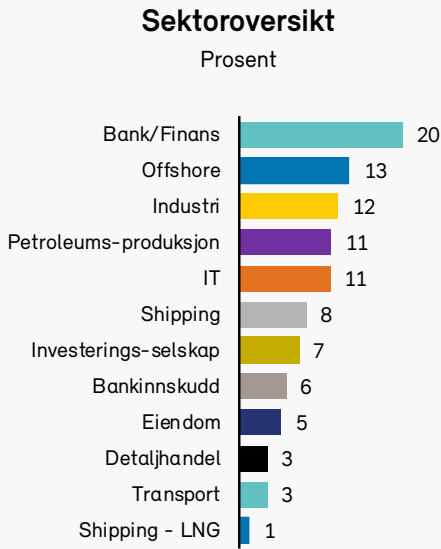
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

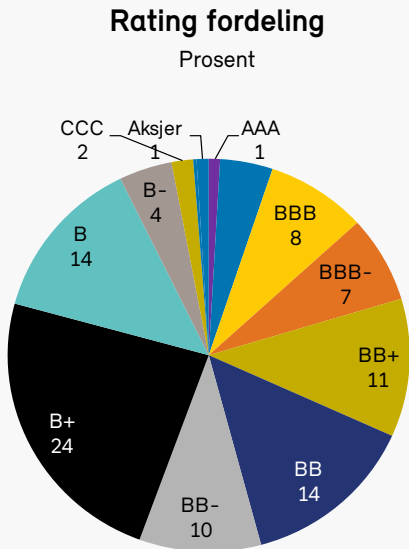
Org.nummer: 981 635 647



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato	30.04.2013
Fondsstørrelse (mill. kr)	3 373
Andelsverdi	12 274,21
Risikoklassifisering (1-7)	3
Årlig honorar	0,35 %
ISIN	NO0010676083
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)	
	Fond
Std avvik	3,2

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Link Mobility Group Holding ASA	2,1
Bonheur ASA	2,0
Yinson Production Financial Services	1,9
International Petroleum Corporation	1,9
Pandion Energy AS	1,9
Fertiberia Corporate, S.L.U.	1,9
BlueNord ASA	1,9
Swedbank AB (publ)	1,8
Okea ASA	1,8
Navigator Holdings Ltd	1,7
SUM	18,9

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi
- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40
- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00

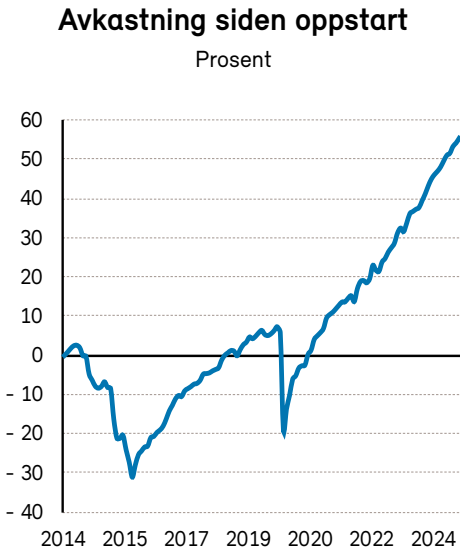
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

Org.nummer: 981 635 647

Fondsfinans High Yield

Fondsfinans High Yield steg med 0,8% i desember, og med det endte avkastningen for 2024 på 11,4%, noe som er helt i øvre ende av intervallet vi anslo på 7–12% ved inngangen til året. På utstedernivå var det positive bidrag fra blant annet Ellos Group (+18 basispunkter) og Floatel (+7 punkter). I den andre enden av skalaen trakk Mime og Go North avkastningen ned, med hhv. 7 og 6 punkter.

Fondets avkastning var bedre enn utviklingen i det nordiske høyrentemarkedet, hvor DNBs indeks steg med 0,7%. Samme indeks steg 12,4% for året, men det var stor forskjell på det norske og svenske markedet. I Norge steg markedet 10,4%, mens det i Sverige steg med 17,7%. Som nevnt i markedscommentaren for høyrentemarkedet så er utviklingen i eiendomssektoren (+37,4%), og spesielt i Sverige, hovedårsaken til forskjellen mellom landene.



