

F  rvaltkommentar Coeli European R SEK     maj 2025

Denna information är avsedd som marknadsföring.

Observera att informationen nedan beskriver andelsklassen (R SEK), som är en andelsklass som är reserverad för privata investerare. Placeringar i andra andelsklasser har i allmänhet andra villkor vad gäller bland annat avgifter, vilket påverkar andelsklassens avkastning. Nedanstående information om avkastning skiljer sig därför från avkastningen i andra andelsklasser.

Utveckling maj

Fondens värde   lkade med 6,0 procent i maj (andelsklass R SEK), samtidigt som jämförelseindex   lkade med 6,4 procent. Sedan fondens strategioml  ggning i september 2023 har värdet   lkat med 19,5 procent, att jämföra med en   lkning om 17,2 procent f  r jämförelseindex.

Utveckling (R SEK)		Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	��r
2025	Coeli European	1,0%	-2,8%	-8,9%	4,5%	6,0%								-0,9%
	Benchmark	5,2%	-1,3%	-5,4%	2,5%	6,4%								7,0%
2024	Coeli European	3,1%	-0,8%	9,6%	-1,8%	3,3%	-4,2%	8,5%	-1,9%	1,1%	-3,2%	0,4%	-0,6%	13,1%
	Benchmark	0,6%	0,5%	7,2%	0,8%	2,2%	-3,6%	5,3%	-1,5%	0,3%	-1,2%	1,3%	-0,8%	11,2%
2023	Coeli European									-8,5%	-1,6%	11,4%	6,3%	6,6%
	Benchmark									-5,9%	-3,0%	4,7%	3,1%	-1,5%

AEE (R SEK)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	��r
2023	5,2%	1,6%	-8,3%	3,3%	1,5%	-1,4%	4,9%*	-4,5%**					1,6%*
2022	-11,5%	-6,1%	2,7%	-1,0%	-6,6%	-7,0%	6,2%	-5,6%	-7,5%	1,0%	2,8%	-1,7%	-30,5%
2021	0,0%	4,2%	3,7%	8,3%	0,2%	3,0%	5,9%	-0,1%	-5,1%	4,6%	-4,3%	0,3%	21,6%
2020	3,2%	-5,8%	-13,3%	8,9%	3,5%	4,2%	4,9%	3,5%	2,2%	-5,4%	11,5%	10,0%	27,3%
2019	7,1%	4,5%	1,4%	-0,5%	0,0%	-1,0%	1,1%	-4,8%	1,3%	1,5%	3,7%	2,4%	17,5%
2018	-1,4%***	-4,0%***	-0,2%***	-3,2%***	1,7%***	-1,4%***	5,8%***	1,35%	0,2%	-8,2%	0,2%	-2,2%	-2,8%***

Källa: Coeli European

***Justerat för avknoppningen av Rejuveron**

**** Inkluderar 1 september (strategioml  ggning till long-only: 4 september 2023)**

Historisk avkastning   r ingen garanti för framtida avkastning. En investering i värdepapper/fonder kan både   lka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka det investerade kapitalet.

Aktiemarknad / Makro

Det var lite lugnare i maj med färre dramatiska makronyheter och betydligt mindre volatilitet. Ett handelsavtal på plats mellan USA och Storbritannien samt viss islossning mellan Kina och USA bidrog positivt. Investerarkollektivet reagerade också mindre på den amerikanska administrationens nyhetsf  lde, då det blivit tydligt att det är marknaden som dikterar villkoren.

Financial Times kolumnist Robert Armstrong lärde oss en ny finansakronym, TACO, eller Trump Always Chickens Out. Efter den 9 april, n  r tarifferna förlängdes med 90 dagar och räntemarknaden tog bef  let över amerikanska politik, har det kommit ett oändligt antal justeringar och tillbakadraganden från president Trump.



Källa: X

En klassisk video: [Klicka här](#)

Ovanstående i kombination med en rapportensong som generellt levererade bra rapporter och därtill en minskad recessionsoro i USA, bidrog till en av de bästa månaderna på länge. I USA var det faktiskt den bästa majmånaden sedan 1990. Det breda europeindexet steg med 4 procent, S&P500 steg med 6 procent och Nasdaq med hela 9 procent. Det europeiska SMID-indexet steg med 7,2 procent (6,4 procent mått i SEK) och i denna miljö gav fonden en avkastning i linje med marknaden med 6 procent i den svenska aktieklassen.

Trots en stark avkastning på absolut basis är vi lite försämrade mått på relativ basis. Fonden hade sin sannolikt bästa rapportensong någonsin med 20 av 25 bolag som levererade i linje eller bättre än marknadens förväntningar, och där kan man tycka att avkastningen borde varit ännu starkare. Vi vill tro att det kommer lite längre fram där kursreaktioner på kort sikt alltid är vanskligt att förutse, speciellt bland de mindre bolagen. Det faktum att fondens största innehav vid förra månadens utgång var Biotage (efter budet) kostade en del i relativ avkastning där aktiekursen var oförändrad samtidigt som aktiemarknaden steg.

Fondens tre starkaste bidragsgivare i maj var Asker, Hiab och Babcock som steg med 21, 13 och 16 procent, i respektive ordning. Även Diploma och HBX Group var starka bidragsgivare. Fondens enda aktie med negativ avkastning i maj var Bonesupport, som sjönk närmare 20 procent. Det utan några signifikanta nyheter och i slutet av månaden kände vi mer aktier. Vi har en stark övertygelse att den investeringen kommer ge ett betydande positivt bidrag senare i år.

Extra glädjande är att av de tre starkaste bidragsgivarna, är två nya innehav som vi endast ägt i några månader. Asker är dessutom ett nytt bolag på börsen (se förra månadsbrevet för mer information) och där vi sannolikt var största köparen i marknaden när aprilbulensen härjade som mest. Sedan börsintroduktionen den 26 mars har aktien stigit hela 48 procent. Genom åren har börsintroduktioner varit ett bra sätt att snabbt bygga upp en position i intressanta men oupptäckta bolag där vår analys är nyckeln som ska ge fonden överavkastning. Asker är ett klockrent exempel på det.

Värst att notera är att den amerikanska aktiemarknaden, i maj, hade en starkare utveckling än den europeiska mått i samma valuta. Så här länge i år är skillnaden dock fortsatt mycket stor till Europas fördel, se bild nedan. Kolumnen näst längst till höger är i lokal valuta och längst till höger mått i SEK. DAX har under årets fem första månader gett 32 procentenheters bättre

avkastning År S&P500! Notera också den mycket stora skillnaden mellan olika europeiska länder där Sverige tillhör de med svagast utveckling så här lågt.

Index	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	%Ytd	%YtdCur
1) Americas								
1) DOW JONES			42270.07	+54.34	+0.13%	05/30 c	-0.64%	-13.87%
2) S&P 500			5911.69 d	-0.48	-0.01%	05/30 c	+0.51%	-12.87%
3) NASDAQ			19113.77	-62.10	-0.32%	05/30 c	-1.02%	-14.20%
4) S&P/TSX Comp			26175.05 d	-35.51	-0.14%	05/30 c	+5.85%	-3.93%
5) S&P/BMV IPC			57841.70 d	-772.71	-1.32%	05/30 c	+16.82%	+8.51%
6) IBOVESPA			137026.60 d	-1507.10	-1.09%	05/30 c	+13.92%	+6.52%
2) EMEA								
2) Euro Stoxx 50			5366.59 d	-4.51	-0.08%	05/30 c	+9.61%	+4.14%
2) FTSE 100			8772.38 d	+55.93	+0.64%	05/30 c	+7.33%	+0.06%
2) CAC 40			7751.89	-27.83	-0.36%	05/30 c	+5.03%	-0.21%
2) DAX			23997.48	+64.25	+0.27%	05/30 c	+20.53%	+14.52%
2) IBEX 35			14152.20 d	+35.60	+0.25%	05/30 c	+22.05%	+15.96%
2) FTSE MIB			40087.40 d	+104.43	+0.26%	05/30 c	+17.26%	+11.41%
2) OMX STKH30			2496.04	-14.12	-0.56%	05/30 c	+0.52%	+0.52%
2) SWISS MKT			12227.08 d	+40.34	+0.33%	05/30 c	+5.40%	+0.81%
3) Asia/Pacific								
3) NIKKEI			37965.10 d	-467.88	-1.22%	05/30 c	-4.84%	-9.95%
3) HANG SENG			23289.77 d	-283.61	-1.20%	05/30 c	+16.10%	-0.29%
3) CSI 300			3840.23 d	-18.47	-0.48%	05/30 c	-2.41%	-14.22%
3) S&P/ASX 200			8434.71	+24.90	+0.30%	05/30 c	+3.38%	-6.86%
4) Global								
4) BBG World L/M			2043.65	-2.10	-0.10%	05/30 c	+4.39%	-9.51%

Källa: Bloomberg

Det var ovanligt stora skillnader i maj i avkastning mellan olika sektorer. •Travel & Leisure• blev bästa sektor och steg med hela 10,8 procent. Fonden äger två bolag i sektorn i form av Scandic, som steg med knappt fem procent inklusive utdelning, och spanska HBX som steg med hela 28 procent. HBX, som är ett nytt bolag på den spanska börsen och bortglämt i turbulensen, presenterade en fin kvartalsrapport som bidrog till uppgången.

