

FÄrrvaltarkommentar Coeli European å?? oktober 2025

Denna information År avsedd som marknadsfÄrring.

Observera att informationen nedan beskriver andelsklassen (I SEK), som År en andelsklass som År reserverad fÄrr institutionella investerare. Placeringar i andra andelsklasser har i allmÄrrnhet andra villkor vad gÄrrller bland annat avgifter, vilket pÄrrverkar andelsklassens avkastning. NedanstÄrrende information om avkastning skiljer sig dÄrrfÄrr frÄrrn avkastningen i andra andelsklasser.

Utveckling oktober

Fondens vÄrrde Ärrkade med 1,3 procent i oktober (andelsklass I SEK), samtidigt som jÄrrmfÄrrrelseindex Ärrkade med 1,1 procent. Sedan fondens strategiomÄrrggning i september 2023 har vÄrrdet Ärrkat med 26,1 procent, att jÄrrmfÄrrra med en Ärrkning om 22,7 procent fÄrr jÄrrmfÄrrrelseindex.

Utveckling (I SEK)		Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Ärr
2025	Coeli European	1,1%	-2,7%	-8,8%	4,5%	6,0%	4,6%	2,3%	-2,1%	-1,5%	1,3%			3,9%
	Benchmark	5,2%	-1,3%	-5,4%	2,5%	6,4%	2,3%	1,5%	-0,5%	0,2%	1,1%			12,0%
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	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year
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%

KÄrrlla: Coeli European

*Justerat fÄrr avknoppningen av Rejuveron

** Inkluderar 1 september (strategi omÄrrggning till long-only: 4 september 2023)

Historisk avkastning År ingen garanti fÄrr framtida avkastning. En investering i vÄrrdepapper/fonder kan bÄrrde Ärrka och minska i vÄrrde och det År inte sÄrrkert att du fÄrr tillbaka det investerade kapitalet.

Aktiemarknad / Makro

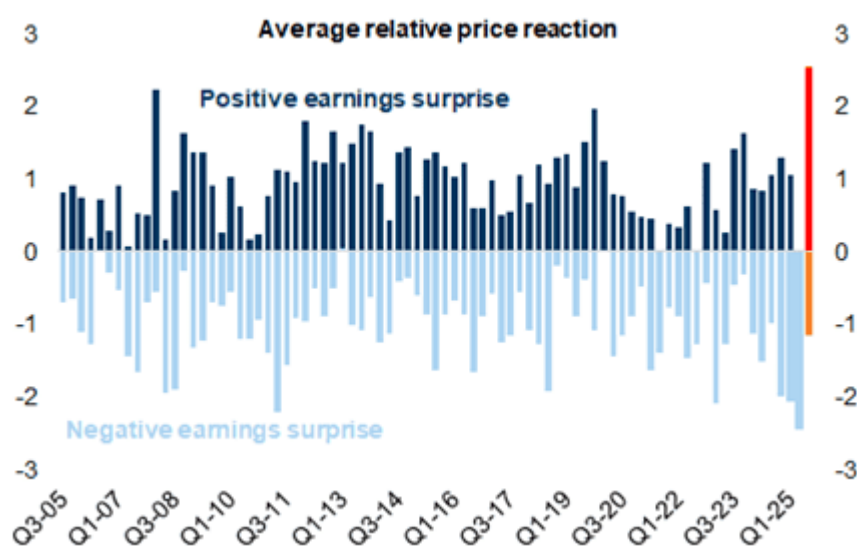
Det historiska sÄrrsongsmÄrrnstret med typiskt svaga aktiemarknader i oktober brÄrrts i Ärr, Ärrven om mÄrrnaden ocksÄrr bjÄrrd pÄrr en av de sÄrrmsta bÄrrrsdagarna sedan april. Det var en ovanligt hÄrrndelserik mÄrrnad som bland annat bjÄrrd pÄrr fÄrrrnyad politisk turbulens i Frankrike, amerikanska hot om kraftigt hÄrrjda tullar mot Kina som ett dygn senare togs tillbaka, en viss bankfrossa i USA som transporterades till Europa nÄrr mindre regionala banker plÄrrtsligt stÄrrrtdÄrrk pÄrr den amerikanska bÄrrrsen, en ny rÄrrntesÄrrnkning frÄrrn Fed, vapenvila i Gaza, fÄrrrsta mÄrrttet sedan 2019 mellan Kinas och USAs presidenter och inte minst, en tsunami av bolagsrapporter som Ärrverlag sÄrr hÄrr lÄrrngt varit ovÄrrntat starka.

NÄrr mÄrrnaden var avslutad hade det breda europaindexet stigit med 2,5 procent jÄrrmfÄrrrt med S&P500 som steg med 2,3 procent. PÄrr Ärrret har SXXP600 stigit med 12,7 procent jÄrrmfÄrrrt med S&P500 som stigit med 16,3 procent. Europa har ett betydligt starkare Ärr mÄrrtt i dollar dÄrr SXXP600 stigit med hela 24,9 procent. FÄrr de mindre bolagen steg MSCI European Small Cap med 1,9 procent.

Efter en svag inledning med låg likviditet i marknaden, började fonden leverera i takt med att rapporterna trillade in. SÅ har långt har 67 procent av våra bolag, mätt i kapital, rapporterat och utfallet har varit i linje eller bättre vid 13 av 17 tillfällen. Fonden steg i oktober med 1,3 procent jämfört med referensindex som steg 1,1 procent och vi är i stort nivå med vår och våra bolags prestation.

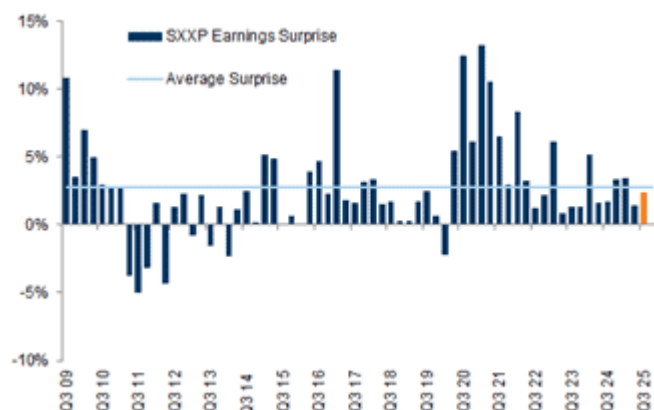
Vi var aktiva inför Verisures börsoptering den 8e oktober och fonden fick en god allokering. Redan den första timmen hade vi byggt upp ett nytt kärnnehav för fonden och det är ett bra exempel där vi med (tycker vi) vår starka och snabba analyskapacitet kan skaffa oss ett försprång mot den breda marknaden. Asker var ett liknande exempel i våras. De tre största positiva bidragsgivarna i oktober var Konecranes, Continental och Lindab. Motsvarande negativa bidragsgivare var Bonesupport, Babcock och Viscofan.

Marknaden har varit ovanligt generös med kraftiga kursrörelser uppåt för de bolag som slagit förväntningarna.



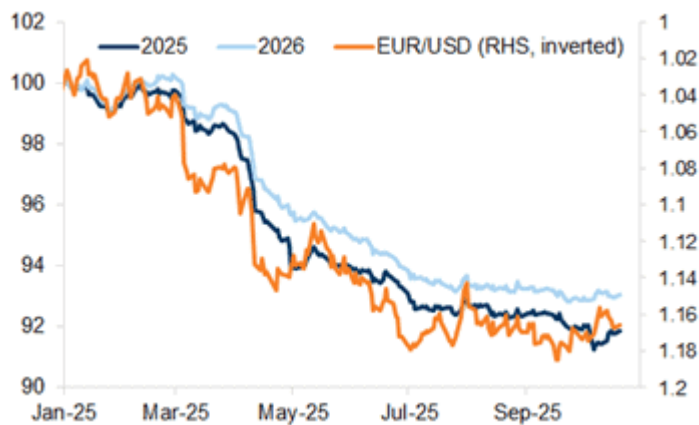
Källa: Goldman Sachs

Utfallet i Europa jämfört med förväntningarna.



