

F  rvaltkommentar Coeli European     februari 2025

Denna information är avsedd som marknadsföring.

Observera att informationen nedan beskriver andelsklassen (I SEK), som är en andelsklass som är reserverad för institutionella 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 februari

Fondens värde minskade med 2,7 procent i februari (andelsklass I SEK), samtidigt som jämförelseindex minskade med 1,3 procent. Sedan fondens strategioml  ggning i september 2023 har värdet   kat med 19,4 procent, att jämföra med en ökning om 13,6 procent f  r jämförelseindex.

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

AEE (I SEK)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	��r
2023	5,2%	1,6%	-8,2%	3,4%	1,6%	-1,4%	4,9%*	-4,4%**					1,9%*
2022	-11,5%	-6,0%	2,7%	-0,9%	-6,6%	-6,9%	6,3%	-5,5%	-7,5%	1,1%	2,9%	-1,7%	-30,1%
2021	0,0%	4,2%	3,8%	8,3%	0,2%	3,0%	5,9%	0,0%	-5,1%	4,7%	-4,3%	0,4%	22,3%
2020	3,2%	-5,7%	-13,3%	8,9%	3,5%	4,3%	4,5%	3,6%	2,2%	-5,5%	11,6%	10,1%	27,5%
2019	7,2%	4,5%	1,5%	-0,5%	0,1%	-0,9%	1,2%	-4,7%	1,4%	1,6%	3,7%	2,4%	18,3%
2018	1,4%	-4,0%	-0,2%	3,2%	1,7%	-1,4%	5,8%	1,9%	0,4%	-8,1%	0,3%	-2,1%	-1,9%

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 öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka det investerade kapitalet.

Aktiemarknad / Makro

Frekvensen och magnituden på politiska och ekonomiska nyheter den senaste månaden har varit på h  gstaniv  er och nådde sitt crescendo på fredagskv  llen den 28:e februari av Zelenskyjs besök i vita huset. Där fick han utstå ett synnerligen ovärdigt bemötande och den nya administrationen visade sitt sanna ansikte för hela v  rlden. På ekonomifronten   r nu rapport  songen i stort avklarad och betyget på aggregerad nivå blev klart godkänt där europeiska bolag fortsatte att leverera fina resultat.

Det kaos som skapats n  r president Trump, med högt tonläge och i en rasande takt slår s  nder allianser och strukturer som funnits i 80   r,   r synnerligen oroväckande. Det råder efter de senaste utspelen ingen tvekan om att USA inte längre har samma roll i världspolitiken. Martin Wolf, kanske Europas mest inflytelserika journalist och verksam på Financial Times, skrev en artikel med rubriken:   •The US is now the enemy of the west  •. Den artikeln publicerades innan Trump och hans ivriga vicepresident och mobbare JD Vance, med all   nsv  rd tydlighet visade för hela v  rlden att USA nu   r på Putins sida. Några timmar efter att Zelenskyjs kastats ut från vita huset plockade

den amerikanska ambassaden i Stockholm ner sin Ukraina-banderoll. Hur hamnade vi här?

Bättre gick det i det tyska valet som ingav ett visst hopp. Det politiska läget börjar stabiliseras något, även om det finns stora utmaningar. Trycket på makthavarna att börja stimulera ekonomin är massivt.

De breda europeiska indexen fortsätter att utvecklas starkt där tyska DAX fortsätter att leda styrkorna. De mindre bolagen i Europa utvecklas ungefär hälften så bra så här långt och det beror på (enligt oss), att när kapital flödar in i Europa så behöver man sätta det i arbete så fort som möjligt och där är det de bolagen med bäst likviditet som står först på listan. Om den tesen stämmer kommer de mindre bolagen att komma ifatt inom en inte alltför lång tid.

Bilden nedan visar utvecklingen YTD för de stora aktiemarknaderna. Kolumnen längst till höger visar utvecklingen i år mot lokal valuta. Längst till höger mätt i SEK. I februari steg SXXP600 med 3,3 procent medan S&P500 sjönk med 1,2 procent, båda mätt i euro.

Index	RHI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	%Ytd	%YtdCur
1) Americas								
10 DOW JONES			43840.91	+601.41	+1.39%	02/28 c	+3.05%	-0.21%
10 S&P 500			5954.50 d	+92.93	+1.59%	02/28 c	+1.24%	-1.96%
10 NASDAQ			18847.28	+302.86	+1.63%	02/28 c	-2.40%	-5.48%
10 S&P/TSX Comp			25393.45 d	+265.21	+1.06%	02/28 c	+2.69%	-0.99%
10 S&P/BMV IPC			52325.73 d	-281.88	-0.54%	02/28 c	+5.68%	+4.08%
10 IBOVESPA			122799.10 d	-1999.86	-1.60%	02/28 c	+2.09%	+3.72%
2) EMEA								
20 Euro Stoxx 50			5463.54 d	-9.02	-0.16%	02/28 c	+11.59%	+8.68%
20 FTSE 100			8809.74 d	+53.53	+0.61%	02/28 c	+7.79%	+5.10%
20 CAC 40			8111.63	+9.11	+0.11%	02/28 c	+9.90%	+7.03%
20 DAX			22551.43	+0.54	+0.00%	02/28 c	+13.27%	+10.31%
20 IBEX 35			13347.30 d	+76.70	+0.58%	02/28 c	+15.11%	+12.10%
20 FTSE MIB			38655.09 d	+32.25	+0.08%	02/28 c	+13.07%	+10.12%
20 OMX STKH30			2724.70	-17.26	-0.63%	02/28 c	+9.73%	+9.73%
20 SWISS MKT			13004.48 d	+46.14	+0.36%	02/28 c	+12.10%	+9.20%
3) Asia/Pacific								
30 NIKKEI			37785.47 d	+629.97	+1.70%	07:45 c	-5.29%	-4.18%
30 HANG SENG			22953.73 d	+12.41	+0.05%	07:46	+14.43%	+10.69%
30 CSI 300			3885.36 d	-4.69	-0.12%	07:46	-1.26%	-4.28%
30 S&P/ASX 200			8245.65	+73.30	+0.90%	07:11 c	+1.06%	-1.69%
4) Global								
40 BBG World L/M			2007.27	+1.62	+0.08%	08:01	+2.53%	-0.71%

Källa: Bloomberg

Fonden sjönk med 2,7 procent i februari jämfört med värte jämförelseindex som sjönk med 1,3 procent. En faktor som tydligt påverkade fondens avkastning under februari (i SEK-klassen), var den starka utvecklingen för kronan som i februari stärktes med knappt tre procent och är därmed en av världens bästa valutor i år. Det är mycket glädjande även om fondens avkastning hade varit knappt tre procent bättre med en SEK-kurs som var oförändrad. En starkare krona speglar bland annat en stigande riskapitet vilket sannolikt kommer gynna fondens utveckling över tid.

Bästa bidragsgivare i februari var Scandic Hotel, Bonesupport och Euronext. Sämsta var Biotage, 4Imprint och Cargotec. Mer om allt detta under bolagskommentarerna.

Fortsätter det så här kan det mycket väl bli en tur över till Köpenhamn i sommar! Bilden visar EUR/SEK senaste året.



KÄlla: Bloomberg

Som vi skrivit om under ett flertal månader har hysterin och positioneringen till amerikanska aktier varit på en absolut rekordnivå vilket också återspeglats i en rekordhög volymordering. Vi var i november lätt avundsjuka på den mycket starka utvecklingen på de amerikanska aktiemarknaderna efter att Donald Trump vunnit det amerikanska valet, samtidigt som marknaden gick sidledes i Europa. Allt detta har nu reverserats.

Med lika hög hastighet som den nya amerikanska administrationen hajar runt, har det snabbt blivit färdig Europa där man sedan årsskiftet haft det starkaste kapitalinflödet på 25 år (!) och Europa som aggregat har nu utvecklats starkare än USA sedan Donald Trump blev president. Det måste svida för honom.

Sedan julafton har SXXP600 utvecklats 12 procent starkare än S&P500 och knappt 16 procent bättre än Nasdaq, allt mått i samma valuta (se bild nedan). Det är säkert en tillfällighet, men till skillnad mot förra mandatperioden har Trump varit tyst vad gäller aktiemarknaden. JP Morgan konstaterar att under hans förra period postade han 156 positiva kommentarer om aktiemarknaden. Så här långt är vi uppe i en. Senast Europa på så kort tid utvecklats starkare än USA var i december 2022 och dessförinnan april 2001, så även aktiemarknaderna bjuder på en historisk utveckling.

SXXP ↑ 557.19 +0.08 -- / -- On 28-Feb d 0 555.25 H 557.19 L 552.20 Prev 557.11						
SXXP Index		Settings				
Range 12/24/2024 - 02/28/2025		Period Daily		No. of Period 66 Day(s)		
Security	Currency	Rel Ret	Price Change	Total Return	Annual Eq	
1) SXXP Index	EUR	--	10.60%	10.60% *	74.53%	
2) SPX Index	EUR	12.27%	-1.49%	-1.49% *	-7.98%	
3) NDX Index	EUR	15.52%	-4.26%	-4.26% *	-21.41%	

KÄlla: Bloomberg

Varför har det blivit så här och vad har hänt? Fram tills för några veckor sedan ansågs Trumps ålskade tariffer driva inflationen vilket bidrog till att den amerikanska räntan var på hög nivå och bromsade utvecklingen på aktiemarknaderna. Nu har narrativet ändrats till att tariffer är skadliga för den amerikanska ekonomin och de senaste ekonomiska data som publicerats

hjälp inte heller till färr att lugna investerare.

Amerikanska detaljhandelsdata publicerat förr nägon vecka sedan visade på den svagaste utvecklingen på två år, konsumentförtroendet har sjunkit mer än på fyra år och optimismen bland mindre bolag kan ha nått sin högstanivå. Citibanks ekonomiska överraskningsindex har den senaste tiden visat på missar i USA medan Europa överraskar positivt. Bitcoin, som tydligt är en "Trump trade", har på kort tid sjunkit med cirka 25 procent.

Den tillgångsklass som utvecklats bäst och som ingår (?) i "Trump traden" är den ryska rubeln som stärkts med cirka 30 procent i år. Bra jobbat!