Groups (20)	Return	Positive Price Return
STXE 600 (EUR) Pr	4.02%	
All Groups		
1) STXE 600 Trav&Leisr EUR	10.76%	
2) STXE 600 InduGd&Ser EUR	8.60%	
3) STXE 600 Banks (EUR) Pr	8.17%	
4) STXE 600 Technology EUR	7.36%	
5) STXE 600 BasicResou EUR	5.88%	
6) STXE 600 Energy EUR P	5.80%	
7) STXE 600 Media (EUR) Pr	3.91%	
8) STXE 600 Auto&Parts EUR	3.73%	
9) STXE 600 Constr&Mtr EUR	3.41%	
10) STXE 600 Retail (EUR) Pr	3.39%	
11) STXE 600 Telcomm EUR	2.69%	
12) STXE 600 FinanSerc EUR	2.26%	
13) STXE 600 RealEstate EUR	2.21%	
14) STXE 600 CP&S EUR P	2.00%	
15) STXE 600 PCD&GS EUR P	1.99%	
16) STXE 600 Chemicals EUR	1.96%	
17) STXE 600 FB&T EUR P	1.16%	
18) STXE 600 Utilities EUR	1.12%	
19) STXE 600 Insurance EUR	0.45%	
20) STXE 600 HealthCare EUR	0.02%	

Källa: Bloomberg

Kaoset med Trumps tariffer fortsatte även om marknaden behöll lugnet betydligt bättre än i april. Fredagen den 23 maj fick världen helt plötsligt höra att USA skulle införa 50 procentiga tullar mot EU redan den 1 juni. På söndagen, efter att ha pratat med Ursula von der Leyen, ändrade Trump sig och flyttade fram tidpunkten till den 9 juli. Fredagen den 30 maj annonserade Trump att han per den 4 juni ska fördubbla tullarna på importerat stål från 25 till 50 procent. Cirkusen fortsätter och det är extremt oseriöst ur alla aspekter. Det är ofattbart att man kan kommunicera och föra en så dålig politik. Det blir intressant att följa utvecklingen när amerikanska företag och konsumenter lite längre fram, garanterat, kommer få betala för den fördämliga politiken. USA kommer successivt bli svagare med den fördämliga politiken. Kina och Ryssland jublar.



Donald J. Trump

@realDonaldTrump

It is my great honor to raise the Tariffs on steel and aluminum from 25% to 50%, effective Wednesday, June 4th. Our steel and aluminum industries are coming back like never before. This will be yet another BIG jolt of great news for our wonderful steel and aluminum workers. MAKE AMERICA GREAT AGAIN!

2.69k Retweets 11.4k Likes

May 31, 2025, 2:16 AM

Källa: X

Donald Trump ordnade lite sponsring till en ny Air Force One. Kungafamiljen i Qatar ger USA ett väldigt dyrt flygplan. Ingenting förvånar längre.



Källa: X

I slutet av månaden blev det ett rejält bakslag för administrationen när US Court of International Trade fastslog att det mesta av Trumps tullkrig var olagligt och att presidenten därmed överskridit sina befogenheter. Beslutet är såklart överklagat och tills vidare gäller tullarna. Det är nu en delikat situation i det faktum att riskerna för världsekonomin och USA nu kan avgöras i det amerikanska domstolsväsendet. Svaret blev nedanstående postat på Truth Social.



Källa: @realDonaldTrump

Korrelationen mellan USD och den amerikanska 10-årsräntan har kollapsat. Något verkar ha hänt den 2 april?!



Källa: Financial Times

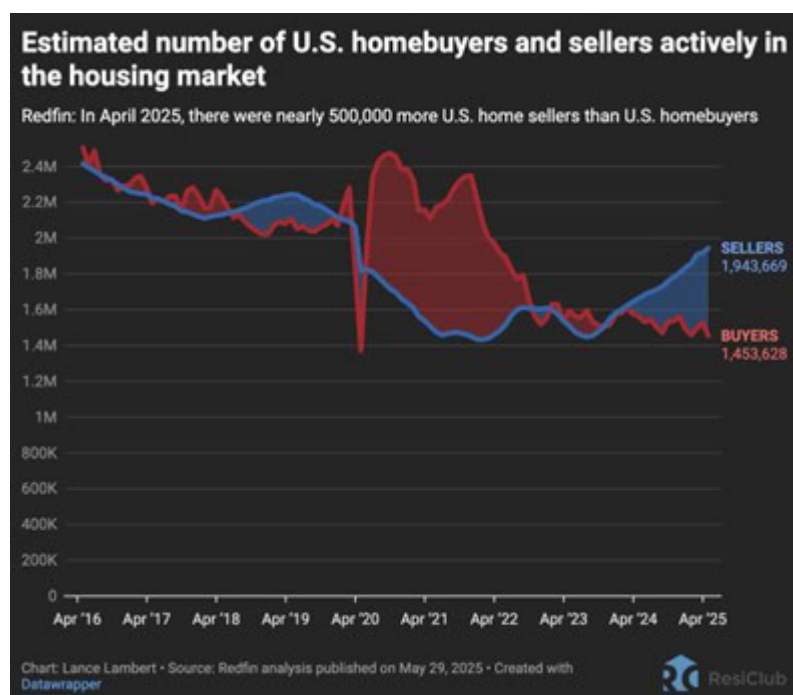
Den höga amerikanska räntan har lett till en del realiserade förluster bland obligationsägarna.

Unrealized Gains (Losses) on Investment Securities



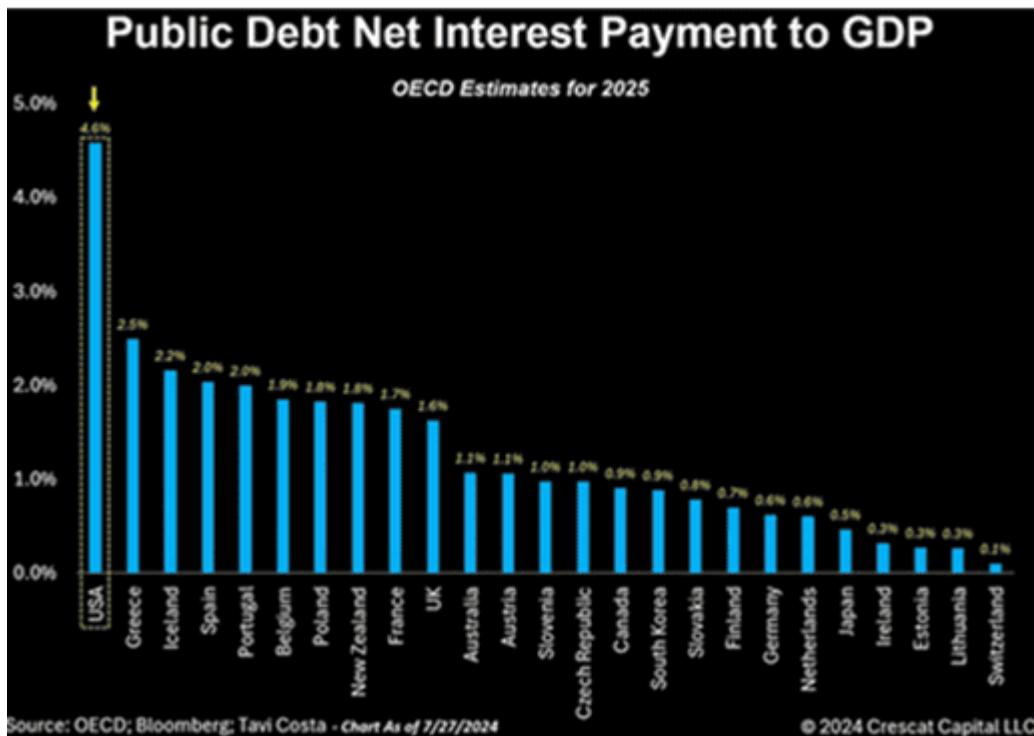
Källa: FDIC

Räntenivån har också lett till ett kraftigt utbud av amerikanska bostäder. Läneräntan när man köper bostad i USA ligger nu runt 7 procent. Tarifferna är ju inte minska inflationstrycket.