Källa: Goldman Sachs

Nedjusteringarna av vinstestimaten i Europa har stabiliserats i takt med att EUR/USD har stabiliserats.



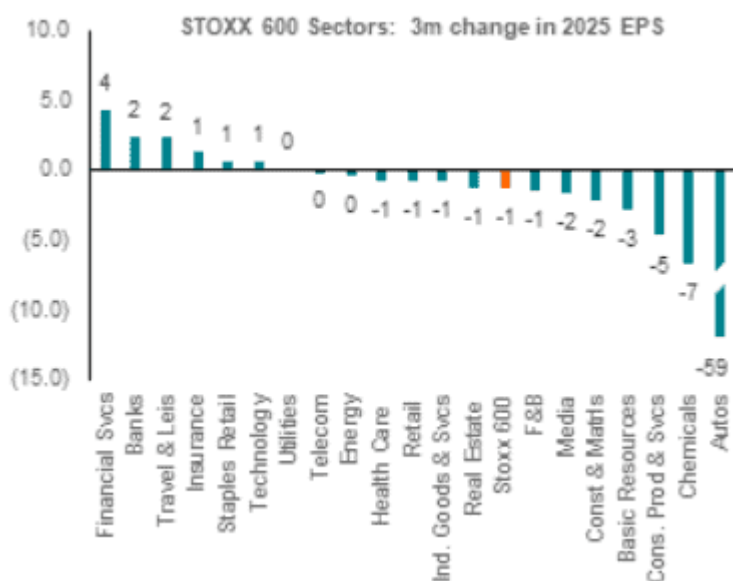
Källa: Goldman Sachs

Det är en stor skillnad i vinstjusteringar mellan bolag med en hög andel inhemsk försäljning (märkblå) och bolag med hög exponering mot USA (ljusblå).



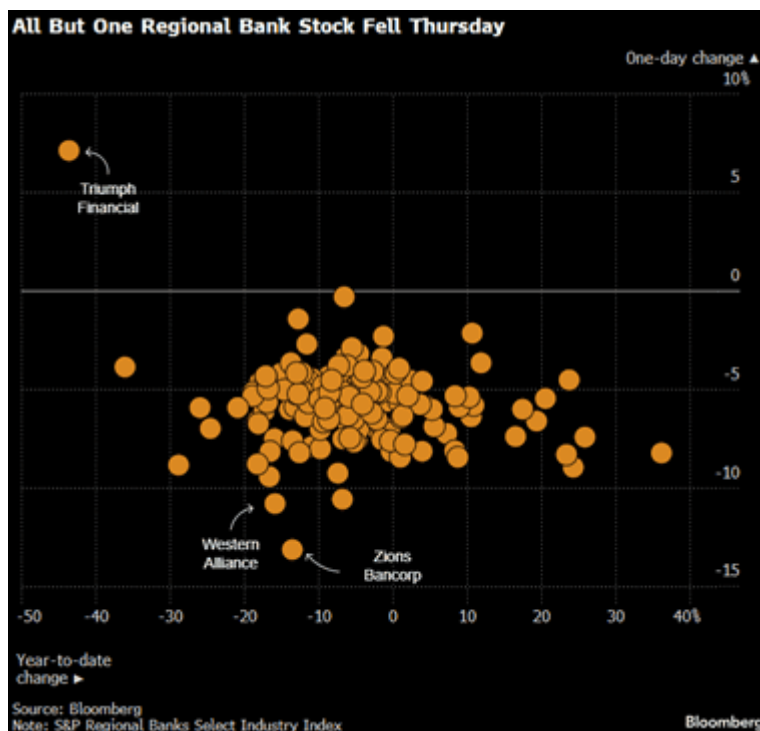
Källa: Goldman Sachs

Vinstförfväntningarna i Europa har sjunkit marginellt, men europeiska bilproducenter har det minst sagt tufft.



Källa: BNP Paribas

Den hastigt uppkomna amerikanska bankkrisen satte under en kort tidsperiod ordentlig press på framför allt de regionala bankernas aktiekurser, se bild nedan. Det smittade av sig på europeiska bankaktier och vårt innehav i Österrikiska Bawag sjönk som mest med 8 procent fredagen den 17 oktober. Vi passade på att köpa fler aktier.



Källa: Bloomberg

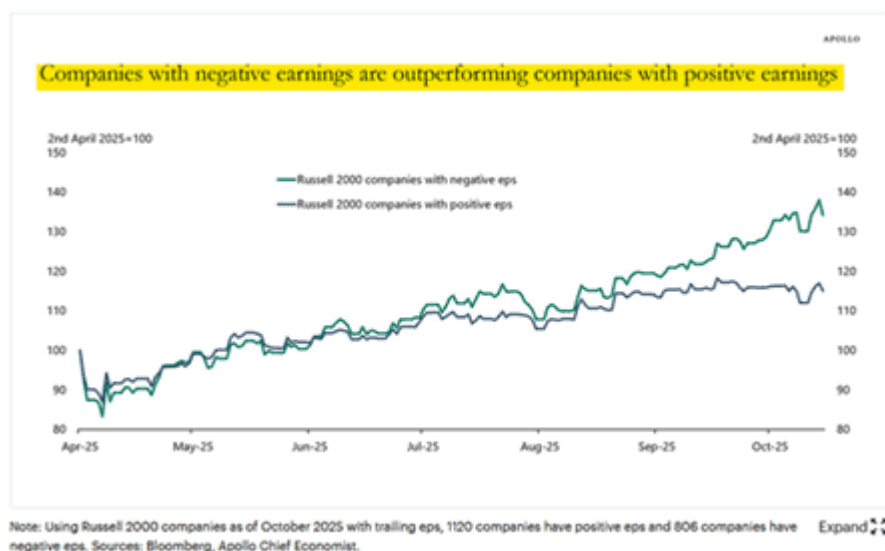
En tydlig trend under året och framför allt sedan i somras, är att kvalitetsbolag utvecklats samre än mer riskabla investeringar med lägre kvalitet. Det är också något fonden tydligt könt av de senaste månaderna och det kan bero på investerarens förhoppningar om att en snar uppgång i ekonomierna gynnar de bolag med starkast hävstång. Vi har en stark övertygelse att detta över tid rättar till sig.

Vi är tacksamma att vi inte håller på med korta positioner lägre, se bild nedan.

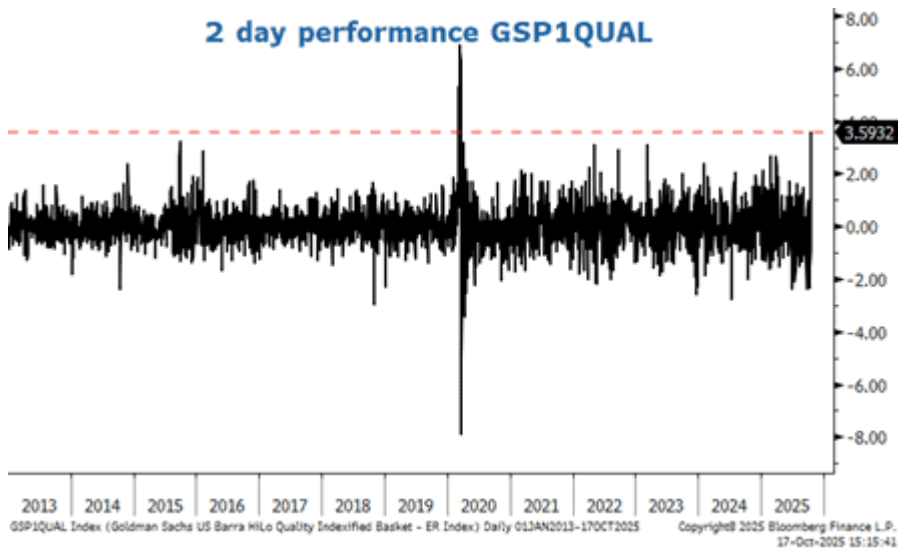


Källa: Financial Times

Nedan utvecklingen för IFS-samma amerikanska småbolag jämfört med de som inte har någon intjänning. OI-samma bolag har tydligt premierats sedan sensommaren.