Kilde: Bloomberg

I ettertid ser vi at porteføljen med fordel kunne hatt en høyere andel svensk eiendom, og at vår tilnærming til sektoren var for forsiktig. Fondet leverte likevel en bedre avkastning relativt til det norske markedet (+1 prosentpoeng). På sektornivå var Offshore/Supply/Subsea, IT/Telekom/Media og Finansiell Service topp tre, med henholdsvis 1,5%, 1,3% og 1,2%. Ellers var det positive bidrag fra alle sektorer i porteføljen.

I likhet med Fondsfinans Kreditt var Cidron Romanov Ltd., Ellos Group og Media Central viktige drivere bak avkastningen med attribusjon på 0,5–0,6 prosentpoeng. Archer var en annen med 0,3 prosentpoeng. Archer, som er et internasjonalt oljeserviceselskap, leverte en sterk utvikling i løpet av året og jobber målbevisst mot en refinansiering i 2025. Det ventes at selskapet vil forsøke å refinansiere innen sommeren, gitt at den positive utviklingen fortsetter og markedsforholdene ligger til rette for det. Men den viktigste bidragsyteren for 2024 var DOF Group med 1,1%. DOF Group, en spesialist innen subsea-tjenester, konstruksjon og drift av offshorefartøy viste også til positiv utvikling i 2024. Her har vi eid både aksjer og obligasjoner. Gjennom året solgte vi oss gradvis ned i aksjen på attraktive nivåer, og ved inngangen til 2025 solgte vi de siste aksjene.

På den negative siden trakk spesielt Desenio og IOG fondet ned med henholdsvis 0,5% og 0,3% i fjor. Se årsbrevet for Fondsfinans Kreditt for kommentarer.

Som beskrevet i markedscommentaren for høyrentemarkedet, falt kredittpåslagene i Norden betydelig i 2024. Fra et historisk perspektiv er det lite som taler for at man får en tilsvarende nedgang i kredittpåslagene som i 2024. Samtidig har man sett en nedgang i underliggende renter, noe som forventes å fortsette i 2025. Med det sagt er det fortsatt høy underliggende rente i Norge og man får fortsatt god løpende avkastning i nordisk høyrente.

Erlend Lødemel

Ansvarlig porteføljeforvalter

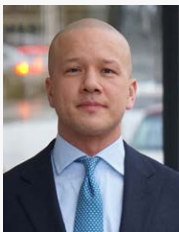


Lødemel har forvaltet fondet siden 01.09.2016.

Forvalter har andeler i fondet.

Peter Rohn

Porteføljeforvalter



Rohn har forvaltet fondet siden 31.01.2023.

Forvalter har andeler i fondet.

KONKLUSJONER

MARKEDSOPPDATERING

ÅRSBREV FOND

Aksjefond

Fondsfinans Global Utbytte

Fondsfinans Norden

Fondsfinans Norge

Fondsfinans Utbytte

Fondsfinans Global Helse

Fondsfinans Fornybar Energi

Kombinasjonsfond

Fondsfinans Aktiv 60/40

Rentefond

Fondsfinans Obligasjon

Fondsfinans Kreditt

Fondsfinans High Yield

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

Fondsfinans High Yield

I Fondsfinans High Yield har vi tatt opp andelen fastrentepapirer gjennom 2024, til i overkant av 40% av porteføljen, som er høyere enn tidligere. For øvrig er omtrent 45% av porteføljen i norske kroner. Bankinnskudd utgjør 5,3% av porteføljen, som er noe høyere enn normalt.

Etter vårt skjønn er det ingen sektorer eller obligasjoner som åpenbart står ovenfor reprising ved inngangen til året. Fondet har derimot bra med likvide midler til å motstå markedsuro og utnytte attraktive investeringsmuligheter når de kommer. Vi vil, som alltid, søke å være investert i utstedere med gode utsikter, solid balanse, sunn kontantstrøm og god gjeldsbetjeningsevne.