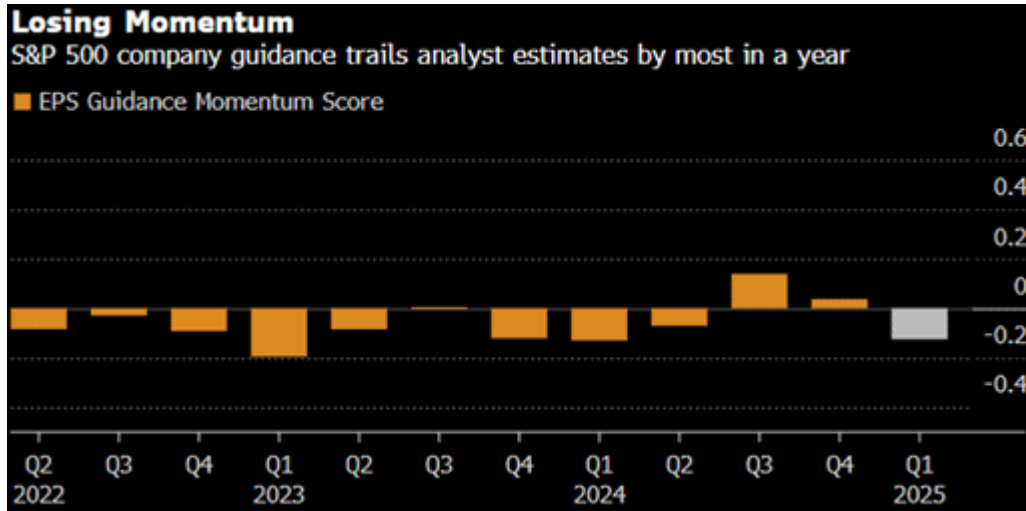
Källa: X

Ovanstående har också lett till en rejäl press nedåt på den amerikanska 10-årsräntan som tydligt visar att investerare plötsligt bekymrar sig mer för tillväxten än för inflationen. Från 4,8 till 4,2 procent på en månads tid, se bild nedan. En fräga undertecknad grubblar på är när (och om) Europa och framför allt Kina till sist säger nej tack till amerikanska statsobligationer. Givet allt annat som händer i världen vore inte det osannolikt.



Källa: Bloomberg

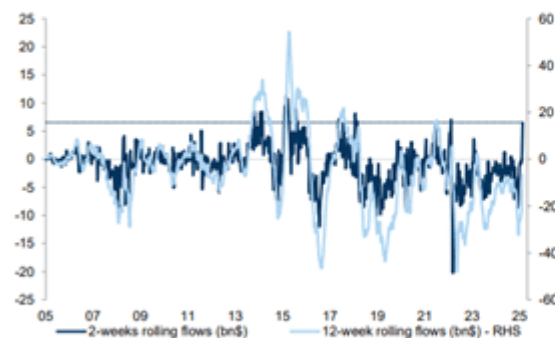
89% av tillfrågade i Bank of Americas globala fålrvaltarundersökning anser att amerikanska aktier är övervärderade. Senast det hände var i april 2001. Samtidigt kan man se i bilden nedan att guidningen från amerikanska bolag varit svag innevarande rapportperiod. Kombinationen av de två är sällan lyckade. Allt detta sammantaget har lett till stora utflöden från USA in till Europa.



Källa: Bloomberg

Två veckors rullande inflöde till Europa nedan till värster och positionering till hänger.

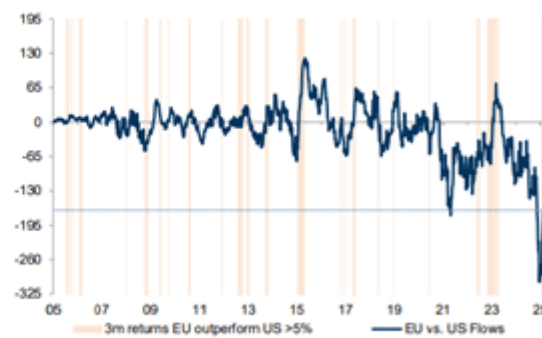
Exhibit 2: Western European fund inflows were among the largest positive in the last five years
2-week rolling flows and 12m rolling flows (ETFs and Mutual Funds), in \$bn



Data as of 19 February 2025.

Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 3: Positioning reverted after a period of extreme negative positioning in Western European flows vs US
3-month rolling Western Europe vs. US country flows, in bn\$



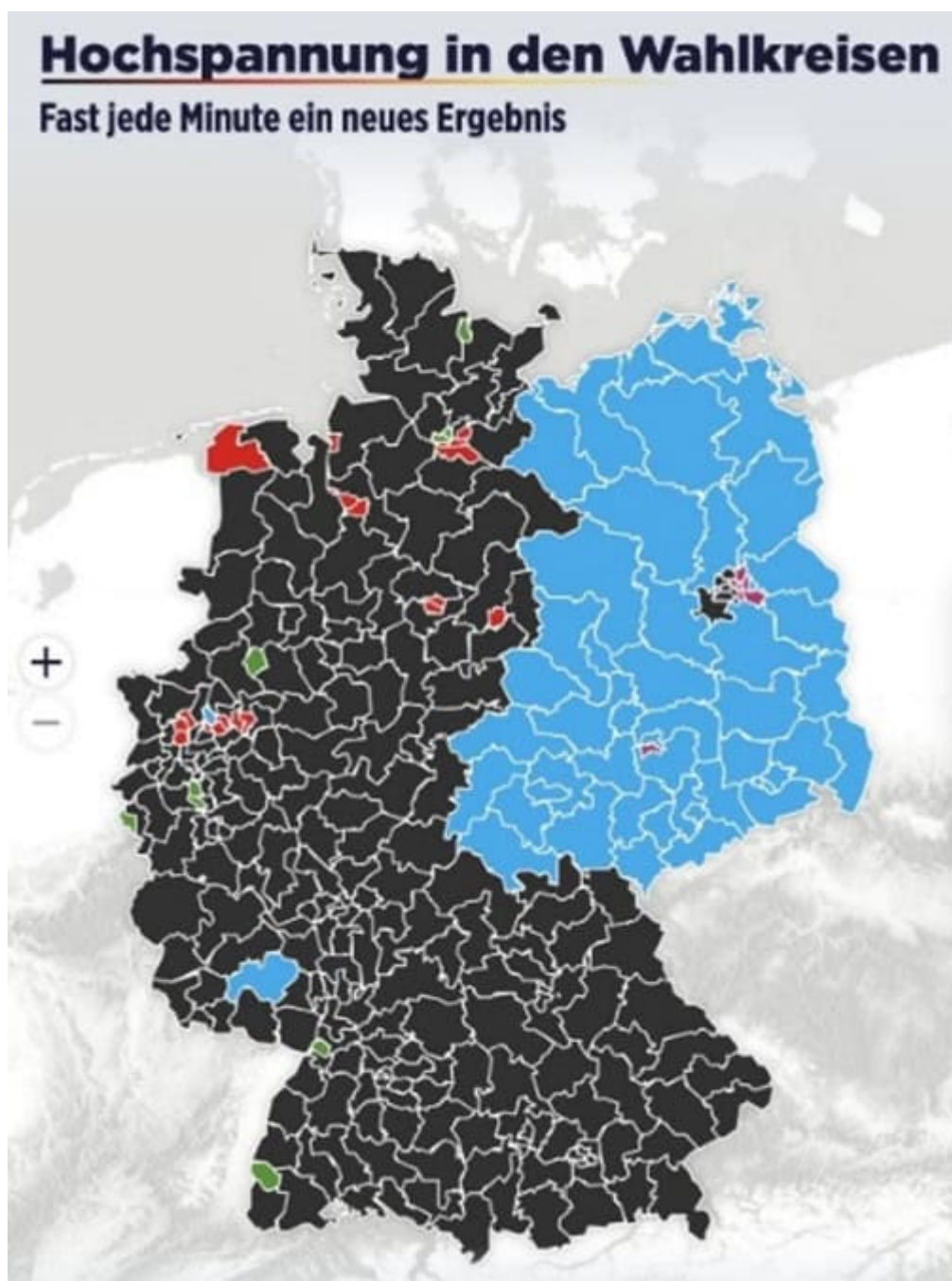
Data as of 19 February 2025.

Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

I slutet av februari genomförde Tyskland sitt val där CDU/CSU med Friedrich Merz vann med 28,5 procent och där AfD fick hela 20,8 procent, vilket var dubbelt så många röster som i förra valet. Olaf Scholz och hans SPD gjorde som väntat ett katastrofval och fick blygsamma 16,4 procent. Det blir ofta så när man får en katastrofal politik. Det var det sista valet för dem sedan 1890.

Det rådde en viss lättnad runt om i Europa efteråt, där det kunde gått värre. Elon Musks smutsiga inblandning och propagerande för AfD verkar inte ha haft någon större effekt. Det är minst sagt tydligt att Tyskland, trots Berlinmurens fall 1989, fortfarande är ett delat land. AfD i blåt. Man får hoppas att Merz uppvisar ett starkare ledarskap än Scholz där AfDs starka utveckling tydligt visar att folk är bekymrade och rädda för framtiden. Om inte det ändras går det som det

precis gjort i USA med en auktoritär ledare med någont luddiga moralbegrepp.

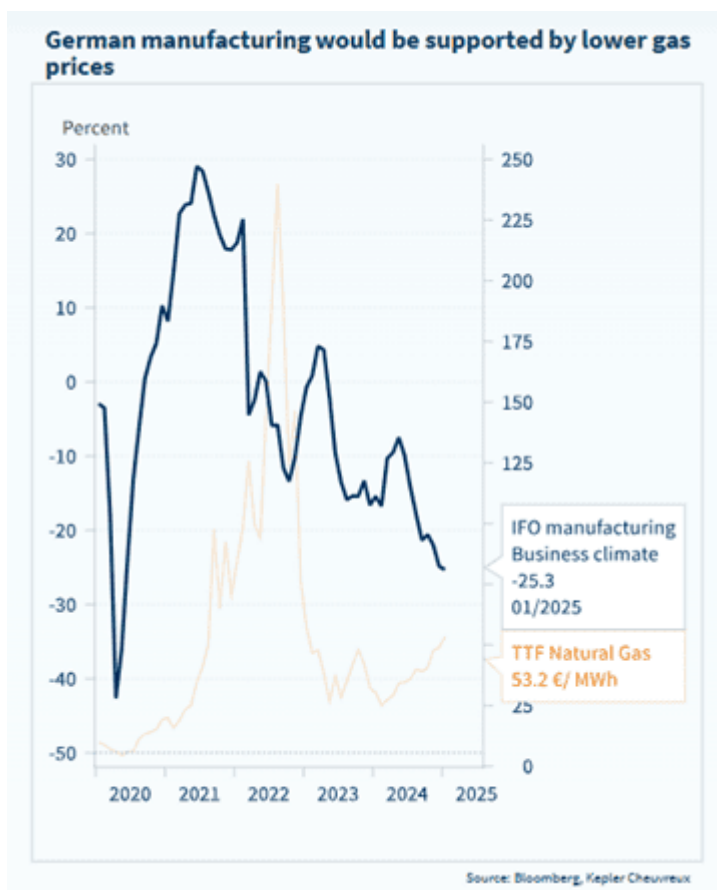


Källa: Holger Zschaepitz

Vi är många som nu hoppas och tror att världens bästa ingenjörsverkstad äntligen ska få lite fart under hjulen. Flera ytterst graverande misstag har gjorts, inte minst inom energipolitiken, men det är dags att hitta lösningar, stimulera ekonomin och komma tillbaka. Tyskland, som är Europas största ekonomi med 24 procent av EU:s totala BNP, behöver lyfta sig själv.