Som nämndes inledningsvis var fondens utveckling svagare under den första delen av oktober. Det är talande att fondens utveckling svängde runt torsdagen den 16 oktober då kvalitetsbolag hade den näst starkaste avkastningen på en dag mått sedan 2013, jämfört med bolag av låg kvalitet.



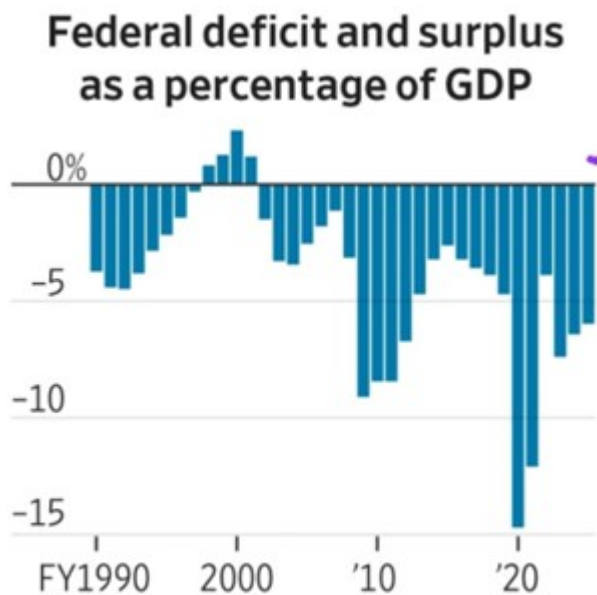
Källa: Bloomberg, Godman Sachs

Det finns mycket man kan beklaga sig över i Europa med saktfärdighet, regleringar och dålig budgetdisciplin. Vad gäller det sistnämnda är USA dock på god väg att bli en ny "champion" och det finns lite som talar för att den nuvarande administrationen kommer att bli mer återhållsamma.



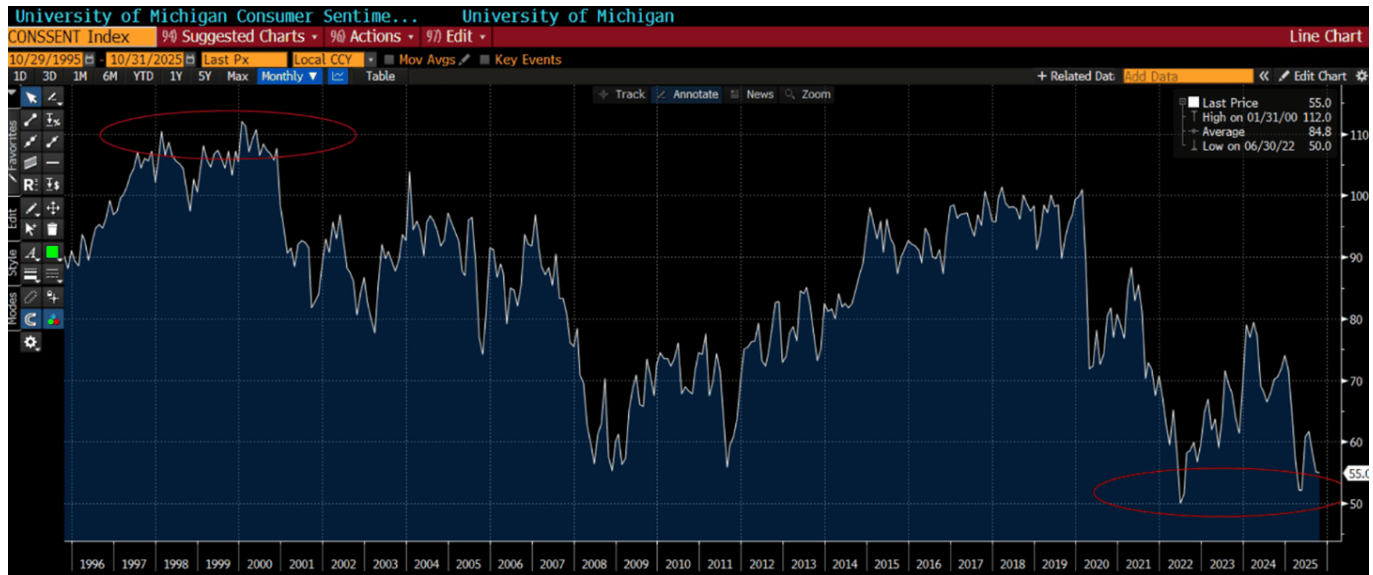
Källa: Financial Times, IMF

USA har inte haft ett positivt budgetöverskott sedan 2001.



Källa: X

Nedan en intressant graf som visar utvecklingen för amerikanska konsumenters sentimentindex de senaste 30 åren (sannolikt samma i Europa). Stämningen var på topp under internethysterin runt millenniumskiftet medan det idag, trots tre år in i en stark aktiemarknad, är betydligt mer dystert. Sannolikt beror det på att skillnaderna i samhället blivit dramatiskt och de längst upp i förmågenhetsligan mår alldeles utmärkt medan de längst ner upplever det motsatta då de inte har möjlighet att delta på festen.



Källa: Bloomberg

En intressant om än något dystert bild.



KÄlla: X

Aktiekulturen i USA är på en annan nivå jämfört med Europa där privatpersoners samlade tillgångar på trätt bankkonton är lika mycket som värdet på Europas aktiemarknader. I USA är motsvarande relation 6-7x till fördel för aktiemarknaden. Det säger väldigt mycket om mycket.

Exhibit 23: At €10tn, retail deposits in European banks almost match the scale of European equity markets...



Source: LSEG Data & Analytics, European Central Bank

Exhibit 24: ...but in the US, where household stock market participation is higher and rising, equity markets dwarf retail deposits in scale

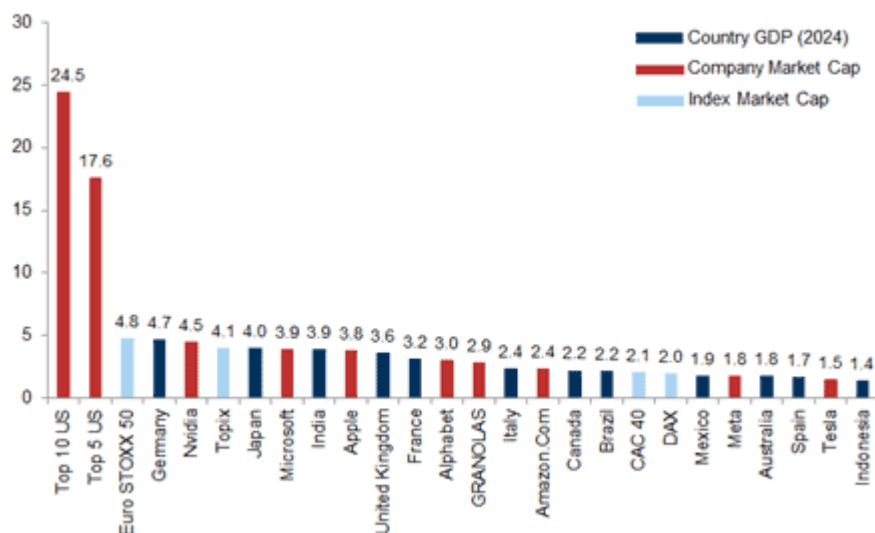


Source: LSEG Data & Analytics, Federal Reserve Bank of St Louis

KÄlla: Goldman Sachs

Den starka amerikanska aktiekulturen har bidragit till nedanstående utveckling. De 10 största amerikanska bolagen står för en fjärdedel av värdet på samtliga världens aktiemarknader. Hisnande och man blir nästan yr när man studerar bilden.