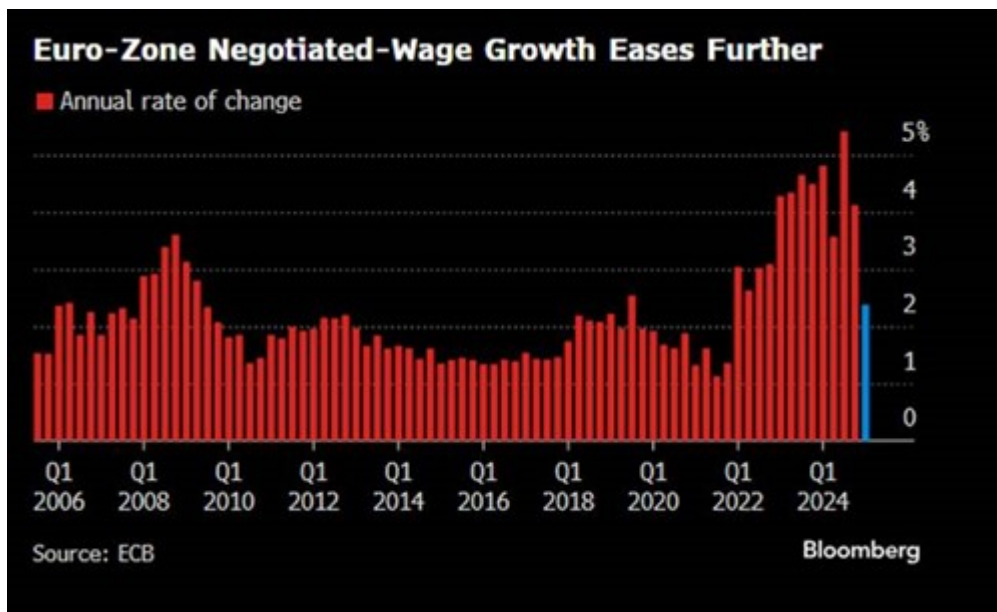
Källa: Redfin analysis

USA betalar nu 5 procent av BNP i räntekostnader. Det kommer sannolikt sluta i tårar. Oklart när dock.

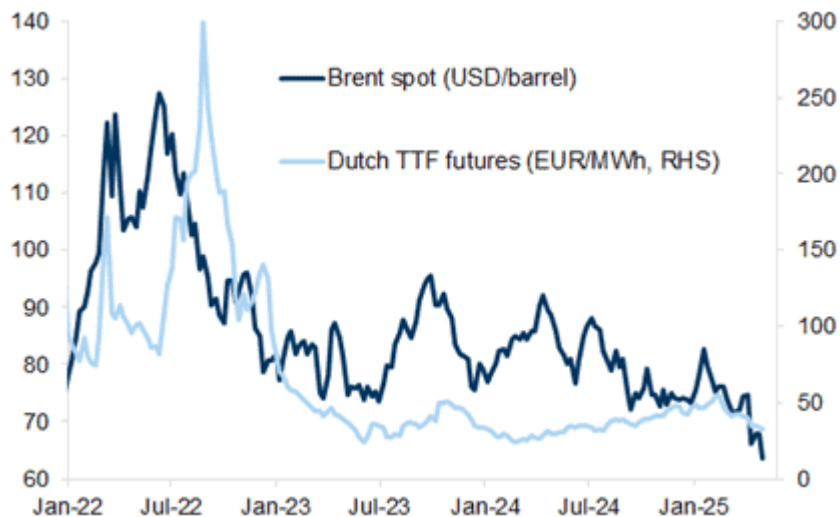


Källa: OECD, Bloomberg, Tavi Costa

I Europa minskar trycket på lånekningarna vilket är positivt ur ett inflations- och konkurrensperspektiv.

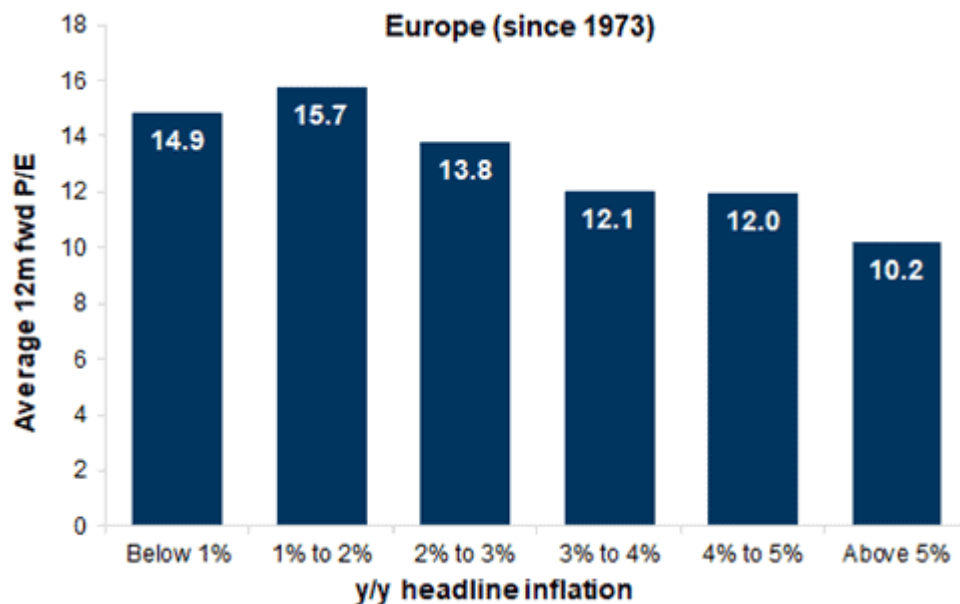


Även energikostnaderna i Europa går att hålla.



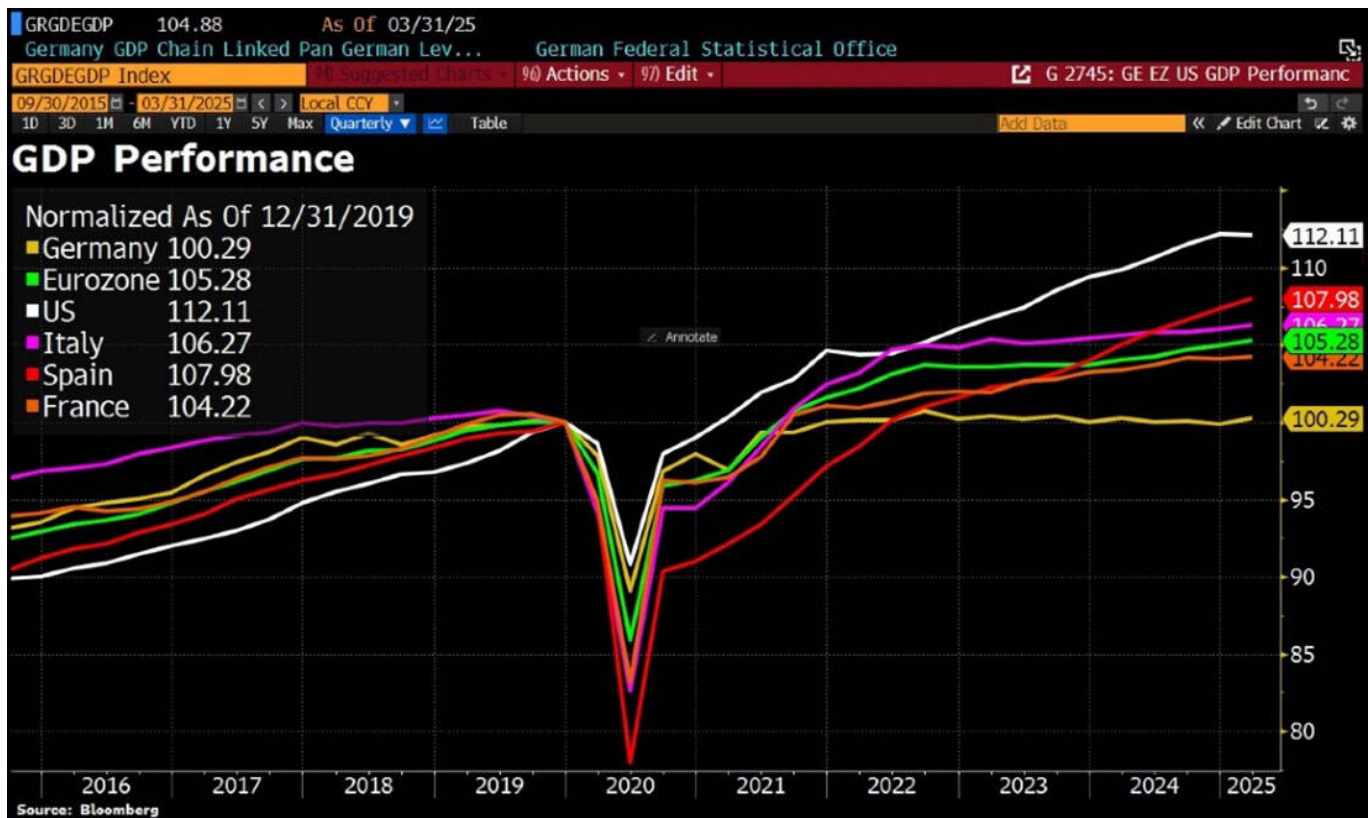
Källa: Goldman Sachs

En sjunkande inflation leder till högre värderingar. Bilden nedan visar det historiska P/E-talet i Europa vid olika inflationsmiljöer.