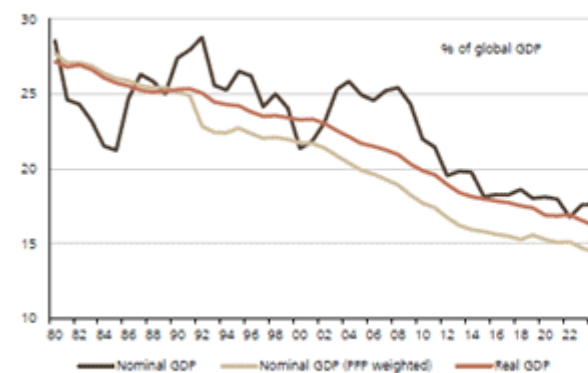
Energipolitiken har varit ett haveri. Nedan aktiviteten i den tyska industrin samt gaspriser.



KÄlla: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

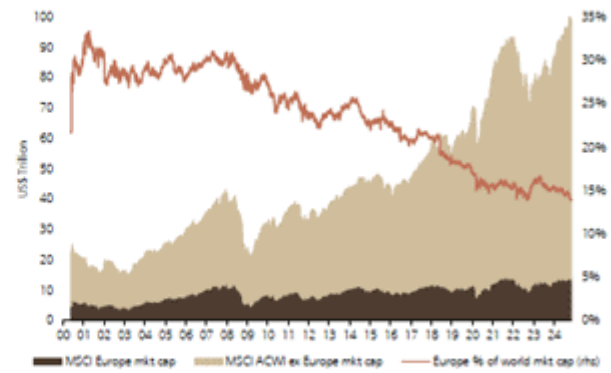
Bilderna nedan visar Europas kraftigt sjunkande vikt i världen. Det är dags att kavla upp ärmarna nu och ändra det! Visserligen främst drivet av geopolitik, men vi bevitnar just nu den största samlade kraftsamlingen bland Europas ledare sedan kriget och det kan vara en katalysator för att fokus egentligen blir på tillväxt, mindre regleringar och ett starkt ledarskap.

Figure 1: The EU's share in global GDP is declining



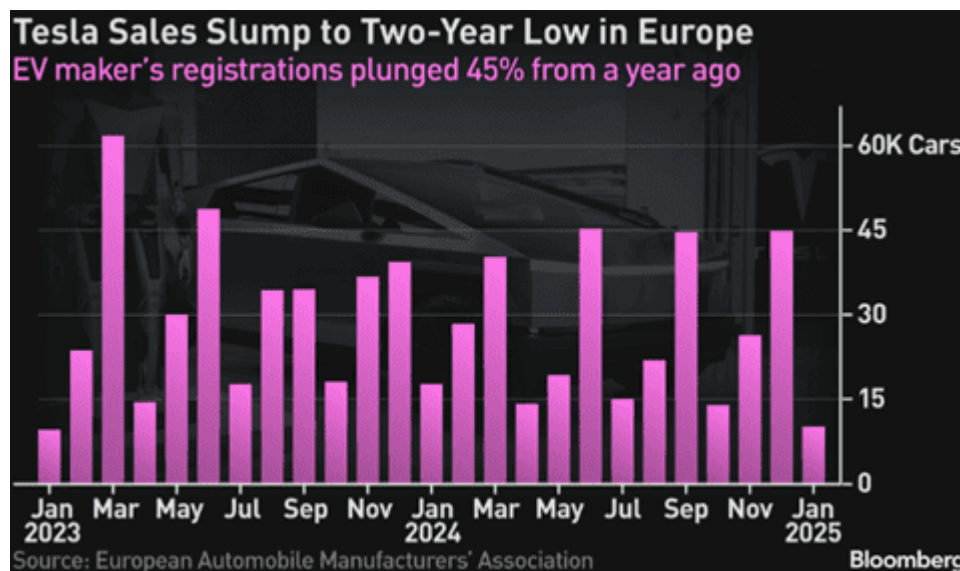
Source: IMF, Word Bank, Haver, UBS calculations

Figure 2: The share of European firms in the MSCI world index has fallen to 14% from 33% in 2001



Source: Bloomberg, MSCI, UBS

Vem År fÅrvÅn?

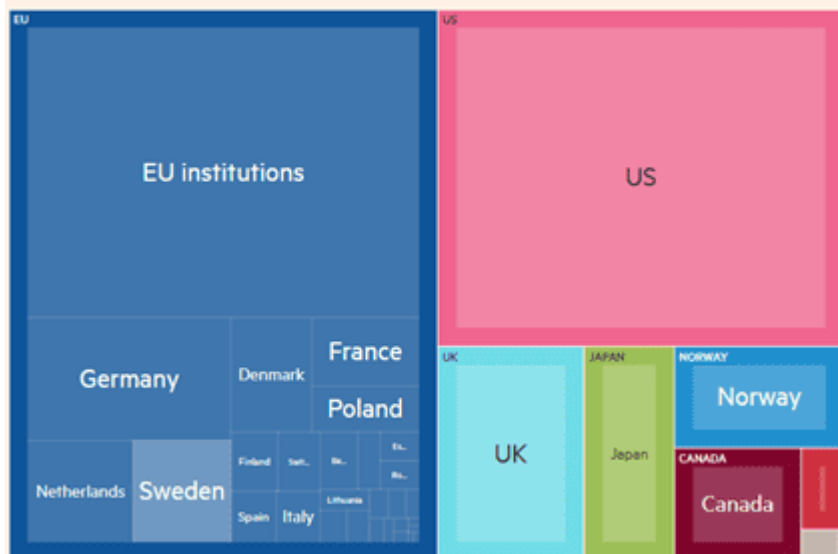


Den mest bisarra politiska videon nÅgonsin? â••Whatâ••s next for Gazaâ••, [se videon hÅr](#).

Nej, USA har inte betalat oproportionerligt mycket till Ukraina.

The US is not providing disproportionately large amounts to Ukraine

Total value of cumulative commitments (€bn)



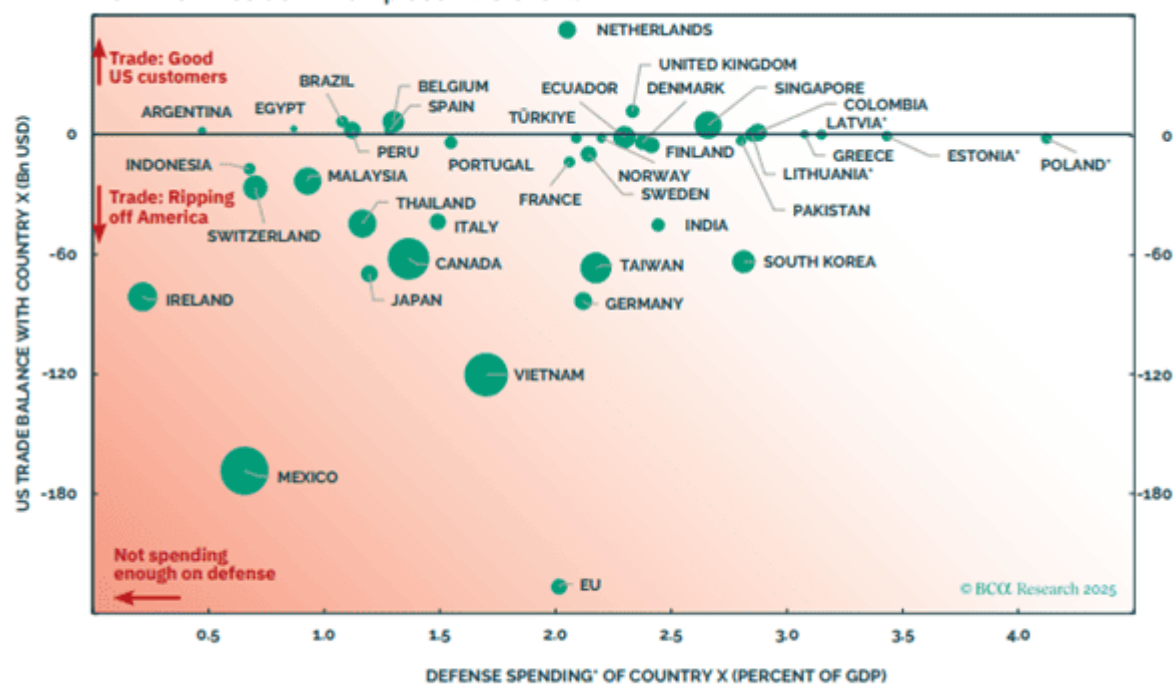
FINANCIAL TIMES

Source: Kiel Institute for the World Economy; Ukraine Support Tracker • Data up to Dec 2024

•Onda och goda länder• samt respektive lands försvarsutgifter.

CHART 6

Don't Let President Trump See This Chart!



* 2024 DEFENSE SPENDING ESTIMATES FOR NATO COUNTRIES. 2023 ESTIMATES FOR OTHER COUNTRIES IN THE CHART.
SOURCE: IMF, WB, NATO, SIPRI, AND GLOBALDATA.
NOTE: THE SIZE OF THE BUBBLE DENOTES THE EXPORT EXPOSURE OF A COUNTRY TO THE US MARKET (CALCULATED AS EXPORTS OF COUNTRY X TO US AS A SHARE OF COUNTRY X GDP).