The top 10 US companies dominate the world equity market
2024 GDP, market prices as of last close; USD trn



Source: IMF, FactSet, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

En om mÅ¶jligt Å¶nnu mer hisnande bild. Nvidias nuvarande bÅ¶rsvÅ¶rde pÅ¶ ca 5000 miljarder USD motsvarar nu 16 procent av USA:s BNP!?

United States, Nvidia Ord Shs, Market Cap, USD [/ Gross Domestic Product, Total, Constant Prices, SA, Chained, AR]

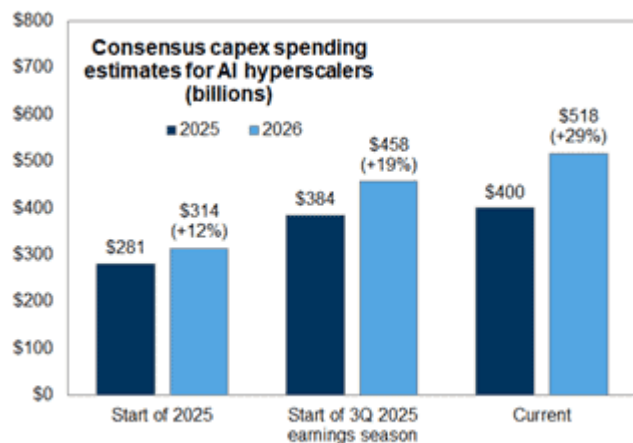


Source: Mott Capital Management, Macrobond

KÅ¶lla: Bloomberg

AI-investeringarna fÅ¶r de stÅ¶rre amerikanska techbolagen skenar, se bild nedan inklusive tidsaxeln. Ingen vill bli frÅ¶nÅ¶kt, men mÅ¶nga bolag kommer sannolikt brÅ¶nna sig vad gÅ¶ller avkastningen pÅ¶ sina investeringar.

AI hyperscalers include AMZN, GOOGL, META, MSFT, ORCL



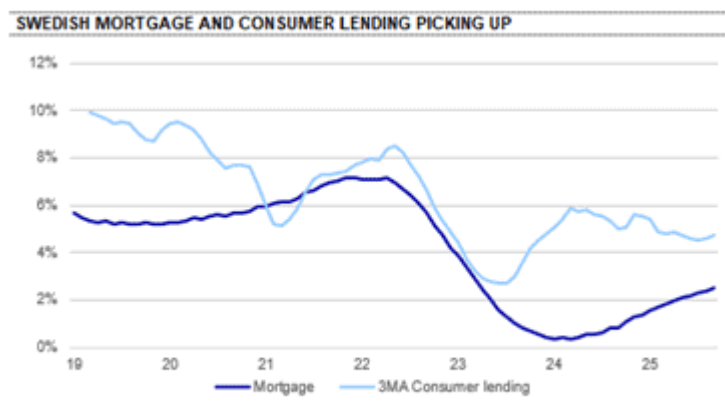
Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Efter att ha skrämt upp världens investerare en fredagseftermiddag i mitten av m  rtnaden med kraftigt sjunkande aktiekurser som följ, fick president Trump på helgen lugna massorna. På m  rtnaden var alla glada igen och drygt h  lfte av nedgången togs tillbaka.



Källa: Truth Social

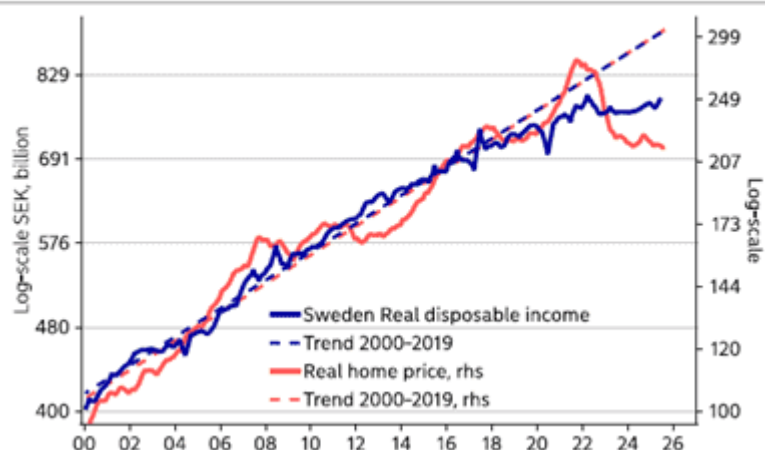
I Sverige, som ser ut att vara bland de första europeiska länderna ut ur lågkonjunkturen, ökar nu konsumenter sina hus- och konsumtionslån.



Source: Company data, Statistics Sweden and Nordia

Skattesänkningar på inkomster och livsmedel och därtill sänka räntor,   r fint smörjmedel för den svenska konsumenten som de senaste åren upplevt en extremt dyster och sällsynt utveckling av den disponibla inkomsten. Det var också glädjande att se att svensk BNP växte med 2,4 procent i det tredje kvartalet d  r f  rv  ntningarna låg på 1,6 procent.

SWEDEN: REAL DISPOSABLE INC/HOME PRICE FAR BELOW TREND



KÄlla: Nordea

Nobels fredspris gick till Venezuelas oppositionsledare Maria Corina Machado.



KÄlla: X

Man skulle tagit en lämplig position i Pokémonkort i stället för att suttit och analyserat bolag. Lite spiller dock över på oss då fonden har en stor position i Asmodee som på vissa marknader distribuerar Pokémonkort.

Trading card value increase over the last 20 years

Pokémon and sports cards have experienced growths far exceeding the S&P 500.

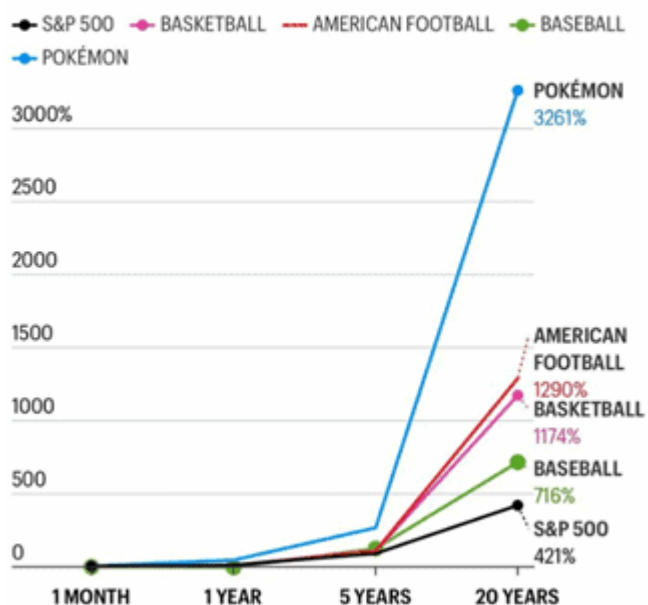


CHART: PRESTON FORE • SOURCE [CARD LADDER](#)

FORTUNE

Grattis Javier Milei! Från kaos till ett budgetöverskott i Argentina för första gången på många år och även stora framgångar med att få ner en extremt hög inflation. Mycket återstår dock.