Källa: Goldman Sachs

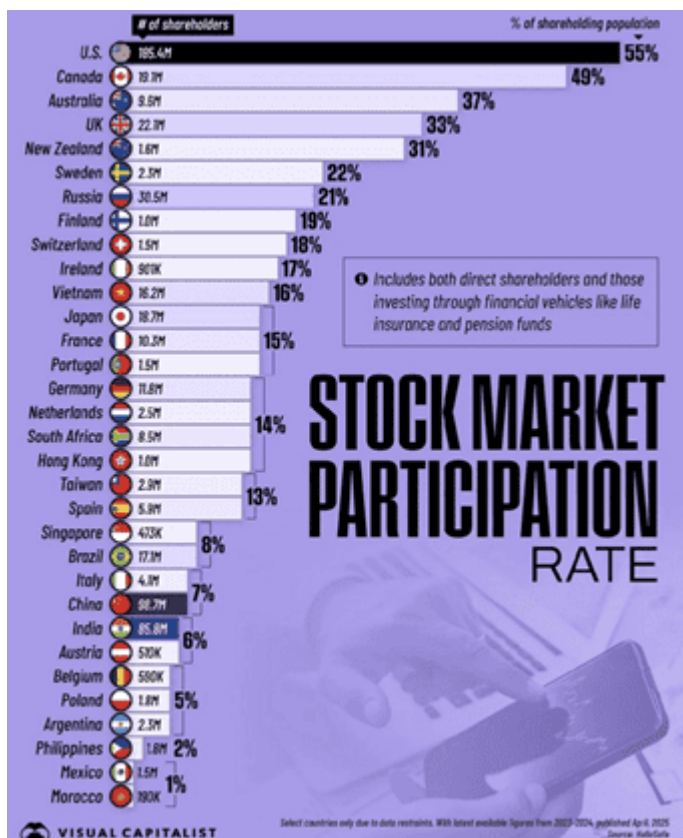
Tyskland, Europas motor, har haft nolltillväxt i flera år. Se bild nedan där USA tydligt leder utvecklingen, till viss del dopat av stora budgetunderskott år efter år.



Källa: Bloomberg

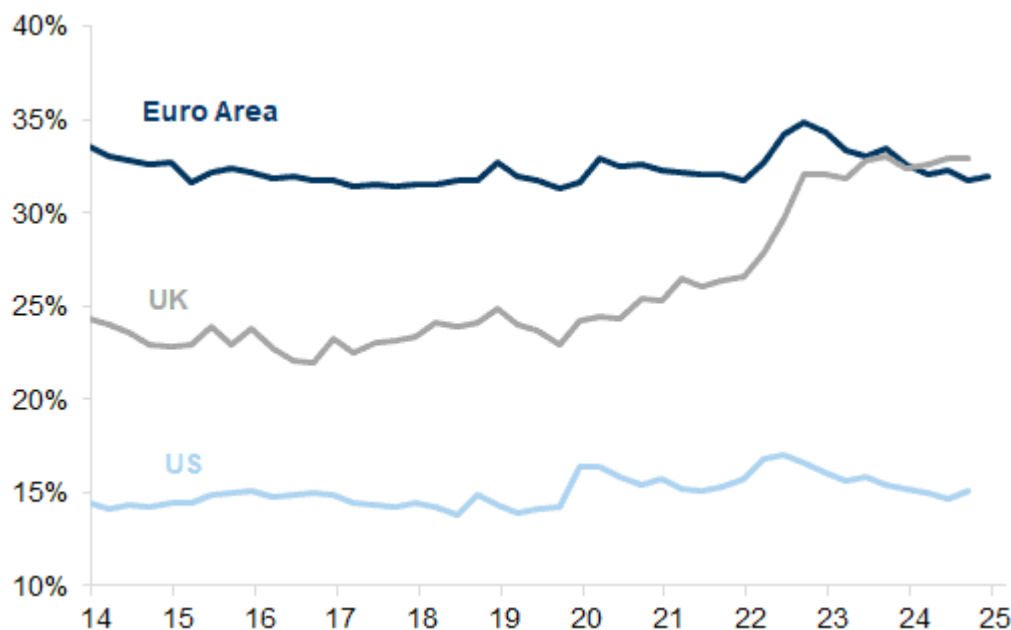
Brittiska pensionsfonder har kommit överens med regeringen om att investera minst fem procent av sina tillgångar i Storbritannien i ett försök att accelerera tillväxt och stötta privata företag och infrastrukturprojekt. Bra!

Det finns alldeles för mycket kapital på europeiska bankkonton i stället för i aktiemarknaden. Förändringar är på gång med incitament för privatpersoner. Bra och på tiden!



KÄlla: Hallosafe

Europäer föredrar kontanter framför en mer riskfylld tillgångsallokering, vilket framgår tydligt av bilden nedan som visar sedlar och insättningar som andel av hushållens finansiella tillgångar (%).



KÄlla: Goldman Sachs

Tack för allt Warren Buffett! Han överraskade de flesta på Berkshires bolagsstämma med att annonsera sin avgång som VD. Som 94-åring och med tanke på hans insatser känns det väldigt rätt.



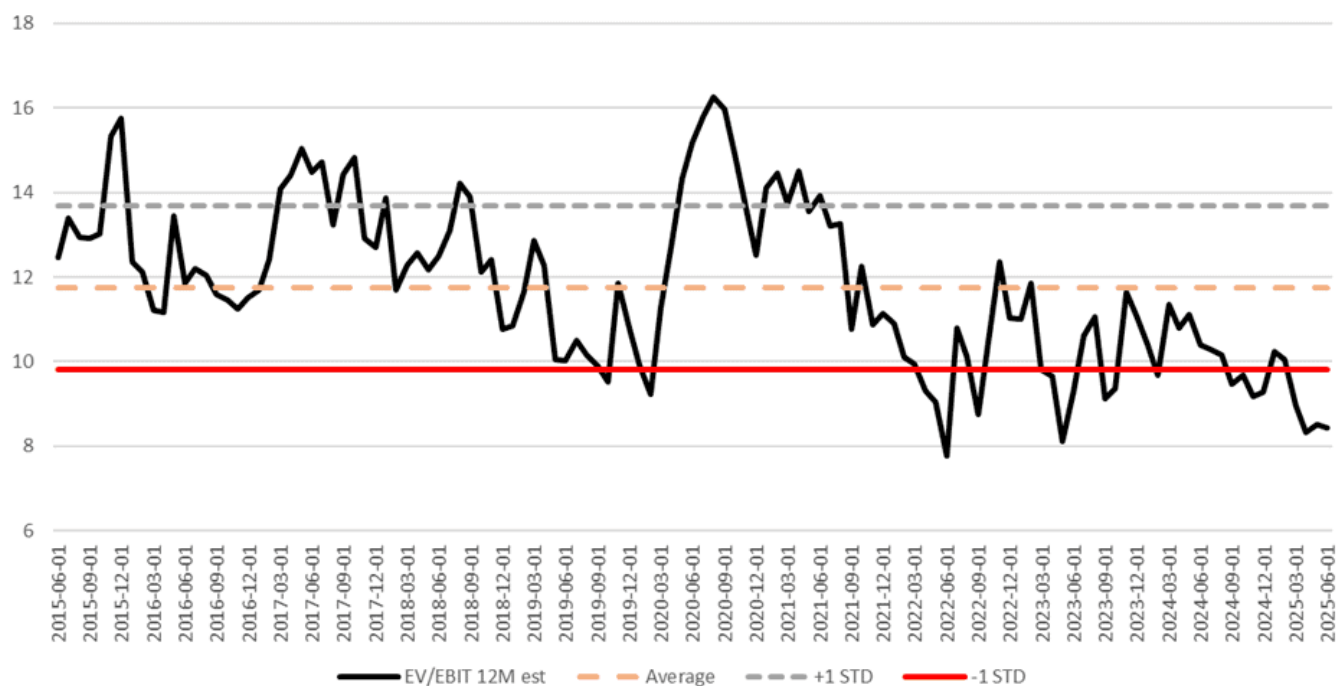
Källa: Financial Times

Våra innehav

De'Longhi

Vår investering i den italienska försäljaren av kaffemaskiner och andra köksprodukter har inte varit lyckosam så här långt. Aktiekursen står i dag runt EUR 28,50 att jämföra med vårt snittpris på inköpta aktier runt EUR 32. På vägen har vi fått en utdelning om drygt 80 cent vilket mildrar bilden något. Vår tes är att aktiemarknadens oro för tullarnas påverkan på De'Longhi är överdriven, samtidigt som det inte krävs särskilt mycket positiva nyheter för att aktien, som värderas långt under sitt historiska snitt, ska fungera väl. Värderingen är närmare EV/EBIT 8x för de kommande 12 månadernas vinster, att jämföra med strax under 12x under de senaste 10 åren i snitt. Detta är ett bolag med organisk tillväxt som står ett par procentenheter över BNP och hög avkastning på sysselsatt kapital på mer än 25 procent (exklusive goodwill).