Källa: BCA Research

•Zelensky shouldn't have started the war with Russia.•

1939: Russia invades Poland.
1939: Russia invades Finland.
1940: Russia invades Estonia.
1940: Russia invades Lithuania.
1956: Russia invades Hungary.
1968: Russia invades Czechoslovakia.
1979: Russia invades Afghanistan.
1994: Russia invades Chechnya.
1999: Russia invades Chechnya again.
2008: Russia invades Georgia.
2014: Russia invades Crimea.
2015: Russia invades Syria.
2022: Russia invades Ukraine.

Källa: X

Våra bolag

Euronext

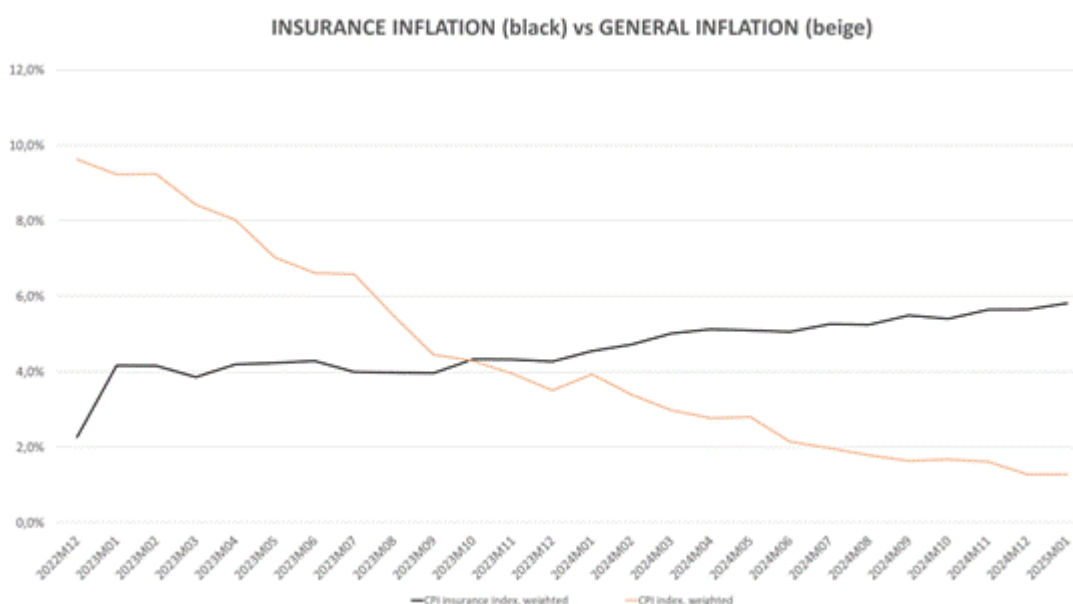
Bärsoperatören har skämt bort sina investerare med fina rapporter under lång tid och rapporten för det fjärde kvartalet 2024 var inget undantag. Resultatet (per EBITDA-nivå) var 122 procent före estimaten, drivet av bättre intäkter än väntat. Bolaget guidade även för sina kostnader för 2025, vilka väntas ligga lite högre än analytikerna hade gissat på. Trots detta steg aktien, antagligen på grund av den starka försäljningen.

Verksamheten gynnas just nu av volatila aktiemarknader, vilket typiskt sett skapar större handelsvolymer. Ur den synvinkeln är Trumps frekventa och vilda utspel positiva för Euronext. Bolaget har varit en trojkanare i portföljen sedan sensommaren 2023 och har stigit cirka 80 procent sedan vi initierade vår position. I februari steg aktien med 8 procent, vilket ger 12 procent för helåret. Nedan Euronext kursutveckling sedan augusti 2023.



Sampo

Vi har en positiv syn på den nordiska försäkringsmarknaden framöver och mot den bakgrunden har vi sedan en tid ägt finska Sampo. Vi ser just nu hur försäkringspremierna fortsätter stiga samtidigt som den generella inflationen sjunker, vilket blir vara positivt för Sampo. Se bilden nedan där vi försäkrat vikta försäkringsinflationen i Norden baserat på population och jämfört med den generella inflationen. På senare tid har även ökningen i inflationen för bilreparationen sjunkit från några nivåer, vilket blir vara positivt för länsamheten framöver.



Källa: Coeli European

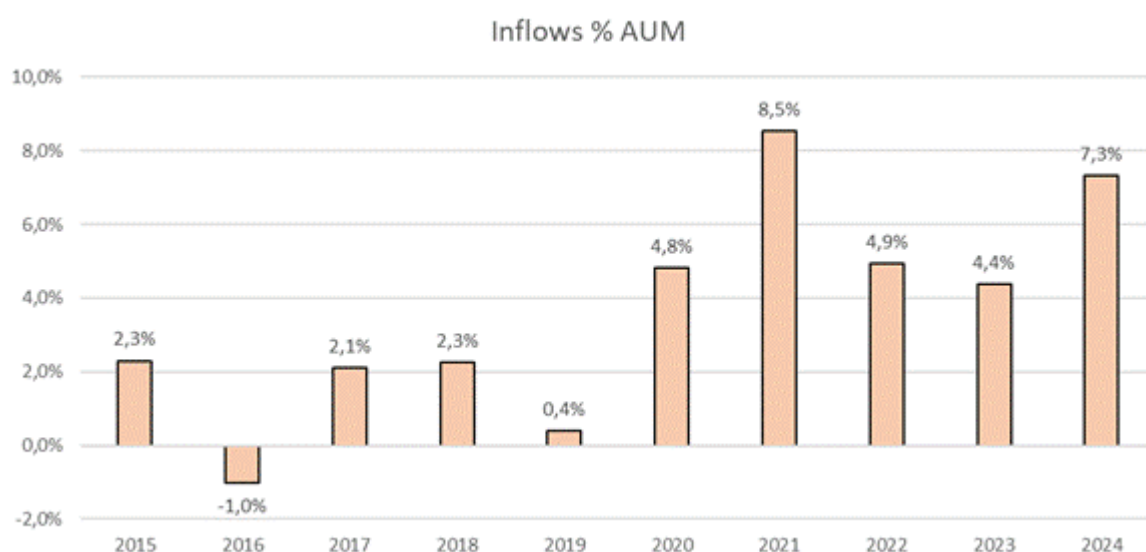
Även om bilsvärdet egentligen är större än vad vi normalt sett investerar i, tycker vi att Sampo passar in i vårt portfölj. De senaste årens fokusering av verksamheten har gjort bolaget mer attraktivt eftersom det nu är ett renodlat nordiskt försäkringsbolag. Den nordiska försäkringsmarknaden karaktäriseras av stabil och hög länsamhet med ett fåtal större och disciplinerade aktörer.

I februari rapporterade Sampo som var cirka 9 procent bättre än förhandstipsen. Aktien steg 6 procent i februari och har därmed stigit 7 procent för helåret.

Van Lanschot Kempen

Sedan en kort tid tillbaka har vi en mindre position i det nederländska wealth management-bolaget Van Lanschot Kempen. Bolaget är flera hundra år gammalt och har tidigare haft mer extensiv bankverksamhet. Idag är huvudfokus i stället wealth management, som kort sammanfattat handlar om att tillgodose förrmågna privatkunder och stiftelser ekonomisk rådgivning och förvaltning mot en avgift. Det fina med affärsmodellen är att det förvaltade kapitalet på lång sikt bör stiga i takt med aktiemarknaden, vilket tillsammans med nettoinflåden ger en vinststillväxt.

På senare år har bolaget varit framgångsrikt på att förbättra sin kundnjäthet. Den direkta fljen av det är större nettoinflåden. Under de senaste fem åren har de genomsnittliga inflådena varit cirka 6 procent i wealth management-affären. Det kan jämföras med 1 procent under den femårsperiod som var dessförinnan.



Källa: Coeli European

Vi tror att Van Lanschot över tid bör kunna växa sitt förvaltade kapital med åtminstone 6-7 procent per år, konservativt beräknat. Med en sådan kalkyl bör vinsten växa ytterligare lite snabbare än så tack vare skattefördelar. Om du till den vinststillväxten adderar en (ordinarie) utdelning som ger cirka 6-7 procent i direktavkastning så har du en ganska fin vax mot cirka 15 procent avkastning per år (givet en stabil värdningsmultiplikation).

I februari släppte Van Lanschot en rapport som var något under förväntningarna, främst på grund av en lägre vinst än väntat inom Van Lanschots investment banking-division. Investment banking-divisionen är liten, volatil i sin natur, och värderas inte högt av oss eller marknaden. Om Van Lanschot hade missat våra estimat baserat på huvudaffären inom Wealth Management hade vi blivit mer oroliga. Vi utnyttjade den svaghet som uppstod på rapporten genom att köpa fler aktier.

Aktien sjönk -4 procent under månadens och hade per sista februari därmed stigit 5 procent för helåret. När detta skrivs har det precis annonserats att den nederländska storbanken ING köpt en stor position i Van Lanschot-aktien. Givet regulatoriskt godkännande kommer ING äga drygt 20 procent av bolaget och marknaden kommer nu fundera över ett fullständigt uppköp. Aktien stiger i skrivande stund med fem procent på beskedet.

Bureau Veritas

Vi har sedan en tid tillbaka en medelstor position i franska Bureau Veritas, som erbjuder certifiering, inspektion och tester inom en rad olika branscher. Det kan exempelvis handla om att hjälpa till att inspektera marina plattformar för att försäkra sig om att de lever upp till säkerhetskrav, eller att beräkna och rapportera koldioxidutsläpp för ett företags årsredovisning. Bolaget har haft stora framgångar på senare tid med hög ensiffrig tillväxt i genomsnitt de senaste åren.

Bolaget lämnade i februari en rapport som slog förväntningar med 1-2 procent. Trots detta har aktien sedan rapporten sjunkit 7 procent. Vi tror att huvudorsakerna till det är 1) att marknaden vant sig vid ännu starkt positiva överraskningar gentemot förväntningarna än vad som gavs i det fjärde kvartalet och 2) avsaknaden kring besked om återköp i samband med bokslutet. Bureau Veritas gynnas också av global handel och starka rubriker rörande tullar är inte hjälpsamma ur det perspektivet. För helåret har Bureau Veritas-aktien sjunkit med 1 procent.

Scandic

Scandic levererade en rapport för fjärde kvartalet som var cirka 6 procent bättre än förväntat på rörelsevinstnivå. Under eftermiddagen höll också Scandic sin första kapitalmarknadsdag på fem år. Budskapet var tydligt för marknaden: Man ska vända affären och dela ut mycket pengar till aktieägarna. Bolaget planerar att öppna 10 000 nya rum under de kommande fem åren. Det kan jämföras med de 55 000 hotellrum man har idag. De förväntar sig också en ökad RevPar-tillväxt (intäkt per rum) i Norden drivet av en ökad beläggning och högre priser.