Källa: Financial Times

Vår innehav

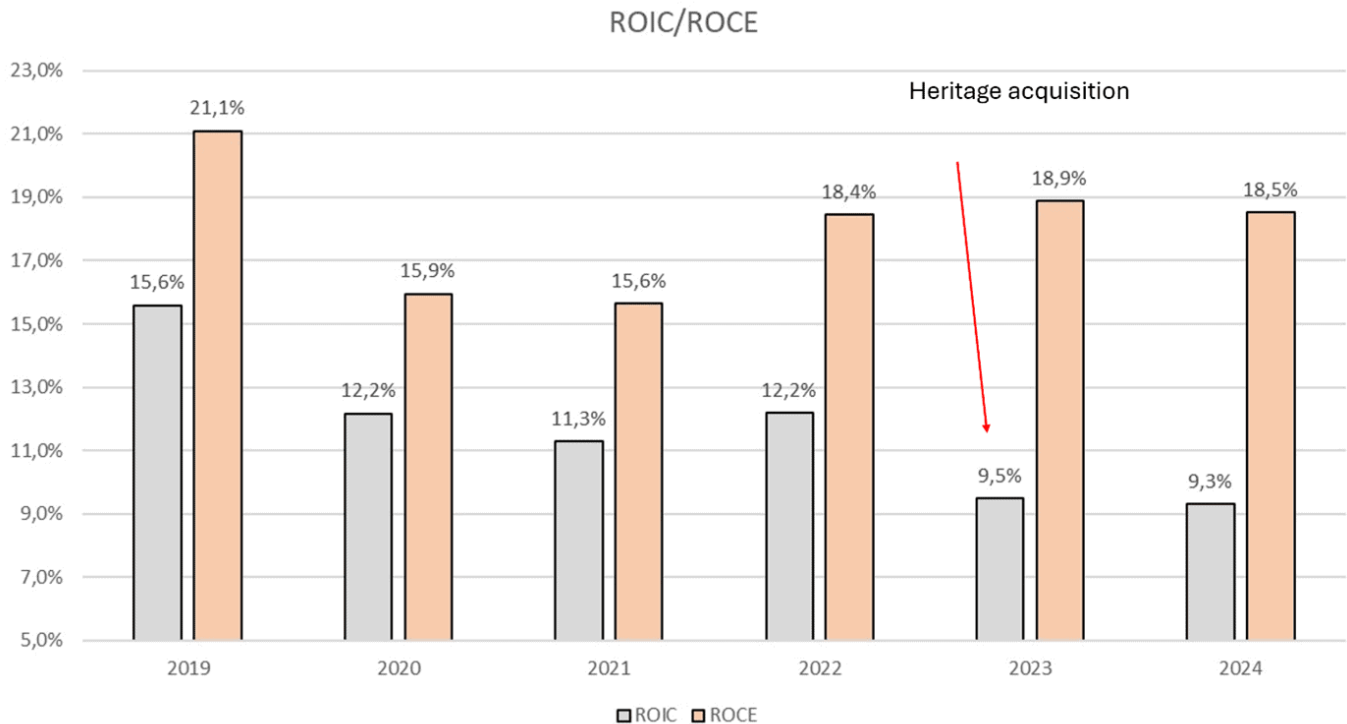
Beijer Ref

Sedan sommaren har fonden successivt byggt upp en stark position i den svenska HVAC- och kylindustrin Beijer Ref. Beijer Ref-aktien har länge varit en favorit bland svenska fondförvaltare. De strukturella drivarna är enkla att förstå: regulatoriska medvindar blir drivna en god organisk tillväxt inom kylsegmentet, samtidigt som allt högre temperaturer blir drivna HVAC-benet. Ovanpå detta finns en välmotiverad och genomtänkt förvärvsstrategi. God organisk tillväxt och ett aktivt förvärvsben har gett att Beijer Ref nu har en lång historik med tvåsiffrig vinsttillväxt, vilket givetvis har uppskattats av marknaden.

Under de senaste åren har vi dock tittat på Beijer Refs utveckling från sidlinjen. Vår ordningen har, för det mesta, sett högt ut. Förvärvsaktiviteten, en viktig faktor för vinsttillväxten och därmed aktien framåt, har under en period varit långt ur ett historiskt perspektiv. Samtidigt har vi sett hur bolagets avkastning på kapital haft en nedåtgående trend, från allt drivet av att bolaget bundit alltmer rörelsekapital. På samtliga av dessa punkter ser vi nu en förbättring.

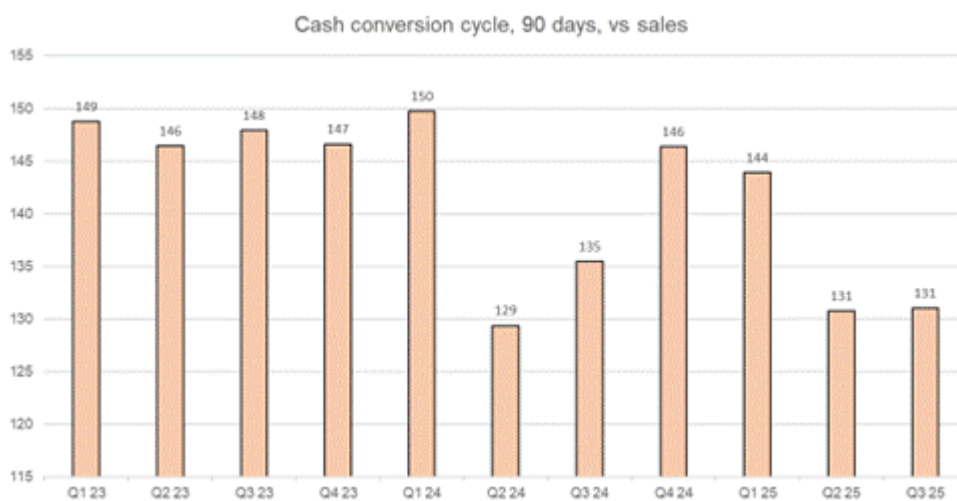
Trots att Beijer Ref från 2019 till 2024 hade förbättrat sina rörelsemarginaler från 8,9 procent till 10,11 procent hade avkastningen på sysselsatt kapital inte förbättrats enligt våra beräkningar. Huvudorsaken var Beijer Refs rörelsekapitalbindning. Från 2019 till 2024 hade

rÄ¶relsekapitalet som andel av fÄ¶rsÄ¶ljningen stigit frÄ¶n 27 procent till 40 procent. 2023 genomfÄ¶rdes Ä¶ven ett stÄ¶rre plattformsfÄ¶rvÄ¶rv i USA, Heritage, som pÄ¶verkade avkastningen pÄ¶ investerat kapital negativt (inklusive goodwill).



KÄ¶lla: Beijer Ref, Coeli European

Den hÄ¶ga rÄ¶relsekapitalbindningen var till stor del drivet av leveransstÄ¶rningar till fÄ¶ljd av pandemin och kriget i Ukraina. AlltsÄ¶ faktorer utanfÄ¶r Beijer Refs kontroll. Men vÄ¶rt intryck har Ä¶ven varit att just rÄ¶relsekapitalbindning inte varit nÄ¶gon stor prioritet historiskt fÄ¶r Beijer Ref som bolag. Vi tror att det Ä¶r Ä¶ndring pÄ¶ den saken nu med Christopher Norbye som VD. Under 2025 har vi sett hur man gjort klara fÄ¶rbÄ¶ttringar i sin lagerhantering och antalet dagar som bolagets kundfordringar Ä¶r utestÄ¶ende har ocksÄ¶ minskat. Det bÄ¶r ge att avkastningen pÄ¶ sysselsatt kapital fÄ¶rbÄ¶ttrats framÄ¶t. I Ä¶r har kassaflÄ¶det stÄ¶rks kraftigt. Under de fÄ¶rsta 9 mÄ¶naderna berÄ¶knar vi att det fria kassaflÄ¶det Ä¶kat med mer Ä¶n 50 procent jÄ¶mfÄ¶rt med 2024.