10Y valuation history



Källa: Coeli European

De  Longhis rapport f  r det första kvartalet kan m  jligen indikera att vi   r något på spåren: Bolaget slog resultatf  rv  ntningarna på EBITDA-nivå med 12 procent samtidigt som man upprepade sin guidning f  r året. Ledningen gav också en del lugnande ord rörande eventuella tullar. En stor skillnad idag mot den första   ronden   med tullar från 2018   r att man är mycket bättre förberedd på alla eventualiteter. De  Longhi-aktien steg med 6 procent i maj.

Lindab

Vi har under ett par månaders tid börjat skönja lite tecken på en ljusning på byggmarknaden efter 2   3 svåra   r. Även om Lindabs ventilationssegment   r sent i byggcykeln, och att det sannolikt dröjer ett par kvartal innan vi ser en ordentlig vändning på verksamheten, tror vi att aktiekursen kommer gå bra innan den operativa utvecklingen g  r det. Efter flera års hårt arbete med kostnadsnivåer och investeringar i fabriker och maskinparker, kan den operativa hävstången n  r volymerna återvänder bli betydande.

I maj släpptes Lindabs rapport f  r det första kvartalet. Rörelseresultatet slog analytikernas f  rv  ntningar med 5   10 procent. Aktien steg med 6 procent under månaden men har sjunkit med -6 procent f  r helåret.

Rotork

Den brittiska försäljaren av elektriska ställdon rapporterade kortfattat att orderingången under de inledande månaderna av året steg med omkring fem procent på organisk basis. Samtidigt var försäljningen något lägre än föregående   r, bland annat på grund av en stark jämförelseperiod. Även om Rotorks finansiella uppdatering var ungefär i linje med vad marknaden hoppats på, så hade vi hoppats på något högre orderingång.

Rotork-positionen har inte varit någon särskilt positiv bidragsgivare i   r    kursuppgången per den sista maj var omkring 0 procent f  r 2025 efter en uppgång om 3,5 procent f  r månaden

isolerat. Vi hoppas och tror på att Rotork kan överraska på uppsidan när det är dags för bolagets halvårsrapport. Aktien värderas till cirka 13x EBIT på de nästkommande 12 månadernas analytikerestimat, att jämföra med snittet de senaste tio åren om 16-17x.

Van Lanschot Kempen

Sedan vi skrev om private banking-aktören Van Lanschot i vårt månadsbrev för februari har aktien stigit med cirka 19 procent. I maj släppte Van Lanschot en kort finansiell uppdatering som bland annat inkluderade nettoinflådena för det första kvartalet: Under de tre första månaderna motsvarade nettoinflådena omkring 12 procent av årets ingående förvaltade kapital omräknat till årstakt. Imponerande och aktien steg 7 procent i maj.

Sampo

Som tidigare nämnt har vi tro på 2025 som ett starkt årsåkringsår. Prishjningarna från föregående år har hunnit i kapp och förbi inflationen, vilket gett god fart till vinsterna. Sampo har varit en god bidragsgivare till fondens utveckling i år med en kursuppgång om cirka 19 procent. Det tycker vi är bra givet den låga risknivån i bolaget. Sampos rapport i maj var återigen stark med ett resultat som var omkring 3 procent bättre än förväntat (försåkringstekniskt resultat).

Asker Healthcare Group

I maj släppte Asker sin första rapport som börjarnoterat bolag. Siffrorna var ungefär i linje med vad vi hoppas på för helåret: Organisk tillväxt mellan 5-7 procent, förvärvsrelaterad tillväxt som åtminstone matchar den organiska tillväxten, och en förbättrad marginal om ett par tiondelars procent.

Som en serie förvärvare inom en stabil slutmarknad är vi inte förvånade att Asker-aktien värderas högt. Om Asker kan bygga på en längre historik med stabila rapporter som börjarnoterat bolag tror vi att aktien kan värderas i toppen bland nordiska serie förvärvare (som i sin tur värderas högt som det är). I skrivande stund står aktien över 100 kronor per aktie, vilket ska jämföras med IPO-kursen på 70 kronor från slutet i mars. Vi köpte väldigt mycket aktier runt 75 kronor per aktie i börjarsdippen i april och därmed har Askers bidrag till fondens utveckling varit klart positiv i år.

Asmodee

När Embracer aviserade sin avknoppning av sällskapsspelsbolaget Asmodee gjorde vi en del arbete på bolaget (fonden har stort fokus på avknoppningssituationer• där vi ofta gör mycket analysarbete). Vid avknoppningen noterade vi bland annat 1) en relativt försiktig guidning för året och 2) att ledningen hade om ens något incitament att lösa högt• i samband med avknoppningen samtidigt som 3) externa indikatorer som exempelvis Google Trends pekade norrut för flera viktiga produkter. Sammantaget såg *risk/reward* positivt ut inför Asmodees rapport för det fjärde kvartalet, som avslutades i mars 2025.

Utöver det kortsiktiga spelet på en bra rapport, investerade vi i Asmodee då vi såg att bolaget bör gynnas långsiktigt av att vara ett oberoende bolag. Bolagets kassaflöden kan nu återinvesteras i förvärv eller vissa organiska initiativ, vilket inte var fallet under Embracers ägande. När vi började köpa aktier tyckte vi dessutom att värderingen såg aptitlig ut. Av dessa skäl köpte vi en mindre position under mars månad i år.

Mycket riktigt blev rapporten klart bättre än väntat: Försäljning var nästan 20 procent bättre än analytikernas estimat och rörelsevinsten mer därtill. Detta var klart bättre än vad vi väntat gissa på förhand. Aktien har stigit med cirka 42 procent sedan slutet av mars och steg 22 procent

under maj isolerat. Vår stora misstag i detta fall var att vi inte hade en tillräckligt stor position trots hög å?convictionâ?. Vi är självkritiska på den punkten och lär oss inför framtiden.

Diploma

Den brittiska serieförvärvaren släppte i maj sin rapport för det första halvåret i det brutna räkenskapsåret som slutar i september. Den organiska tillväxten landade på 9 procent, att jämföra med förväntningarna om 7 procent. Rörelseresultatet var 5 procent bättre än väntat. Slutligen höjdes bolagets guidning för helåret. Diploma tycks vara relativt skyddad från tullarnas effekt trots sin stora USA-exponering. Måjligen är bolaget till och med en vinnare: Som distributör med expertis inom just inköp kan Diploma måjligen vinna marknadsandelar i en värld där inköpslogistiken blir svårare.

Diploma-aktien steg 15 procent på rapportdagen och hade per sista maj stigit med 10 procent under 2025.