Ovanpå det företaget slog ledningen att dela ut 570 miljoner kronor och lansera ett nytt återköpsprogram om cirka 500 miljoner kronor. Totalt förväntas nästan 2 miljarder kronor delas ut mellan december 2024 och mars 2026, vilket är nästan 11 procent av bärsvärdet. Scandic handlas på en 7-procent FCF-yield på drygt 7 procent baserat på våra estimat.

Vi fortsätter tycka om Scandic, som varit en av fondens starka innehav under det senaste året. Aktien steg 9 procent på rapportdagen och har stigit 24 procent i år.

Bonesupport

Bonesupport har haft en stark inledning på året, vilket vi skrev mer om i föregående brev. Till slut fick bolaget bekänna förg med sitt bokslut och gjorde så med bravur. Omsättningen var något sämre än väntat men rörelsevinsten (justerat för positiva effekter från valutor och engångskostnader) var cirka 9 procent bättre. Försäljningen växte hela 48 procent där USA fortsätter vara dragloket. Europa växer också på en hög nivå om 25 procent (justerat för Storbritannien som var svagare på grund av hälsovårdssystemets nya prioriteringar).

Vi ser även en acceleration i tillväxten under andra halvåret (i absoluta tal) som vi tror är hänfört till lanseringen av Cerament G för att öppna frakturer, vilket blev godkänt i början av 2024. Den viktigaste punkten i rapporten var dock det starka kassaflödet. De frägetecken som byggts upp av marknaden rörande kassaflödet under de senaste månaderna rättades ut och bolaget belönades med en uppgång på 13 procent.

En annan punkt att belysa är bolagets fenomenala leverans gång på gång om saker och ting går som plan. Marknaden får för sig att ifrågasätta saker från tid till annan, men rapporterna talar det motsatta. Aktien steg 11 procent under februari och var därmed i princip oförändrad för helåret.

Kalmar

Även finska Kalmar släppte sin rapport i februari. Råttelsevinsten var något lägre än förväntat men desto viktigare var att orderingången blev 19 procent bättre än väntat. Vi tror att Kalmar fortfarande är relativt oupptäckt. Det är ett globalt ledande bolag med en hel del saker att optimera internt som vi tror nya VD Sami Niiranen kan läsa med sin bakgrund från Atlas/Epiroc. En annan klicker i caset är att dragtruckar i USA varit ett svagt segment sedan pandemin: När det vänder där kommer det troligen bli ganska bra fart på vinsten. Bolaget handlas på EV/EBIT 9x 2026e med en i princip skuldfri balansräkning. Aktien steg 5 procent i februari och hade därmed stigit 8 procent för helåret.

Vallourec

Franska Vallourec hade redan annonserat sina preliminära siffror under januari men levererade ändå en rapport som var 3 procent bättre än förväntat på råttelsevinstnivå. Guidningen för första kvartalet var i linje med förväntansbilden. Samtidigt pratade bolaget väldigt positivt om andra halvåret efter bra orderingång under slutet av 2024, vilket togs emot väl av marknaden. Vallourec är även en stor relativvinnare på tullar på produktionen för den amerikanska marknaden är 100 procent integrerad i USA. Prisförväntan på Vallourecs produkter har stigit under flera månader i rad samtidigt som bolaget kan komma att gynnas av högre gaspriser och utbyggnad av naturgas. Något vi ännu inte sett.

Bolaget handlas på värde estimat till EV/EBIT 6x 2026e med en skuldfri balansräkning. Aktien steg 2 procent i februari och har stigit 14 procent för helåret.

SLP

SLP fortsätter leverera fantastiska rapporter. Denna gång var förvaltningsresultatet cirka 20 procent bättre än förväntansbilden. SLP har, likt andra fastighetsbolag, haft en trög start i år och aktien sjönk 2 procent under februari, trots en strålende rapport. Vi tror att en viktig anledning till det är att bolagets VD sålde aktier strax efter rapporten. Vi lägger ingen vikt vid hans försäljning utan fortsätter gilla SLP som kommer skapa mycket mer värde för ägarna över tid. Aktien hade per sista februari stigit 2 procent 2025.

Biotage

Biotage är vår stora besvikelse i år efter en nedgång om 21 procent i februari och 31 procent för helåret. Ur bokslutet kunde vi läsa att råttelsevinsten på EBITDA-nivå var 15 procent sämre än förväntat, justerat för engångsintäkter. Det nyligen förvärvade bolaget Astrea stack ut som lite svagare medan segmentet för små molekyler var i linje med förväntan.

Vi misstänker att bolagets försiktiga kommentarer kring Astreas orderbok inför 2025 var det som fick marknaden att verkligen hicka till på rapportdagen. Vår uppfattning är att orderboken enbart är 15-20 procent av ett års försäljningsvärde, vilket gör att kommentarerna är ännu mer udda. (Det räcker i princip med ett samtal så är orderboken fylld igen.) I dagsläget är Astrea väldigt beroende av ett fåtal stora kunder och deras orders tenderar att vara stora men varierar kraftigt från kvartal till kvartal. Därför bör inte investerare kolla på enskilda kvartal. Enligt bolaget ska man förvänta sig ett mjukare första halvår för Astrea.

Vi tror dock att nu är ett ypperligt läge att plocka upp aktien. Med en högre organisk tillväxt, marginaler och avkastning på kapital handlas nu Biotage till 23 procent rabatt mot sektorn, på redan nedjusterade analytikerestimater.

FÅrra veckan fÅrvÅrvade Thermo Fisher Solventums renings- och filtreringsaffÅr frÅn 3M som verkar frÅmst inom bioproduktion. FÅr detta betalade man 40x EBIT (innan synergier). Det visar att Thermo nu tar upp konkurrensen med Sartorius, Repligen och Danaher inom bioprocess. Astrea skulle nog kunna ses som ett bra komplement till den portfÅljen. Samtidigt vÅrderas Astrea implicit till noll kronor enligt vÅr syn att se pÅ Biotage vÅrdering idag.

Vi har pratat med Biotage ledning, styrelsemedlemmar och styrelseordfÅrande fÅr att uttrycka vÅrt missnÅje med hur dÅligt man kommunicerat till marknaden. Det År ett stort underbetyg till alla nÅr Biotage handlas pÅ historiskt lÅga multiplar och man nÅstan sÅtter ett negativt vÅrde pÅ Astrea som vi uppskattar kommer tjÅna 150 miljoner i År. PÅ vÅra estimat År vÅrderingen pÅ lÅga EV/EBITDA 12x fÅr 2026.

Cargotec

Cargotec (som inom nÅgra mÅnader kommer byta namn till Hiab) lÅmnade ocksÅ sitt bokslut i februari. Den justerade vinsten var nÅgot bÅttre Ån fÅrvÅntat men det som stod ut mest var orderingÅngen som var cirka 10 procent bÅttre Ån fÅrvÅntat. Det År fÅrsta kvartalet sedan 2022 som orders vÅxer och vi tror det finns goda chanser att bolaget justerar upp sin prognos under Året.

Det som marknaden dock tog fasta pÅ i rapporten var en lÅgre utbetalning Ån vÅntat frÅn nu sÅlda verksamhetsbenet MacGregor. Efter att ha justerat kÅpeskillingen fÅr skulder i rÅrelsekapitalet blev utbetalningen cirka 200 miljoner mindre Ån marknaden trott. Aktiekursen fÅll i linje med det bortfallet. Tittar vi framÅt stÅr Cargotec med stor nettokassa, redo att gÅra fÅrvÅrv infÅr en ny cykel. Bolaget handlas pÅ EV/EBIT 11x 2026e pÅ vÅra siffror, vilket År fÅr lÅgt fÅr ett bolag av denna kvalitet. Aktien sjÅnk 4 procent i februari, och hade per sista februari sjunkit 9 procent fÅr helÅret.

HBX

I februari var vi med i bÅrsnoteringen av spanska HBX. Det År Europas fÅrsta stora bÅrsnotering 2025. Som ett av de fÅrsta teknologibolagen att noteras i Europa pÅ lÅnge var uppstÅndelsen stor. Erbjudandet var Årvertecknat fem gÅngar. Bolaget År en global ledare fÅr att koppla ihop hotell och distributionskanaler (sÅ som booking.com eller Expedia). FÅr detta erhÅller HBX en del av det pris slutkunden betalar, vilket dÅrmed blir HBX intÅkt. Bolaget har justerade marginaler pÅ Årver 50% och en fÅrvÅntad vinststillvÅxt pÅ 10% kommande Åren. Med dagens priser betalar vi EV/EBITA 6,6x 2026, nÅgot som vi tycker År vÅldigt attraktivt.

Summering

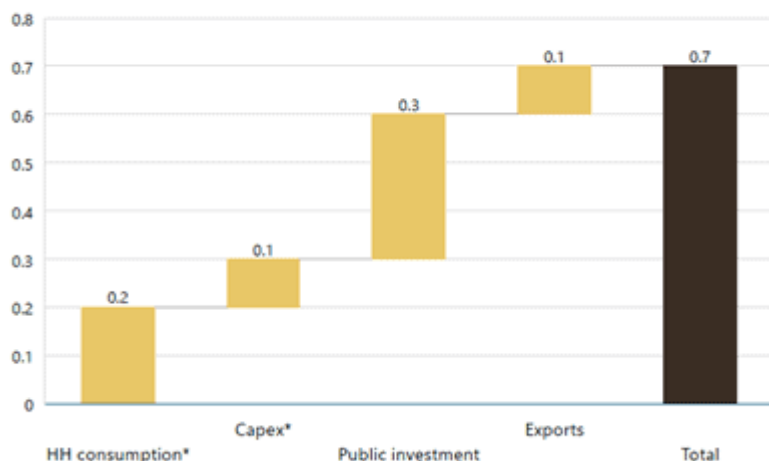
Donald Trump har bara varit president i fem veckor och vÅrlden År, Åtminstone ur ett politiskt perspektiv, redan i kaos. SÅ hÅr kan vi inte ha det i 203 veckor till. Det faktum att Europa nu gÅr en kraftanstrÅngning (vilket År helt nÅdvÅndigt) kan fÅra med sig nÅgot gott med ett Åkat politiskt och ekonomiskt inflytande i vÅrlden.