KÄ¶lla: Beijer Ref, Coeli European

Beijer Ref ses som en serieförförare som historiskt skapat stora värden genom att förföra mindre distributörer, för att sedan utvinna synergier inom särskilt inköp. Sedan sommaren 2024 har dock förförarstempot varit lågt ur ett historiskt perspektiv. Serieförförare som tappar i förförstakt tenderar inte att göra särskilt bra på aktiemarknaden. Nu anar vi dock en förförändring på den punkten. Under månadens annonserades ett förför i Baltikum och under konferenssamtalet för det tredje kvartalet var ledningen tydliga med att de förförade sig klart högre aktivitet framöver, till och med så snart som under det fjärde kvartalet.

Beijer Ref-aktien har sedan mitten av 2021 i stort sett handlats sidledes. Under 2021 var vinsten per aktie 2,34 kr och för 2025 räknar analytikerna med en vinst per aktie om 4,78 kr. När värderingarna var som galnast mot slutet av 2021 värderades Beijer Ref-aktien till omkring EV/EBIT 40-45x på ett års framtblickande estimat. Idag värderas aktien snarare till cirka EV/EBIT 21x. Det är kanske inget kap i absoluta termer, men enligt oss aptitligt för vad vi ser som ett kvalitetsbolag som bör kunna växa sina vinster tvärsiffrigt under många års framöver. Värderingen tar inte heller hänsyn till framtida förför, som inte finns med i estimaten.

I oktober släppte Beijer Ref en Q3-rapport som var marginellt bättre än förförntningarna sett till resultat. Grävde man ytterligare i detaljerna fanns det mycket att glädjas över. Den organiska tillväxten om 5 procent var högre än väntat. Särskilt var den organiska tillväxten om 6 procent i USA bättre än många oroat sig för, efter att ett antal OEM-förförer inom HVAC-industrin kommit med svaga rapporter. Därutöver var det ovan nämnda fria kassaflödet starkt och vi fick som sagt positiva kommentarer rörande kommande förför.

Trots vad vi ser som en fin rapport har aktien inte riktigt presterat under månadens. Många tycks stå på sidlinjen i väntan på en placing från EQT, som äger 8 procent av aktierna i bolaget. När och hur en placing sker har vi ingen aning om, men när det väl sker gissar vi att aktien kommer gå bra.

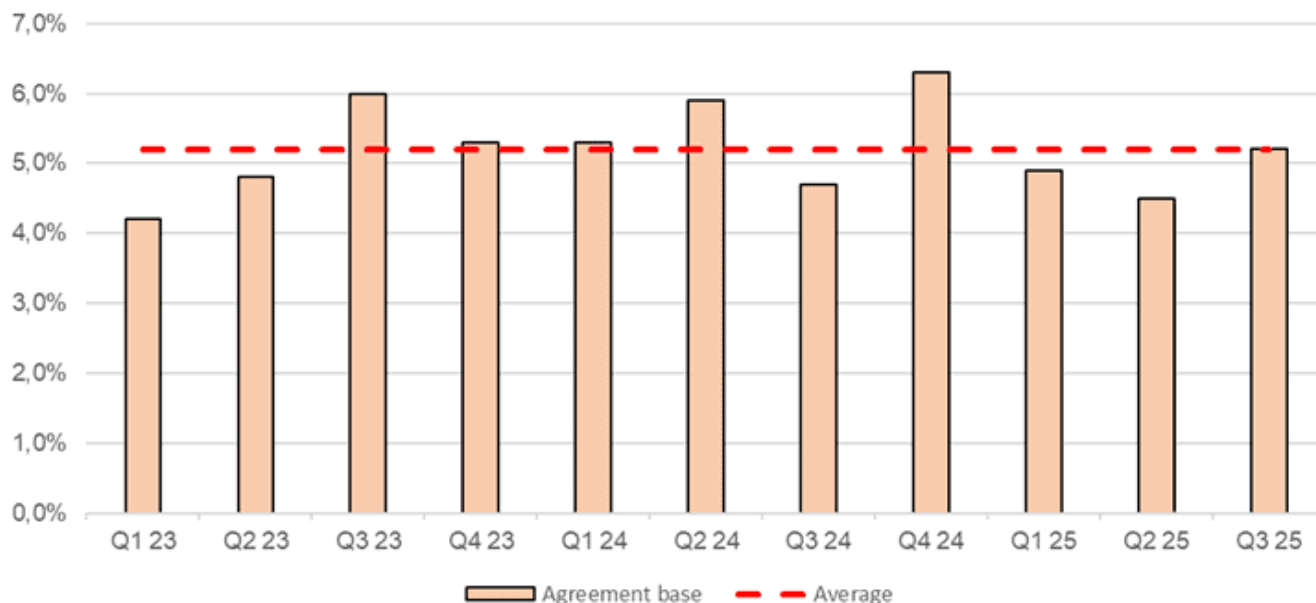
Beijer Ref-aktien steg 3 procent under månadens och har under året sjunkit med 8 procent.

Konecranes

Konecranes levererade en fantastiskt fin Q3-rapport. Orderingången slog förförntningarna med drygt 20 procent samtidigt som rörelseresultatet var 16 procent bättre än väntat. Samtliga affärsområden bidrog på ett fint sätt. Marknaden har tidigare varit orolig för att nästa år bli utan tillväxt mot bakgrund av att orderboken per halvårsskiftet sjunkit något. Efter denna rapport har den i stället expanderat med 6 procent jämfört med slutet av 2024.

Orderboken talar för att 2026 snarare blir ännu ett tillväxtår för Konecranes som förförtrats kraftigt som bolag under de senaste åren. Avkastningen på sysselsatt kapital har förförtrats från cirka 15 procent för 10 år sedan till att idag står på 35-40 procent enligt våra beräkningar. Bolagets serviceaffär, som står för 60-70 procent av rörelsevinsten, växer på hög takt och bidrar till att gruppens lönsamhet bör förförtras över tid. I kvartalet tog Konecranes stora orders från försvarsindustrin, kärnkraftsindustrin och flygindustrin - kort sagt heta marknader som vi inte tror kommer tappa i fart de närmaste åren.

Service agreement base y/y, constant currencies



Källa: Konecranes, Coeli European

Vår tes är att tullar i slutändan   r något som kommer påverka Konecranes positivt, eftersom förändrade logistikkedjor b  r   ka efterfrågan på Konecranes produkter. På senare tid har USA   ven inrättat tullar om 100 procent på kinesiska så kallade ship-to-shore-kranar, vilket kommer gynna Konecranes konkurrensställning i ett segment med stor kinesisk dominans. Dessutom finns det förslag på tullar motsvarande 150 procent på en rad andra hamnrelaterade kranar d  r Konecranes potentiellt kan gynnas.

I dagarna rapporterade Konecranes främsta noterade konkurrent inom industrisegmentet, Columbus McKinnon. Bolaget h  jde sin guidning f  r året, vilket tillsammans med resultat som var b  ttre än väntat skickade upp aktien 15 procent på rapportdagen. McKinnon nämnde bland annat att cykeln i USA nu ser b  ttre ut. Orderingången i USA steg med 11 procent f  r McKinnon.

På våra estimat handlas bolaget till cirka EV/EBITA 9x 2026. Det är knappast dyrt. I vårt tycke b  r Konecranes f  r  ras med multiplar som står närmare kvalitativa svenska industribolag som snarare handlas runt 15x r  relsevinster.

Aktien steg 22 procent i oktober och har därmed stigit 40 procent i   r.

Lindab

Lindab levererade ett r  relseresultat som var några procent b  ttre än väntat. Möjligen b  rjar vi nu ana b  ttre slutmarknader, särskilt för det viktiga ventilationssegmentet. På flera marknader i Europa hade Lindab positiv organisk tillv  xt. Dock g  r det fortsatt långsamt i Sverige och Tyskland. V  nder de marknaderna samtidigt som det övriga skeppet   h  ller ihop   kan vi nog få se ganska god organisk tillv  xt n  sta år. Efter flera   r av kostnadsnedsk  rningar kan volymtillväxt ge väldigt fina inkrementella marginaler.