Ved årsslutt var fondet investert i 100 ulike obligasjoner fra 81 ulike utstedere. Etter justering for urealistisk høye forfallskurser og med maksimal rente satt til 30%, ligger den gjennomsnittlige løpende renten i porteføljen, etter forvaltningshonorar, på 9,2%. Fondets rentedurasjon var 0,9 år, mens kredittdurasjonen var 2 år. Gjennomsnittlig kredittrating ble vurdert til BB- av kredittkomiteen.

- KONKLUSJONER
- MARKEDSOPPDATERING
- ÅRSBREV FOND
- Aksjefond
- Fondsfinans Global Utbytte
- Fondsfinans Norden
- Fondsfinans Norge
- Fondsfinans Utbytte
- Fondsfinans Global Helse
- Fondsfinans Fornybar Energi

- Kombinasjonsfond
- Fondsfinans Aktiv 60/40

- Rentefond
- Fondsfinans Obligasjon
- Fondsfinans Kreditt
- Fondsfinans High Yield

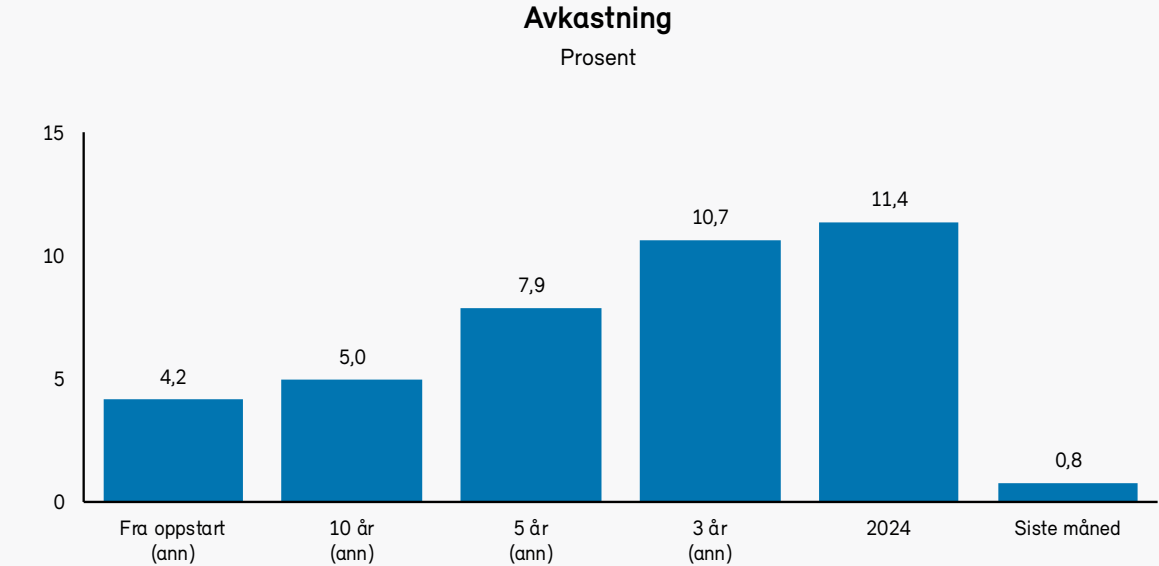
- HISTORISK AVKASTNING
- VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