I resten av vÅrlden År kriget i Ukraina en betydligt mindre frÅga och en krass iakttagelse var nÅr de amerikanska bÅrserna pÅ fredagskvÅllen den 28:e, efter haveriet i vita huset, skÅtt ivÅg ordentligt och stÅngde pÅ dagshÅgstanivÅer. Amerikanska investerare bryr sig inte sÅ mycket om vad som hÅnder utanfÅr dess grÅnser.

På bolagsnivå i USA och Europa är det något mindre dramatiskt även om vissa sektorer, som till exempel bilindustrin arbetar under hård press och där Trumps kommande tullar sannolikt kommer påverka volymer och resultat. Men på andra sidan värderas dessa bolag till P/E 5-6x, så mycket borde vara diskonterat.

Nedan en uppskattning från UBS om hur Europas BNP förväntas påverkas i händelse av ett varaktigt eldupphör.

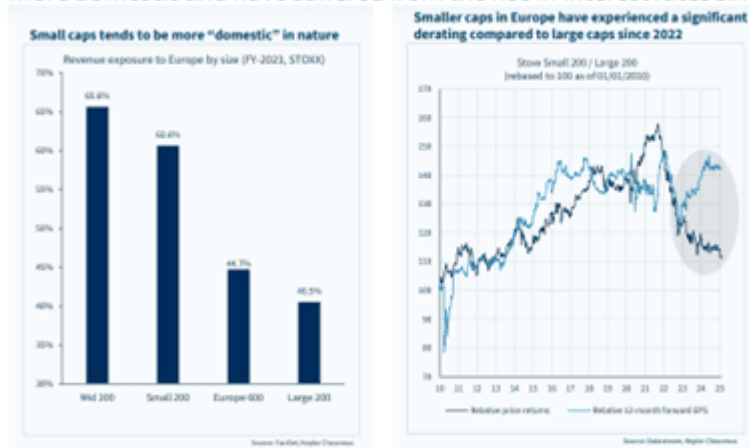
Figure 1: Potential upside of Ukraine ceasefire for Eurozone GDP over 2025-27 (pp of GDP)



Källa: UBS

Mindre och medelstora bolag borde gynnas mer än börsern i stort då de har mer inhemsk och europeisk exponering och har heller inte hämtat sig ännu från chocken 2022 när räntan steg kraftigt.

Peace in Ukraine would be supportive for **European SMIDs**, which are more domestic and have suffered from the rise in interest rates since 2022



Källa: Goldman Sachs

Nedanstående bild illustrerar väl skillnaden i DAX (stora bolag) och MDAX (mindre bolag) både vad gäller kursutveckling till värster och exponering till håller. Sedan september 2022 har DAX stigit med 75 procent medan MDAX stigit med blygsamma 15 procent. Hela 40 procent av DAX uppgång kommer från SAP och Siemens som är stora globala bolag. Tysklands stagnation de

senaste Åren syns dock tydligt i MDAX utveckling.

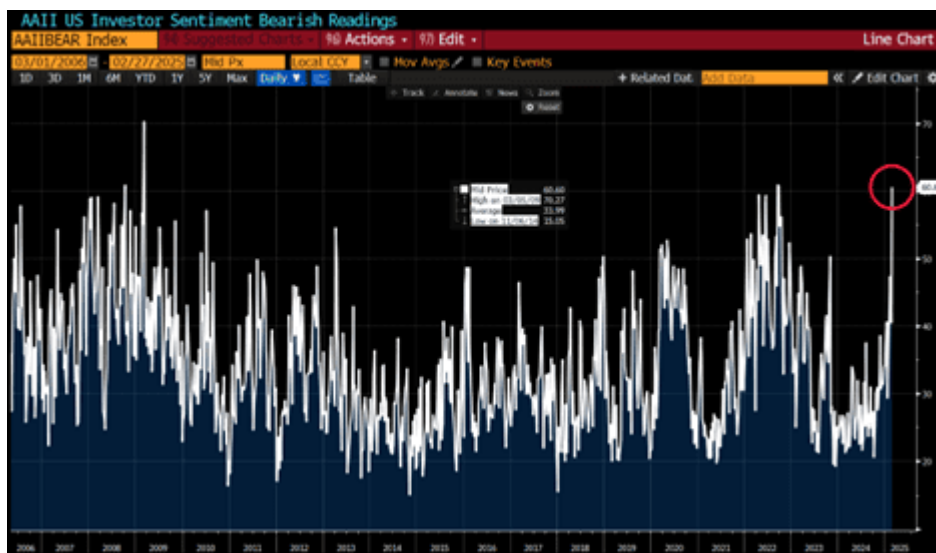


Källa: Bloomberg Intelligence

Det stora globala investeringsbolaget Abrdn har producerat nedanstående analys som visar att Storbritanniens mindre bolag har varit minst populära bland investerare världen över. De värderas faktiskt nästanvarande med cirka 25 procents rabatt i förhållande till sitt 10-åriga genomsnitt. USA handlas däremot med 30 procents premie. Det är också en anledning till att fonden har drygt 20 procents exponering till SMID i Storbritannien. Bra bolag till en attraktiv värdering.

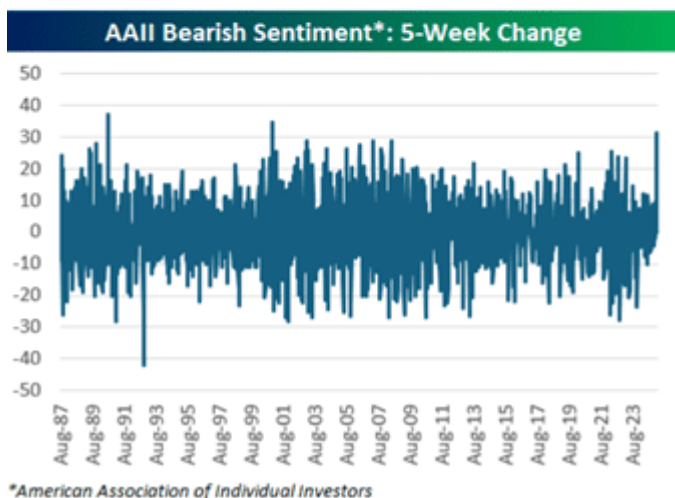
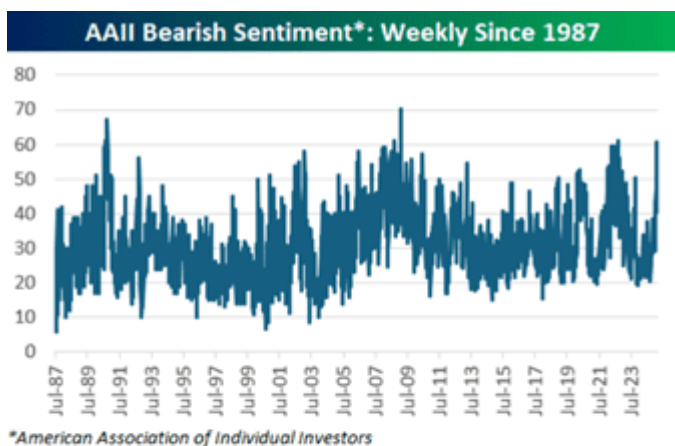


Nu ett antal datapunkter avseende världens viktigaste aktiemarknad. Vi har vid ett flertal tillfällen de senaste månaderna påtalat euforin bland amerikanska investerare som lett till höga värderingar och koncentrationsrisk. På grund av de små sprickor i ekonomiska data som nu rullar ut har investerarsentimentet blixtnabbt ändrats i USA, se bild nedan som visar "bearishness" bland investerare. Notera tidslinjen som sträcker sig över 20 år.



Källa: Bloomberg

Illustrerat på ett annat sätt i bilden nedan: bearish-sentiment gick över 60 procent senaste veckan vilket endast hänt fem gånger tidigare sedan måtperioden började 1987. Femveckors förändringen är det tredje starkaste endast slaget av december 2000 och augusti 1990. När riskviljan och värderingar samtidigt är på max nivå kan det gå fort utför.



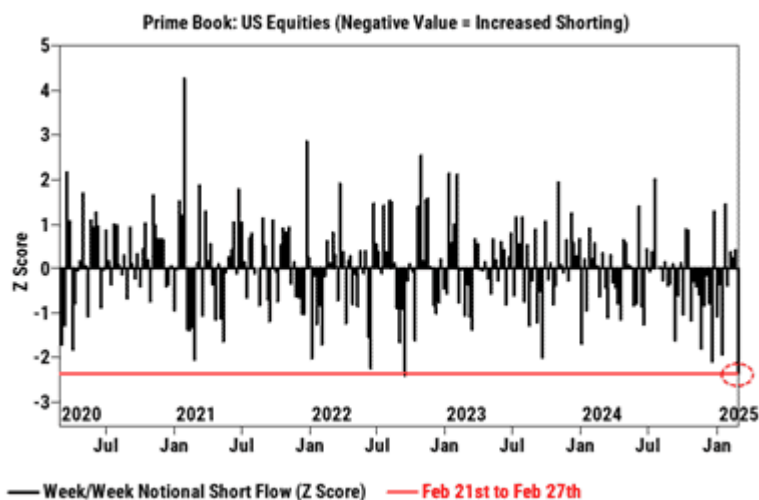
Källa: Bespokeinvest

Fear & Greed index avl  st den 28 februari. Detta gäller USA. I Europa har det som bekant varit betydligt mer positivt.



Källa: CNN

Under den sista veckan i februari blankade amerikanska investerare mer aggressivt   n under de senaste fem åren.