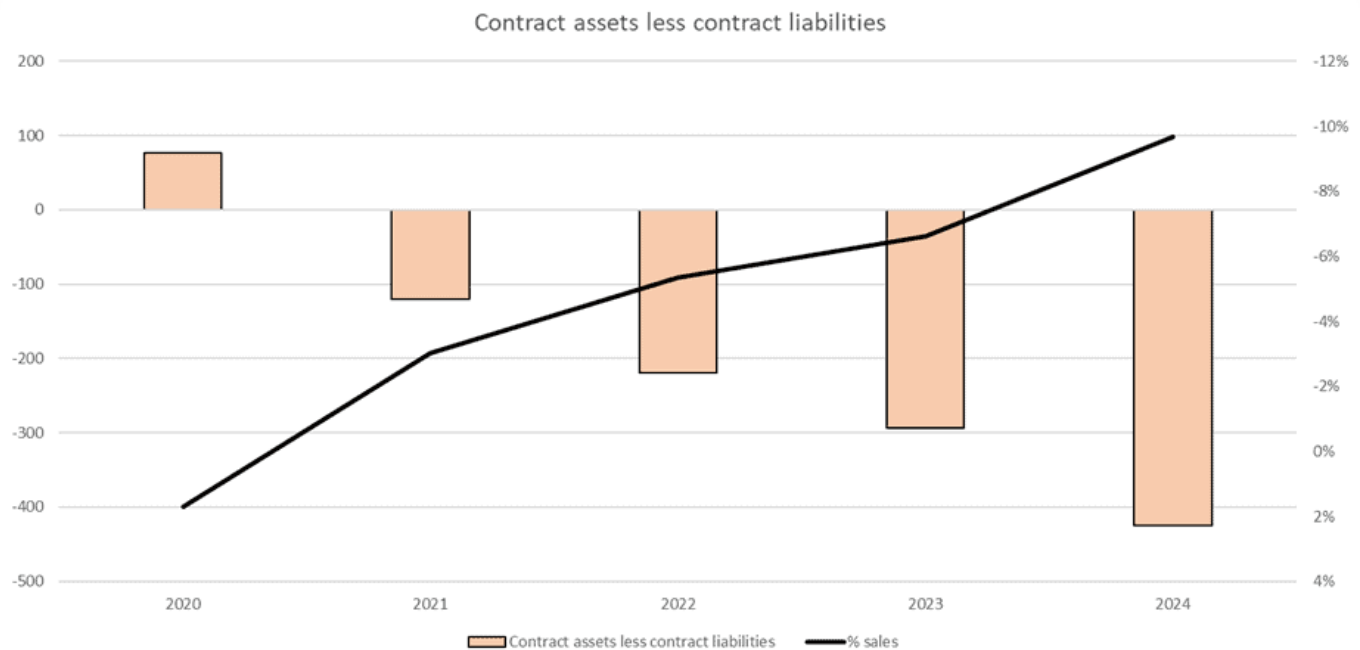
Babcock

Ett nytt innehav i fonden är det brittiska servicebolaget Babcock. Bolaget har en hög exponering mot särskilt det brittiska försvaret, som utgör mer än 70 procent av försäljningen. Affärsmodellen är kontraktbaserad och oftast upphandlad offentligt. Babcock hjälper till med saker som teknisk support, systemintegration och utbildning. Det kan exempelvis handla om att byta ut delar på stridsfartyg, att utbilda stridspiloter eller att genomföra rutinmässigt underhåll på ubåtar å? bland mycket annat.

Babcock är ett typiskt å?turnaroundâ?-case. Babcock har historiskt gjort de fel som många bolag med kontraktbaserade affärsmodeller gör å? dels har man gjort många förvärv med bristfällig integration, dels har man haft incitamentssystem för säljarna som prioriterat försäljning framför lönsamhet. Resultatet av dessa två saker har lett till många år av låg lönsamhet. Därtill har Babcock tampats med pensionsskulder som varje år reducerat kassaflödet kraftigt.

Sedan ett par år tillbaka är Babcock styrt av en ny ledning som långsamt fasat ut olönsamma och dåliga kontrakt. Framför allt har man helt nya krav för nya kontraktсанbud: Risk och lönsamhet har högsta fokus. Samtidigt har Babcock implementerat koncerngemensamma finanssystem (revisorn har tidigare klagat på svag finansiell kontroll inom bolaget). Man har också tappat igen de värsta delen från gamla pensionssynder och därmed är kassaflödesprofilen på bolaget mycket bättre än på länge.

Man ska alltid vara försiktig med kontraktbaserade affärsmodeller. Särskilt i fall som Babcock, där kontrakten ofta skrivs över många år och där överoptimistiska antaganden kan leda till mycket negativa konsekvenser över lång tid. Den kontraktbaserade modellen ger också att vinsterna avräknas baserat på interna budgetprognoser som lämnar mycket frihet för ledningens antaganden. För oss har det därför varit viktigt att kunna oss trygga med bolagets redovisning. Vi noterar att kontraktsskulderna (fall där Babcock erhållit ersättning men ännu inte redovisat dessa ersättningar i resultaträkningen) växt som andel av försäljningen å? det ser vi som positivt och kan innebära att den nya ledningen är mer konservativ än tidigare.



Vår tro är att Babcock i en mer vältrimmad form bör kunna generera en lönsamhet på en bit över 8 procent på rörelsenivå. Investeringarna ska vara relativt små i förhållande till omsättningen, vilket i kombination med negativ rörelsekapitalbindning leder till att Babcock bör kunna generera en avkastning på sysselsatt kapital (exklusive goodwill) på mer än 50 procent. I en värld där försvarsbudgetar växer kraftigt i Europa bör den organiska tillväxten nå höga ensiffriga tal. Som vi ser det är Babcock på god väg att nå dessa tal.

Starten på vår investering i Babcock har varit positiv. Sedan vi köpte våra första aktier i april har aktien stigit med cirka 25 procent per slutet av maj månad. Detta dels på grund av en positiv finansiell uppdatering från bolaget, dels på grund av att försvarsaktier fortsatt går starkt på börsen. Kursuppgången till trots tycker vi fortsatt att aktien ser attraktivt värderad ut till EV/EBIT 10-11x på våra estimat för 2027e. Vi hoppas återkomma i ämnet längre fram.

HBX

Sedan ett antal veckor tillbaka har fonden en mindre position i HBX Group. HBX är ett resefokuserat teknikbolag som hjälper hotell att skapa överskottsrum genom att distribuera dem via ett globalt nätverk av resedistributörer, så som researrangörer eller resebyråer. B2B-modellen bygger förtroende i värdkedjan, eftersom de undviker direkt konkurrens med hotellen om slutkunden, till skillnad från OTAs (Online Travel Agencies, typ Expedia eller Booking.com). OTAs erbjuder en bred räckvidd men konkurrerar ofta direkt med hotellen genom att ta ut höga provisioner och genom att kontrollera kundrelationen. Det leder ofta till kanalkonflikter och urholkar hotellens lönsamhet och varumärkeslojalitet. HBX är däremot en icke-konkurrerande partner som hjälper hotell att stärka sin beläggning och kompletterar hotellens egna direktbokningar.

HBX lämnade sin första rapport som noterat bolag i maj. Efter en stark start på börsskarriären som kom i samband med Trumps tulldramatik i april, steg aktien 30 procent under månaden. Rapporten var inte mer än i linje med förväntningarna, men som vi misstänkte räckte det för att aktien skulle gå bra efter den kursnedgång som varit. Förväntningarna var osedvanligt låga inför rapporten och vissa var nog rädda för sämre resultat än det vi fick se.

Bolaget har ett brutet räkenskapsår och redovisade denna gång resultatet för sitt första halvår. Omsättningen växte 10 procent till 319 miljoner euro med en rörelsemarginal på nästan 50 procent (före avskrivningar). Bolaget upprepade sina utsikter för helåret. Även om man noterade en del åtgärder i april så har redan sett en normalisering i maj. Svagheten i rapporten var den operativa utvecklingen i USA, vilket inte var någon större förvåning.

Vi estimerar att bolaget kan växa omsättningen med 7 procent årligen med cirka 50 procent rörelsemarginal och hög kassakonvertering. Trots detta handlas bolaget till lägre 9 gånger rörelsevinsten i år och 7,4x gånger 2026e.

Bonesupport

Bonesupport-aktien har varit ett av fondens sorgebarn i år och så även för maj månad. Aktien sjönk med omkring 20 procent i maj utan signifikanta nyheter. Däremot har antalet blankade aktier stigit, vilket antagligen gjort delar av marknaden nervös. Vi träffade bolaget under månadens och känner oss trygga i investeringen. Vi har även köpt lite aktier i närheten av nuvarande nivåer. På vära estimat och till dagens kurs värderas bolaget på 10x försäljningen 2026E och strax över 30x rörelsevinsten. Motsvarande tal för 2027e är cirka 7,5x och 21x. Bolaget har en intressant pipeline med produkter som ska rullas ut kommande år och försäljningen inom traumasegmentet är fortsatt i sin linda.

Vallourec

Vårt franska stålbolag Vallourec släppte i maj sin rapport för det första kvartalet. Rörelseresultatet landade på 207 miljoner euro och var något bättre än förväntat. Med en stark orderbok förväntar sig Vallourec att andra halvan av året blir bättre än det första, men marknaden oroar sig just nu primärt för ett lågt oljepris och investeringsutsikterna för oljeindustrin, särskilt i USA. Detta reflekteras i vår mening mer än i dagens värdering om cirka 7x nettovinsten 2025 (analytikerestimat). Efter en stor rekonstruktion, som bland annat inneburit en ordentlig sanering av bolagets balansräkning, så betalade Vallourec i maj ut sin första utdelning på över 10 år. Direktavkastningen är drygt 10 procent. Aktien var oförändrad i maj inklusive utdelningen.

Summering

Efter en av de bästa majmånaderna på mycket länge är det uppenbart att aktier inte bara är en vintersport. Uppgångarna sedan lågstanivåerna i april på 20-25 procent är brutala (liksom nedgången var) och marknaden är nu nära högstanivåer i USA medan det på sina håll i Europa slagit nya lågstanivåer. Det är en uppgång som varit önskad av många då positioneringen mot aktier varit låg, se bild nedan, och som i sin tur ytterligare drivit på uppgången när investerare successivt tvingats in i marknaden.