Lindab-aktien steg 15 procent i oktober och hade därmed sjunkit -1 procent på helåret.

Volution

Under månaden släppte vårt st  rsta innehav sitt bokslut för r  enskaps  ret som slutar i juli,

efter att tidigare annonserat preliminära siffror. Gruppens organiska tillväxt landade på 6 procent (från att tidigare ha sagt att den var 5 procent), varav volymtillväxten var fem procent. Särskilt den brittiska marknaden har varit stark för Volution, där regulatorisk medvind har gett god tillväxt på en annars svag byggmarknad. Även flera marknader i kontinentala Europa visar tecken på ljusning.

Volution-aktien steg 4 procent i oktober, och hade därmed stigit 17 procent för helåret.

Continental

Continental är ett tyskt industribolag verksamt inom fordonskomponenter och däckproduktion. Vi gjorde analys på bolaget under sommaren när det blev känt att man skulle spinna loss sin fordonskomponentsdivision, Aumovio, vilket skedde i september. Under 2026 förväntas bolaget sälja sin andra division, ContiTech, och kvar blir guldägget Continental Tires. Continental har länge handlat med rabatt mot jämförbara bolag och har betraktats som ett komplext konglomerat med olika affärsmodeller och finansiella profiler. När bolaget initierade uppdelningen blev en sum-of-the-parts-värdering högst relevant, och där syntes en tydlig diskrepans mot hur liknande bolag värderas.

När Continental lyckas sälja ContiTech består verksamheten av den mycket lånsamma, stabila och kassagenererande däckdivisionen. Bolaget blir mindre kapitalintensivt, får högre marginaler och blir mindre volatilt eftersom cirka 75 procent av försäljningen består av ersättningsförsäljning (utbyte av bildäck). Marginalen förväntas öka från 6,7 procent till 13,14 procent och avkastningen på kapital från 6,7 procent till 25 procent. Det nya Continental blir alltså en helt annan typ av verksamhet.

Bärsvärdet är idag 13 miljarder euro och vi uppskattar att man kommer sälja ContiTech för 4 miljarder euro, vilket innebär att 9 miljarder återstår i bärsvärde. Tires-delen förväntas generera 2,7 miljarder euro i rörelsevinst före avskrivningar, och justerat för skulden handlas kvarvarande Continental till 4,6x EV/EBITDA. Direktavkastningen är höga 6 procent och när försäljningen av ContiTech är klar är kapitalet till stor del delas ut till aktieägarna. Den implicerade direktavkastningen är på 20 procent för 2027e. Värderingen är för låg med tanke på den stabilitet som Continental erbjuder, och vi tror att värderingen kommer justeras upp när försäljningen slutförs nästa år.

Det var en turbulent månad för däcksbolagen. Först sänkte Michelin förväntningarna i ett så kallat pre-silent call för att sedan vinstvarna för helåret en vecka senare. Vid det tillfället hade Continentals aktiekurs pressats ner cirka 10 procent och då gick vi rejält över position. Tre dagar senare gjorde Continental en omvänd vinstvarning där resultatet förväntades bli över 20 procent bättre än konsensus. Aktien steg nästan 17 procent under oktober och hela 23 procent från lägstånivåerna och det blev därmed en stark bidragsgivare för fonden.

Verisure

Under månaden deltog vi i Europas största bärnotering på tre år: Verisure. De flesta känner nog till bolaget, som säljer och tjänar hemlarm med dygnet-runt-ansluten larmcentral som upptäcker, verifierar och hanterar inbrott, brand och andra hot i bostäder.

En av Verisures största framgångsfaktorer är förmågan att filtrera bort 99 procent av alla falsklarm. Eftersom bolaget nästan alltid kan verifiera att ett larm är verkligt har man kunnat bygga effektiva samarbeten med polis och väktarbolag. Det är detta kunderna betalar för, inte enbart själva detektionen, utan tryggheten i att någon snabbt agerar. Många bolag kan sälja sensorer

som upptäcker risk eller riskfrelse, men det svåra är att kunna verifiera vad som faktiskt händer.

Verisure är överlägset konkurrenterna i Europa och är marknadsledande i 13 av de 15 länder där bolaget är verksamt. Samtidigt tar bolaget 70 procent av marknadsstillväxten och utökar sitt försprång. Bolaget har 90 procent av sina intäkter i Europa, där penetrationen är lägre 4 procent än att jämföra med 23 procent i USA. I marknader där Verisure varit länge, exempelvis Iberiska halvön och Norden, är penetrationen uppemot 30 procent av den adresserbara marknaden (justerad för boendetyper, betalningsförmåga med mera). Verisure lägger drygt 7 procent av omsättningen på marknadsföring eftersom försäljning via fältorganisation inte skalar tillräckligt. Det har lett till att över hälften av all försäljning sker via inkommande efterfrågan.

Bolaget har en lång tillväxtresa framför sig och kommer använda omkring 50 procent av den fria kassaflödet till att investera i nya kunder. En kund kan förvärras till cirka 3,6x EBITDA och stannar i snitt 15 år. Det årliga kundtappet är lägre 7 procent, vilket är bland de lägsta globalt bland prenumerationsbaserade affärsmodeller. ARPU (average revenue per user) har vuxit med i snitt två procent per år de senaste tio åren, medan kostnaden för att behålla kunderna legat stilla. Resterande kassaflöde går till utdelning och att stärka balansräkningen.

Vi uppskattar att bolaget kan växa med cirka 10 procent per år framöver och med en fortsatt marginalexpansion från dagens 24 procent. I de mogna marknaderna är marginalen över 40 procent. Det ger en förväntad vinsttillväxt på cirka 15-20 procent per år 2026-2028e och för det betalar man cirka 18x EV/EBIT för 2027e. Aktien steg runt 21 procent sedan introduktionsdagen på Stockholmsbörsen den 8 oktober.

SLP

SLP levererade ännu en stabil rapport och var helt i linje med förväntningarna. Bolaget fortsätter imponera och förvaltningsresultatet är upp 46 procent mot förra året. Bara i år har intjäningsförmågan ökat med 25 procent, samtidigt som belåningsgraden är lägre 48 procent. Räntorna har kommit ned samtidigt som avkastningskraven inte varit sig, vilket ger positiv effekt på resultatet. Bolaget handlas under 15x vinsten för 2027e. Aktien steg cirka 2 procent under oktober.

Kalmar

Kalmar kom med en blandad rapport. Orderingväxten var 10 procent sämre än väntat medan vinsten var 6 procent bättre. Handelsspanningar och tullar fortsätter skapa osäkerhet, vilket leder till varierande utveckling mellan regioner. Underliggande utnyttjandegrad är fortsatt hög, och bolaget noterar att marknaden verkar vara mer motståndskraftig än väntat. Hittills i år är orderingväxten upp 9 procent jämfört med förregående år, något som var svårt att tro givet de makroekonomiska signalerna tidigare i år.

Största fokuset är fortsatt att växa serviceaffären som är eftersatt. Därför förvärras (nu avyttrade) har gjort att bolaget endast har 30 procent marknadsandel på reservdelar, trots att detta är den mest lönsamma affären. Vd Sami Niiranen kommer från Atlas Copco/Epiroc och är väl medveten om vikten av service. Aktien handlas runt lägre P/E 12x utan någon skuld. Aktien steg nästan 7 procent i oktober och har stigit med 13 procent i år.