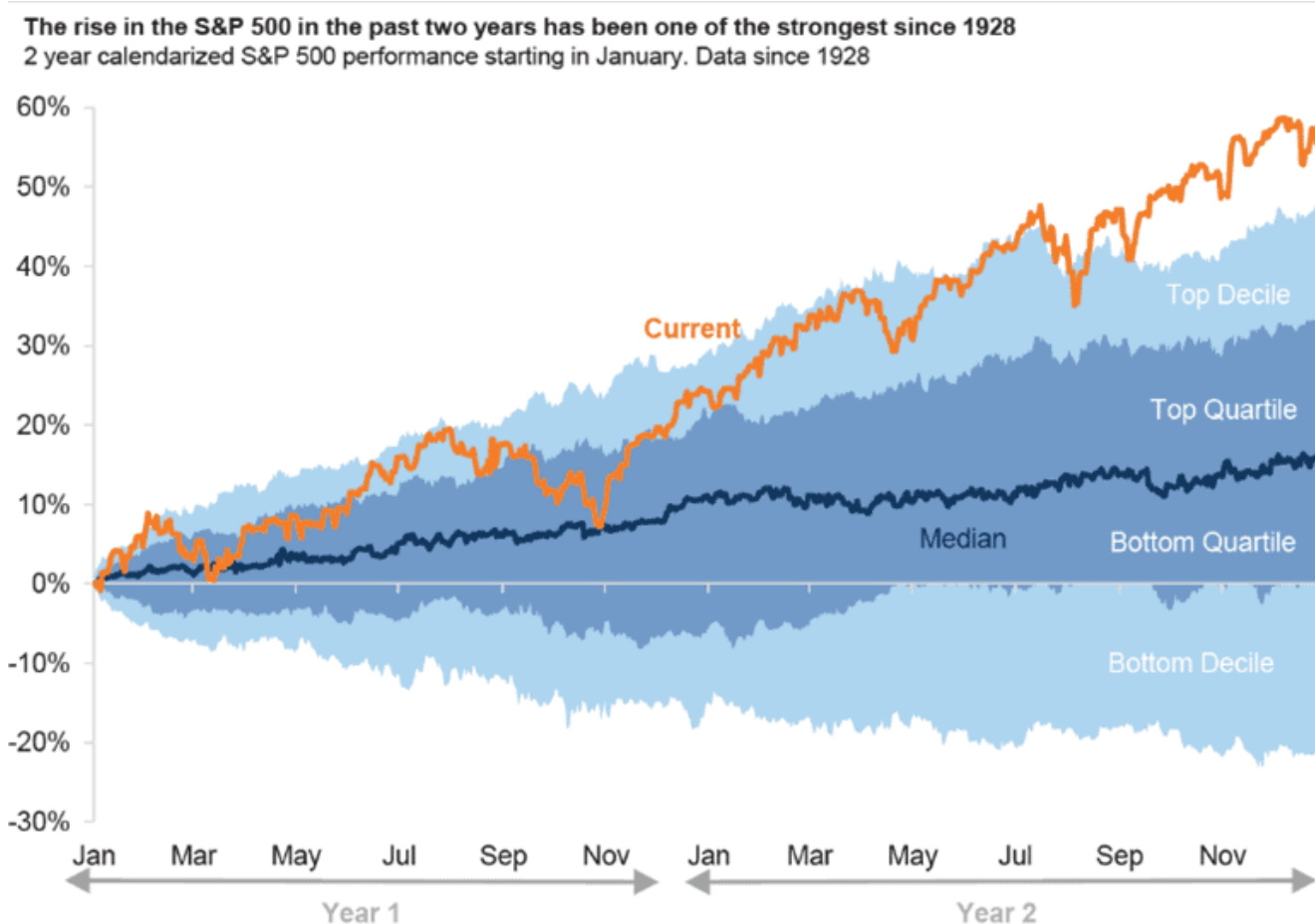
Källa: Goldman Sachs

S&P500 handlas med negativ riskpremie f  r f  rsta gången på 20   r. Känns lätt utmanande.



Källa: Bloomberg

Notera att utvecklingen för S&P500 de två senaste åren varit kraftigare än nånstans någon gång tidigare de senaste 100 åren.

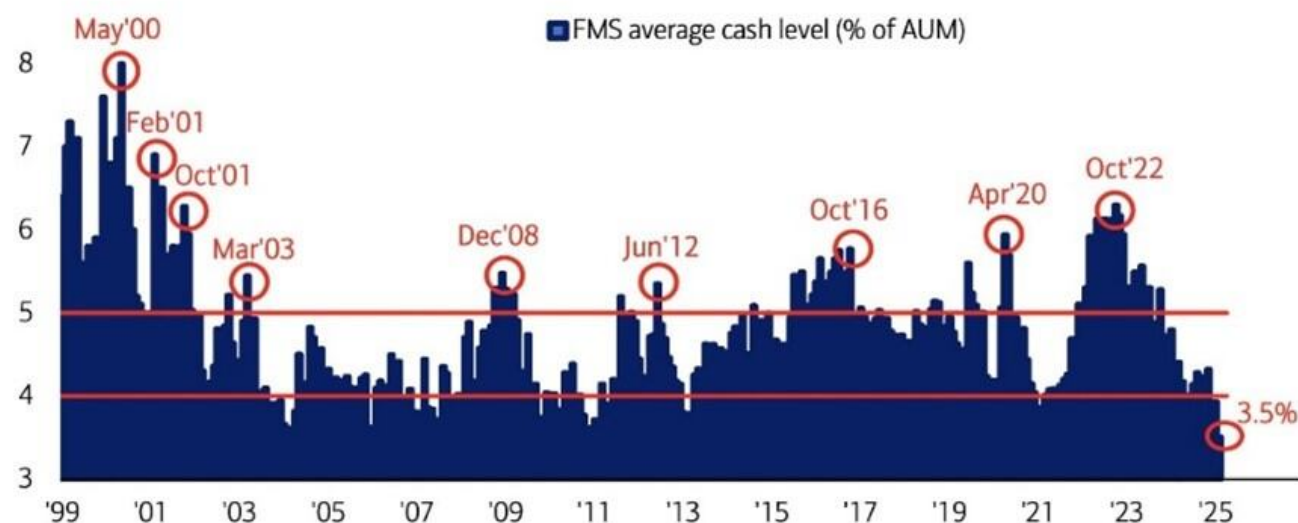


Källa: Goldman Sachs

Samtidigt har globala förrådsnivåer nått den högsta nivån på kassa sedan 2011.

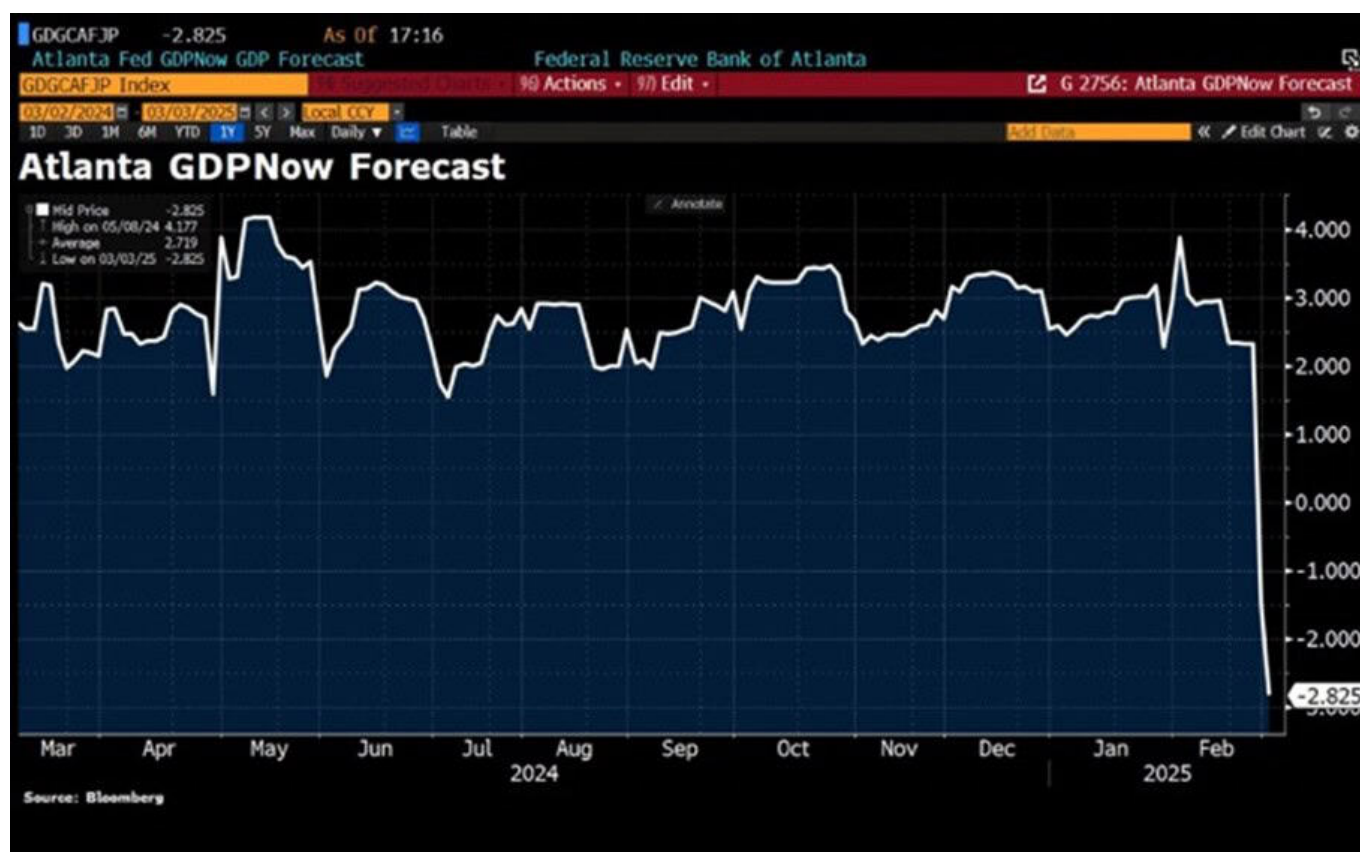
Chart 1: FMS cash levels at 15-year lows

BofA Global FMS average cash level (%)



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Den här bilden kom den 3 mars, men År sÅ spektakulÅr sÅ den fick fÅlja med februaribrevet. Visserligen År det ett volatilt index, men det ser ju ut som nÅgot hÅnder nere i Atlanta.