Chart 2: BofA Global FMS investor sentiment improves slightly in May from v bearish April level

Percentile rank of FMS growth expectations, cash level, and equity allocation



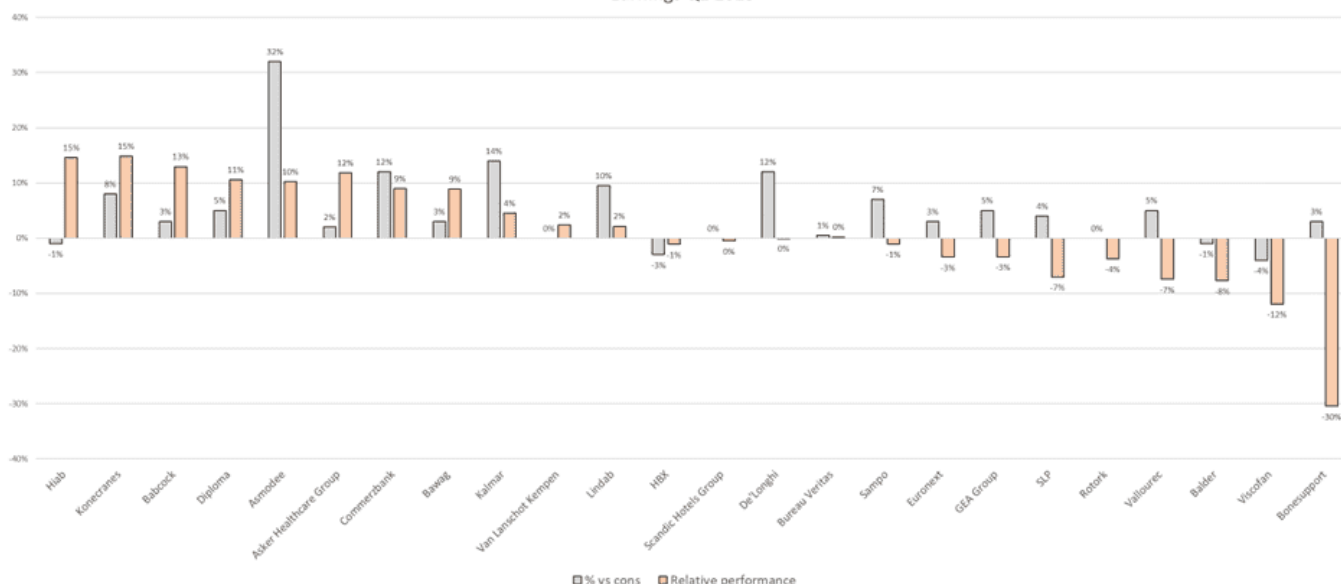
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

KÄlla: BoFa Global Fund Manager Survey

Vi är nÄjda med fondens utveckling under den här dramatiska perioden med fÄ misstag och flera nya stora innehav som pÄ kort tid gett en betydande Äveravkastning. I tillÄgg har vi i praktiken sedan mitten av april haft en mycket stor kassaposition i Biotage (bud), men trots det hÄngt med i utvecklingen.

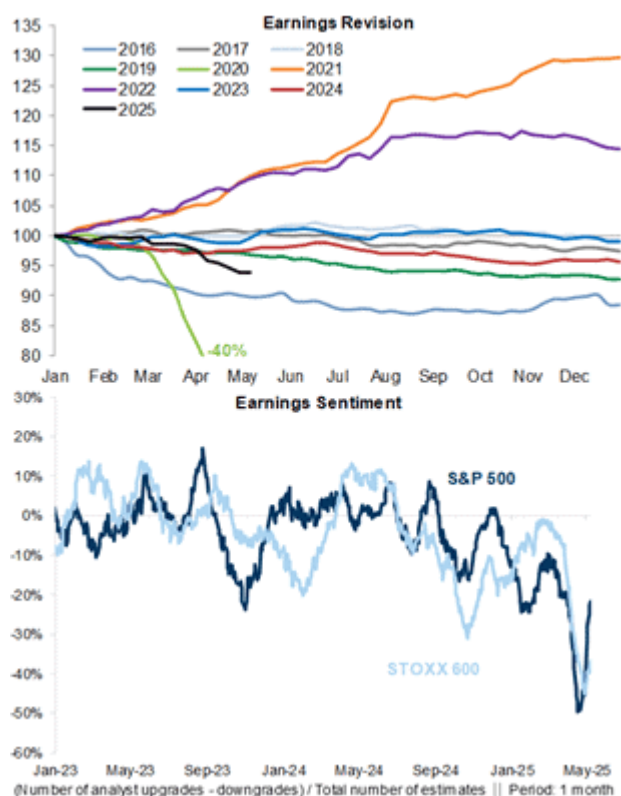
Bilden nedan visar utfall respektive marknadens fÄrvÄntningar fÄr vÄra bolag under den nyss avslutade rapportÄsongen. Det Är ingen exakt vetenskap sÄtillvida att det fÄr vissa bolag Är resultatet vi fokuserar pÄ medan fÄr andra kan vara omsÄttningen (det vi bedÄmer marknaden Är mest intresserat av). Den andra kommentaren Är att fÄr vissa bolag har det nu gÄtt 1,5 mÄnad sedan rapporteringen medan det fÄr andra gÄtt tvÄ veckor. Men med det sagt kan vi konstatera att 20 av 25 bolag uppnÄtt eller Äverskridit marknadens fÄrvÄntningar.

Earnings Q1 2025



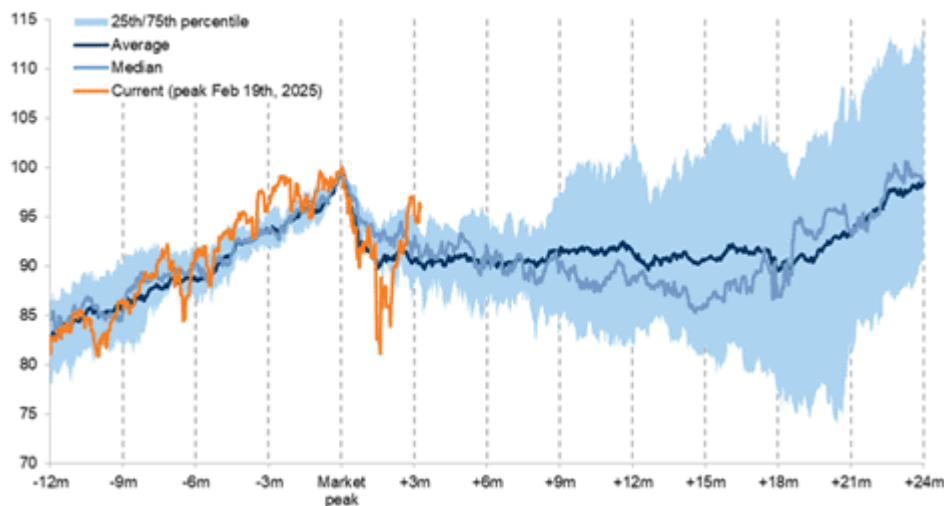
Källa: Coeli European

Rapportsäsongen   r nu i sin helhet avklarad och svart linje nedan visar årets utveckling så här långt med vinstförväntningar som har kommit ned. Den nedersta bilden visar antal uppjusteringar minus nedjusteringar. USA har återhämtat sig snabbare och vi tror det beror på en ovanligt stark rapports  song f  r Mag7.



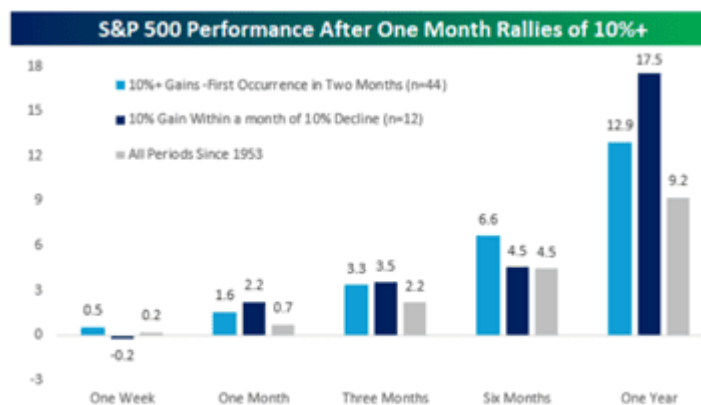
Källa: Goldman Sachs

Bilden nedan visar den historiska utvecklingen efter att marknaden nått sin högstanivå, samt årets utveckling som illustreras i den orange linjen.