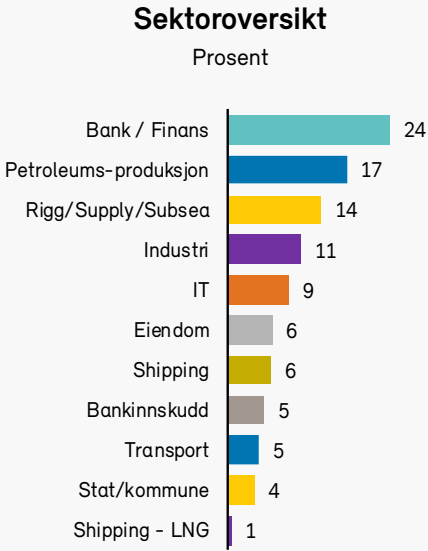
Telefon: 23 11 30 00

E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no

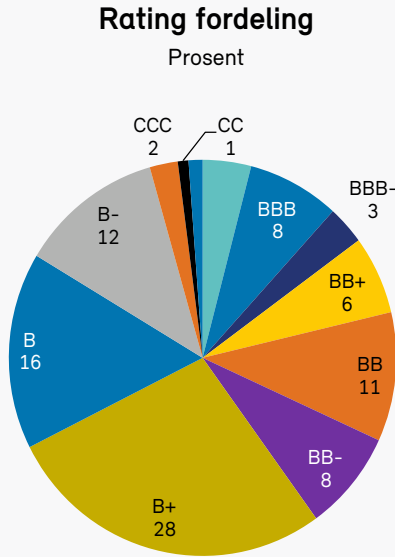
Org.nummer: 981 635 647



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

NØKKELTALL	
Startdato	30.04.2014
Fondsstørrelse (mill. kr)	1 896
Andelsverdi	11 704,77
Risikoklassifisering (1-7)	3
Årlig honorar	0,45 %
ISIN	NO0010710452
SFDR	8

RISIKOTALL (SISTE 3 ÅR)	
	Fond
Std avvik	3,1

STØRSTE ENKELTINVESTERINGER	
Cidron Romanov Limited	3,2
Yinson Production Financial Services	3,0
Pandion Energy AS	2,2
Archer Norge AS	1,9
Jotta Group AS	1,9
Bluewater Holding B.V.	1,9
Danske Bank A/S	1,8
Fertiberia Corporate, S.L.U.	1,7
BlueNord ASA	1,7
Floatel International Ltd	1,7
SUM	20,8

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

Historisk avkastning for våre fond

VÅRE FOND	DESEMBER	2024	2023	2022	2021	2020	2019	SISTE 3 ÅR ¹	SISTE 10 ÅR ¹	SIDEN OPPSTART ^{1,2}	STANDARD AVVIK (3 ÅR) ²
Aksjefond											
Fondsfinans Global Utbytte ^{5,6}	0,4%	11,7% ⁶								11,7% ⁶	
Fondsfinans Norden ⁵	-0,6%	19,0%	24,9%	-12,2%	9,3%	34,6%	24,2%	9,3%		12,7%	12,8%
Fondsfinans Norge ⁵	-0,9%	13,6%	15,8%	7,3%	23,6%	3,5%	19,0%	12,2%	12,2%	15,2%	11,9%
Fondsfinans Utbytte ⁵	-0,4%	19,9%	14,2%	1,6%	36,3%	10,7%	11,1% ⁴	11,7%		17,3%	11,2%
Fondsfinans Global Helse ⁵	-3,1%	9,0%	1,2%	6,2%	9,1%	8,7%	27,3%	5,4%	9,0%	7,7%	11,8%
Fondsfinans Fornybar Energi ⁵	-3,8%	-2,9%	-9,5%	0,0%	-16,5% ³			-4,2%		-9,2%	17,6%
Kombinasjonsfond											
Fondsfinans Aktiv 60/40	-0,7%	12,2%	8,2%	1,9%	9,8%	10,7%	17,4%	7,3%		9,1%	5,8%
Rentefond											
Fondsfinans Obligasjon	0,1%	6,1%	5,4%	1,2%	0,9%	1,6%	2,9%	4,2%		2,8%	1,2%
Fondsfinans Kreditt ⁵	0,9%	10,4%	7,4%	3,6%	10,2%	-0,9%	6,9%	7,1%	5,9%	5,4%	3,2%
Fondsfinans High Yield ⁵	0,8%	11,4%	11,8%	8,9%	13,0%	-4,7%	6,4%	10,7%	5,0%	4,2%	3,0%
Relevante indekser											
Oslo Børs Fondsindeks	-2,0%	11,3%	11,2%	-7,1%	21,1%	7,3%	19,2%	4,8%	9,3%		13,8%
Nordisk Fondsindeks	-1,8%	7,4%	20,7%	-12,9%	23,8%	25,3%	23,5%	4,1%	11,1%		14,0%
Verdensindeksen (NOK)	0,5%	34,2%	28,2%	-8,3%	24,9%	14,0%	30,4%	16,4%	15,3%		12,1%