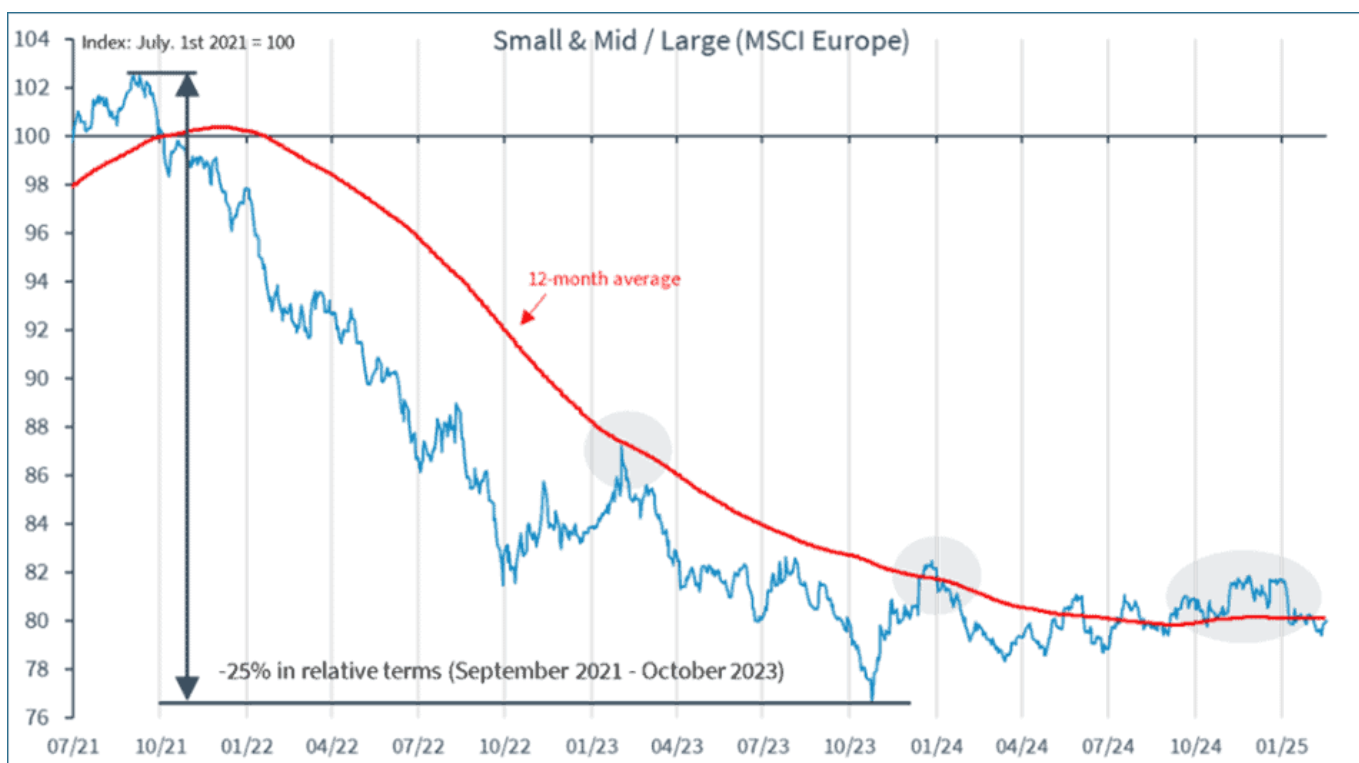
Källa: Bloomberg

Utvecklingen på de europeiska aktiemarknaderna har sÅ här långt i År varit betydligt friskare Ån de amerikanska. Nedan visar bredden i marknaden vilket varit stigande och År ett bra kvalitetstecken.



Källa: Kepler Cheuvreux

Mindre bolag har relativt större bolag handlats således under ett års tid. Det finns mycket som talar för att de mindre bolagen snart bryter ut från handelsmattinstret och får en starkare utveckling. Det gjorde det dock redan för ett år sedan, men nu är förutsättningarna ännu bättre.



Källa: Kepler Cheuvreux

Den rekordstora rabatten för europeiska bolag i förhållande till amerikanska har minskat lite den senaste månaden.



Källa: Kepler Cheuvreux

Om vi bryter ut de mindre bolagens värdering i förhållande till de större får vi följande tabell. En i våra ågon synnerligen attraktiv värdering.

P/E ratio	2024	2025E	2026E
Stoxx Small 200	16.0	13.4	11.9
Stoxx Mid 200	14.4	13.3	12.0
Stoxx Large 200	15.4	14.4	12.9
Stoxx Europe 600	15.3	14.2	12.7

Källa: Joakim Tabet, Kepler Cheuvreux

Och nedan visas förväntad vinsttillväxt.

EPS growth YoY%	2024	2025E	2026E
Stoxx Small 200	-2.2	19.3	13.1
Stoxx Mid 200	2.6	8.2	10.6
Stoxx Large 200	1.3	7.2	11.2
Stoxx Europe 600	1.3	7.9	11.2

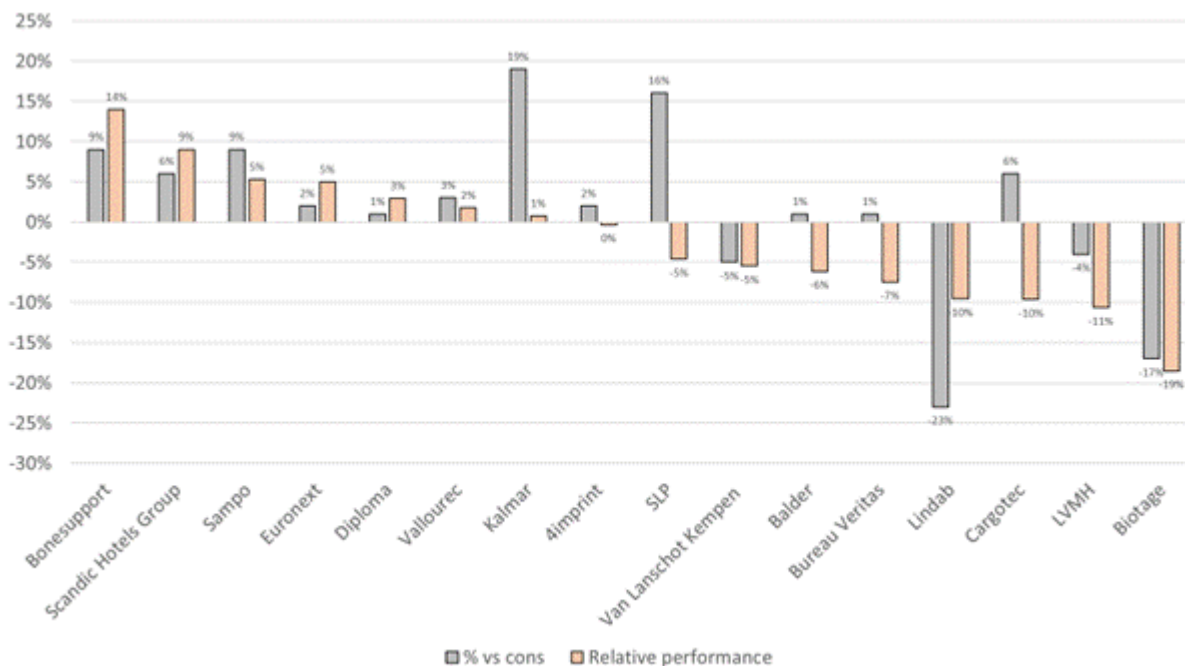
Källa: Joakim Tabet, Kepler Cheuvreux

Vår sammanfattning av allt som hänt den senaste tiden är att Europa kommer tvingas att reformera och stimulera ekonomierna. Det är minst sagt välbefärligt efter en kombinerad terrordasömn och verklighetsfrånvaro i politik som på ofattbart kort tid (sedan finanskrisen) källt Europas produktivitet och självförtroende i botten.

Säkerhetspolitiskt är läget allvarligt och vi hoppas att nuvarande lägesbild kylls av och att Ryssland på sikt besegras. Samstämmigheten och viljan bland Europas ledare att stödja Ukraina

(med undantag av Viktor Orbán som sällklart) är efter kraschen i vita huset fortfarande veckan på en ny höjgstanivå. Rimligtvis borde Europa, om viljan finns, med sina muskler klara av att hantera ett skadeskjutet och kraftigt eftersatt Ryssland som, för att uttrycka sig milt, knappast har bidragit till människlighetens utveckling.

Med undantag av Biotage är vi nöjda med våra bolags leverans under februari. Nedan visar vi en bild hur våra bolag levererat i förhållande till marknadens förväntningar och hur aktien utvecklats i förhållande till index efter rapporten. Det är skillnader i mätperioder där vi valt att jämföra rapporterade i slutet av januari och två bolag så sent som den 28:e februari. Men även om det inte är en exakt vetenskap ger det ett hum om hur rapportens utveckling utvecklats. Så här lämnat har 12 av 16 bolag överträffat förväntningarna vilket är anses som godkänt.



Källa: Coeli European

Vi har varit aktiva med portföljarbetet och gjort en del förändringar den senaste månaden. Vår lilla position i Corem är nu avvecklad och vi har köpt in oss igen i Commerzbank. Sedan tidigare äger fonden den österrikiska banken Bawag. Vi har också köpt två mindre positioner i tyska industribolag där vi fortsätter göra analysarbete.

Vi hittade denna bild i våra gallerier och som vi visade redan för en vecka sedan. Historiskt är en euforisk period med stark kursutveckling för de mindre bolagen tagit över ledarpinnen. Man kan konstatera att YTD-utvecklingen för Microsoft är -6%, Apple -4%, Nvidia -7%, Google -10%, Tesla -27%, Amazon -3% och Meta +14%. Nu återstår om SMID-bolagen kan leverera enligt historiken, men förutsättningarna (exklusive geopolitiken) är sållsynt goda.

MegaCap dominance is not new – then SmallCap takes over (see below)

	Magnificent 7 (March 2024)	FAANG (August 2020)	TMT (March 2000)	Nifty Fifty (April 1973)
				
Top 5 as % of S&P 500	26%	24%	18%	25%
P/E of S&P 500	19.9x	23.7x	25.5x	18.9x
P/E of Top 5 Stocks	35.1x (77% Premium)	48.1x (103% Premium)	44.0x (73% Premium)	41.9x (122% Premium)
Small v. Large (Next 5 & 7 Yrs)	??	?? (+8% over next 3Y)	+75% (5Y) +103% (7Y)	+31% (5Y) +91% (7Y)

Source: Internal, Jeremy Siegel.
Note: Small v Large Cap returns based on the S&P 600 Small Cap Index.

16

Kålla: Montanaro

Nu väntar en ny månad med färre rapporter från fonden och mer inre tjänst i form av analys på befintliga bolag samt en del nya idéer.

Vi tackar från visat intresse och vi håller igen om en månad.

Mikael & Team

Malmö den 5 mars 2025

Till sist och till den ja-sägande och listande journalisten samt den ivrigt bjäbbande JD Vance som ifrågasatte Zelenskys klädtsel: Nedan Winston Churchill i vita huset 1942.



Kålla: Daniel Korski, X

Date Created

2025/03/05