Källa: UBS

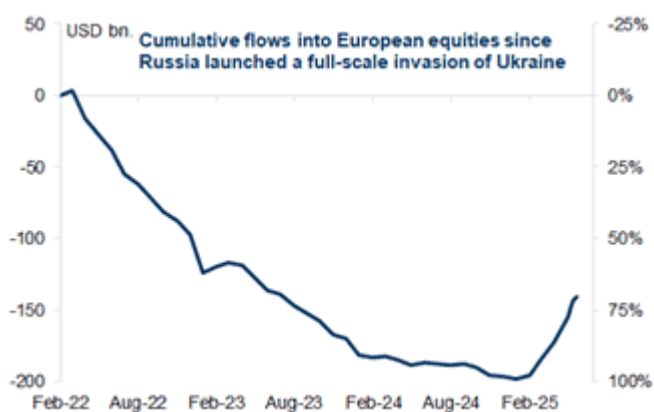
Bilden nedan visar historiskt utveckling efter att S&P500 stigit med 10 procent.



Source: Bespoke Investment Group

Källa: Bespoke Investment Group

Efter många års utflöden från de europeiska aktiemarknaderna har det i år vänt med kraftiga inflöden.

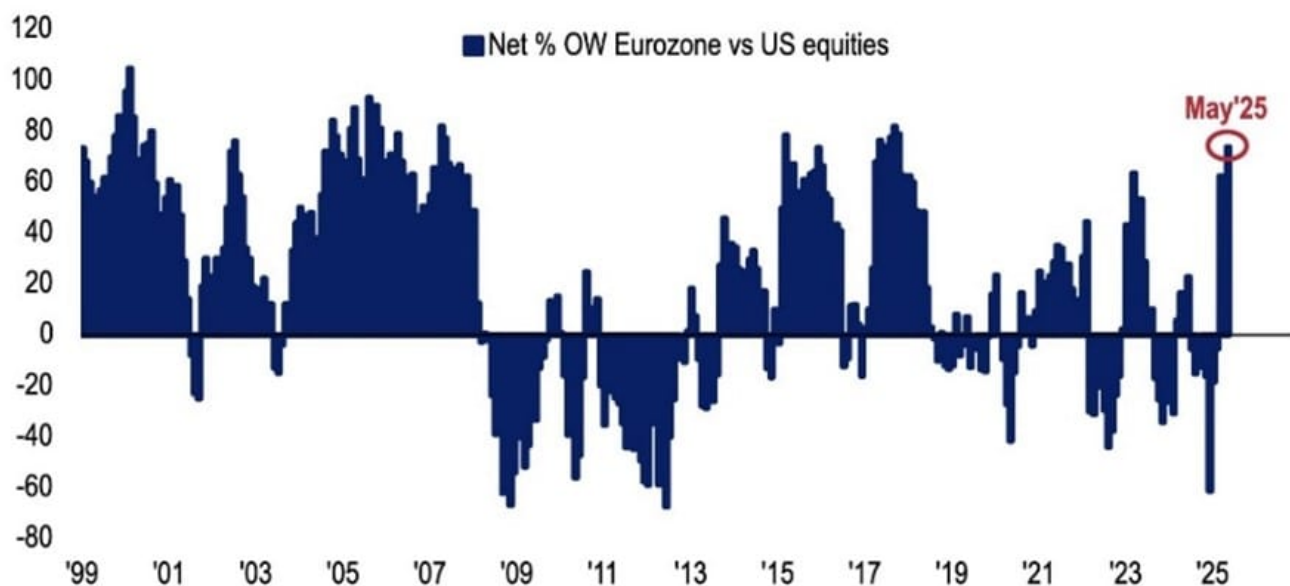


Källa: Goldman Sachs

Investorer har sålt amerikanska aktier och USD.

Chart 17: FMS most OW Eurozone relative to US equities since Oct'17

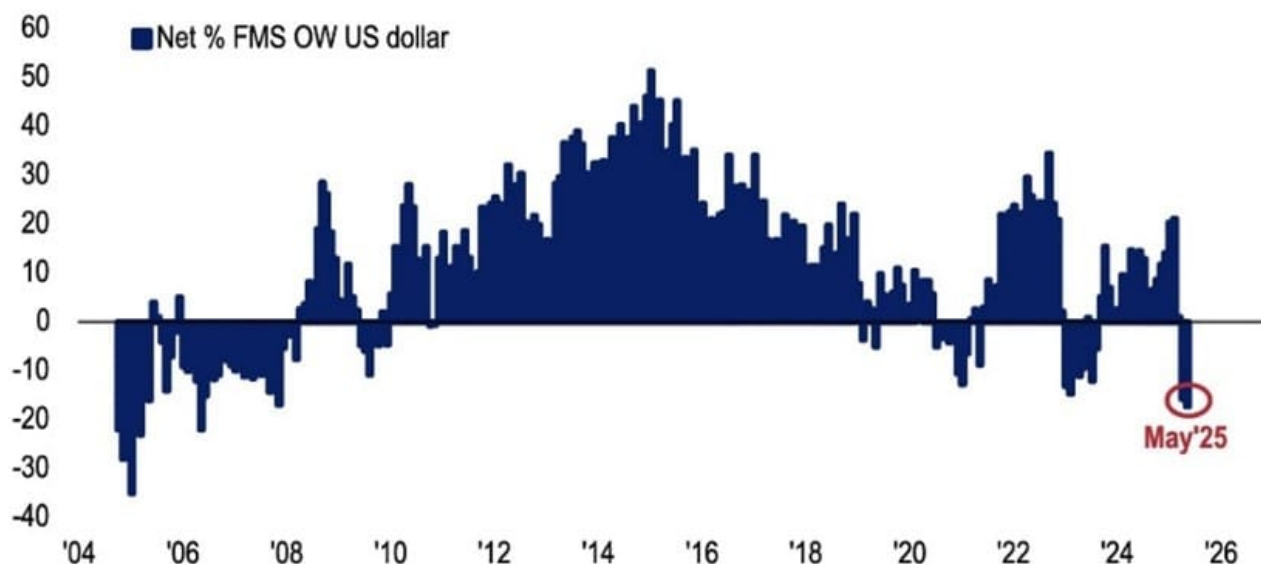
Net % OW Eurozone equities - Net % OW US equities



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Chart 13: Investors are the most UW US dollar since May'06

Net % OW US dollar



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

Europeiska banker leder Årets uppgång för femte året i följd. Sedan januari 2022 är uppgången närmare 150 procent jämfört med cirka 40 procent för de stora amerikanska techbolagen. Fonden äger i sektorn Åsterrikiska Bawag och tyska Commerzbank.



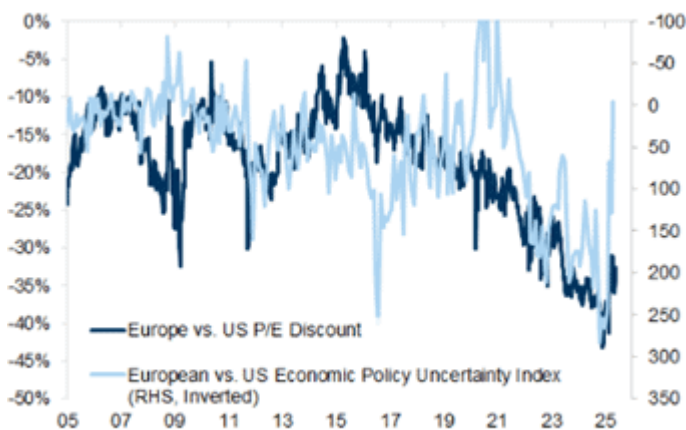
Källa: Goldman Sachs

Mått under samma tidsperiod, amerikanska småbolag i förhållande till större bolag (svart) och europeiska småbolag i förhållande till större bolag (blå). Europeiska småbolag har utvecklats betydligt bättre än de amerikanska och det beror sannolikt på betydande räntesänkningar i Europa, betydligt lägre värderingar och en lägre positionering.



Källa: Goldman Sachs

En viss minskning av värderingsrabatten har skett i år mellan europeiska och amerikanska aktier. En förklaring är sannolikt att det ekonomiska osäkerhetsindexet stigit kraftigt i USA.



Källa: Goldman Sachs

8 av de 10 bästa aktiemarknaderna i världen ska ha varit europeiska. Europeiska aktier anses vara säkrare investeringar just nu givet all osäkerhet som finns i USA och samtidigt

får tvärtom tillväxten ta fart i Europa. Om det är den politiska osäkerheten som driver skiftet till Europa lär det pågå i flera år till.



Avslutningsvis och givet dagens extremt osäkra politiska läge är det omöjligt att ha en stark uppfattning om vilket håll marknaden ska röra sig på kort sikt. Vi lägger vär tid och kraft på bolagsanalys och innan sommaren står i full blom avser vi ha träffat samtliga våra bolag för en uppdatering. Vi är övertygade om att de kommer att hantera tariffer eller andra utmaningar på ett utmärkt sätt.

Vi tackar er för visat intresse och önskar er en solig juni med skolavslutningar, studentfirande, bad och när det kommer, årets höjdpunkt, midsommarafton! Ta det lugnt med sillen.

Mikael & Co

Malmö den 5 juni 2025

Date Created

2025/06/05