Kilde: Bloomberg

¹ Årlig avkastning
² Avkastning siden mandatsendring for Aktiv 60/40 og Fornybar Energi
³ Siden mandatendring 15.02.2021
⁴ Siden oppstart 12.09.2019
⁵ Fondet har flere andelsklasser hvor historisk avkastning kan avvike
⁶ Siden oppstart 25.04.2024

Denne informasjonen er utarbeidet i markedsføringsøyemed. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Det er knyttet risiko til investeringer i fond på grunn av markedsbevegelser, utvikling i valuta, rentenivåer, konjunkturer, bransje- og selskapsspesifikke forhold. Les mer om risiko i fondets prospekt og nøkkelinformasjon. Alle våre fond er aktivt forvaltet. Avkastningstall, risikotall og nøkkeltall gjelder for andelsklasse A. Rating er basert på forvalters vurdering, så fremt ikke offisiell rating eksisterer. Effektiv rente vil kunne endres fra dag til dag, og er derfor ingen garanti for avkastningen i perioden den er beregnet for. Ansvarsbegrensning: Dette dokumentet uttrykker Fondsfinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per dato for rapporten. Markedssynet og våre vurderinger vil løpende kunne endres som følge av markedsendringer og annen informasjon. Dokumentet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Dokumentet skal heller ikke oppfattes å inneholde anbefalinger om kjøp eller salg av verdipapirer eller verdipapirfond.

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

Våre forventninger til egne fond i 2025

VÅRE FOND	FORVENTET AVKASTNING I 2025 ¹	ÅRLIG AVKASTNING SISTE 3 ÅR	ÅRLIG AVKASTNING SISTE 10 ÅR	TYPE	RISIKOKLASSIFISERING (1-7)
Aksjefond					
Fondsfinans Global Utbytte	3-13%			Int. aksjer	4
Fondsfinans Norden	5-15%	9,3%		Nordiske aksjer	4
Fondsfinans Norge	8-18%	12,2%	12,2%	Norske aksjer	4
Fondsfinans Utbytte	5-15%	11,7%		Norske aksjer	4
Fondsfinans Global Helse	4-14%	5,4%	9,0%	Int. aksjer	4
Fondsfinans Fornybar Energi	0-20%	-4,2%		Int. aksjer	5
Kombinasjonsfond					
Fondsfinans Aktiv 60/40	5-12%	7,3%		Kombi fond	3
Rentefond					
Fondsfinans Obligasjon	4-6%	4,2%		Inv. grade	2
Fondsfinans Kreditt	6-10%	7,1%	5,9%	Rentefond BB	3
Fondsfinans High Yield	7-11%	10,7%	5,0%	Rentefond B	3

Alle avkastningstall i %

¹ antatt minst 50% sannsynlighet. Forventet avkastning i NOK (også for internasjonale fond).

Forvalterteamet er ansvarlig for innholdet i denne rapporten:



Ivar Qvist
Investeringsdirektør



Harald Berge
Porteføljeforvalter



Christoffer Callesen
Porteføljeforvalter



Erlend Lødemel
Porteføljeforvalter



Fredrik Aarum
Porteføljeforvalter



Melanie Brooks
Porteføljeforvalter



Preben Bang
Porteføljeforvalter



Tor Thorsen
Porteføljeforvalter



Peter Rohn
Porteføljeforvalter

KONKLUSJONER

GEOPOLITIKK

MAKROØKONOMI

DET NORSKE
AKSJEMARKEDET

HØYRENTEMARKEDET

ÅRSBREV FOND

HISTORISK AVKASTNING

VÅRE FORVENTNINGER 2025

www.fondsfinans.no

Telefon: 23 11 30 00
E-post: fondsinvestor@fondsfinans.no
Org.nummer: 981 635 647