Scandic

Scandic levererade en rapport som var helt i linje med förväntningarna. Det som drev aktien uppåt därefter var analytikernas uppdateringar efter Dalata-förvärvet som annonserades i somras. Enligt våra estimat bidrar det med ytterligare 16 och 23 procent för vinst per aktie 2026e respektive 2027e vilket också är i linje med vad bolaget guidade på konferenssamtalet. Från 2027 kommer Scandic

driva Dalata under leasingavtal, precis som i Norden. Scandic År Pandox stÅrsta leasingkund och vi vÅntar oss ett liknande upplÅgg i Irland. Aktien handlas till lÅga P/E 10,4 fÅr 2027e. Aktien steg 4 procent i oktober. Sedan Årsskiftet har Scandic levererat en avkastning pÅ 34 procent, vilket År klart bÅttre Ån År vriga noterade hotellbolag i Europa. Under samma period har Accor tappat drygt 5 procent, MeliÅ 3 procent och Whitbread 2 procent. Scandic fÅrblev lÅnge relativt oupptÅckt, bland annat pÅ grund av hÅg blankning, konvertibelskulder och att bolaget inte dyker upp i sedvanliga aktiescreener eftersom IFRS 16 fÅr rÅnger nyckeltalen.

Hiab

Hiab kom med en svag rapport dÅr rÅrelsevinsten var 28 procent under fÅrvÅntningarna, helt drivet av en svag amerikansk marknad. RÅrelsemarginalen fÅr tredje kvartalet var 11,4 procent, men guidningen pÅ helÅret ligger kvar pÅ 13,5 procent. Aktien steg 5 procent dagen fÅr rapporten, men sjÅnk sedan 13 procent pÅ rapportdagen. Vi utnyttjade tillfÅllet och kÅpte fler aktier. VÅr syn År att fÅrsÅljningen i USA nu År nere pÅ enbart ersÅttningsnivÅer medan aktiens nedgÅng prisade in ytterligare fÅrsÅmring. Samtidigt var Europa starkt med 26 procent tillvÅxt i orderingÅngen, vilket År positivt men inte fÅrvÅnande givet de lÅga nivÅer man kommer ifrÅn.

Trots svagare marginaler levererade bolaget hela 29 procent avkastning pÅ kapitalet. Det År svÅrt att fÅrstÅ varfÅr Hiab ska handlas till 30 procent rabatt mot nordiska industribolag givet att bolaget vÅntas vÅxa omsÅttningen med 7 procent per År, uppnÅ marginaler pÅ 16 procent och en avkastning pÅ kapitalet kring 30 procent. Vi tycker inte det År rimligt, och behÅller dÅrfÅr Hiab som en stor position i fonden. Verksamheten År kortcyklisk och tidigt i cykeln. NÅr det vÅr vÅnder brukar det gÅ snabbt. NÅrmsta konkurrent, Palfinger, rapporterade i slutet av oktober att Europa kommer vara den stora drivaren nÅsta År, men Åven att USA vÅntas bidra, vilket gynnar Hiab. Bolaget handlas till 10x EV/EBIT fÅr 2027e med nettokassa, och vi tror att ett fÅrvÅrv kan ske innan Årsskiftet. Aktien fÅll 3 procent i oktober och har sjunkit med 3 procent i År.

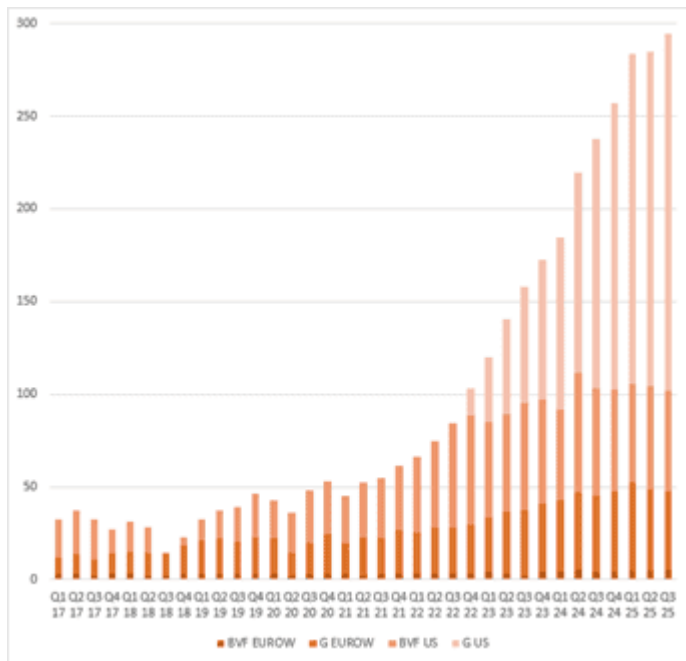
Bonesupport

Bonesupport levererade en rapport som var nÅgot svagare pÅ fÅrsÅljningssidan, bÅde i Nordamerika och Europa. Vi ser inte nÅgot strukturellt problem i USA, men i Europa mÅrks utmaningar med omprioriteringar inom NHS i Storbritannien och budgetpress i Tyskland. Bonesupport har haft svaga kvartal tidigare men aldrig tvÅ i rad, och bolaget År tydliga med att de ska nÅ helÅrsguidningen om minst 40 procent tillvÅxt, vilket implicerar ett starkt fjÅrde kvartal. Aktiekursen År en sak, men faktum År att huvudprodukten Cerament G vÅxte 59 procent under kvartalet.

Nyligen Åppnades ett nytt segment fÅr Bonesupport: Revisionsartroplastik, det vill sÅga byte eller justering av en tidigare ledprotes. Det gÅr ofta pÅ grund av slitage, lossning, infektion eller komplikationer med den ursprungliga protesen. Det genomfÅrs uppskattningsvis cirka 300 000 sÅdana ingrepp Årligen, varav 15-25 procent År infekterade.

Inom kort vÅntas bolaget fÅ FDA-godkÅnnande fÅr Cerament V, vilket skulle bredda anvÅndningsomrÅdena. Under fjÅrde kvartalet 2025 bÅrjar bolaget dessutom rulla ut Cerament BVF inom ryggradskirurgi. Vi har inte stora fÅrvÅntningar pÅ volymerna dÅr, dÅ konkurrensen År hÅrd, men det banar vÅg fÅr Cerament G inom samma omrÅde. NTAP-godkÅnnandet fÅr Cerament G inom trauma bÅr stÅdja fÅrsÅljningen. NÅr en ortoped behandlar akuta trauman gÅrs en avvÅgning mellan kostnad och risk. Om kostnaden tÅcks av NTAP bÅr det vara ett sjÅlvklart val att anvÅnda Cerament G. Aktien har utvecklats mycket svagt i År och handlas nu till 30x EV/EBIT pÅ 2026 Års rÅrelseresultat, ett År dÅ vinsten vÅntas fÅrdubblas. Aktien backade 24 procent i oktober och har sjunkit 43 procent i År.

Bilden nedan visar följande utvecklingen per kvartal sedan 2017.



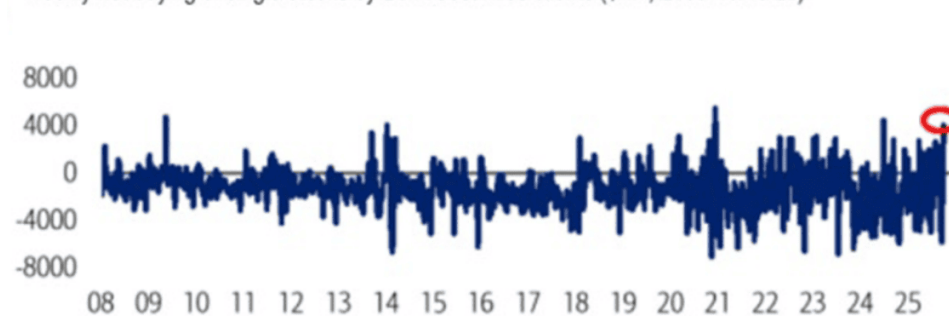
Källa: Coeli European

Summering

Följande utvecklingarna för världens aktiemarknader ser ovanligt goda ut för tillfället. Det tycker privatpersoner också, som vid minsta lilla sänkning, framför allt i USA, kommer in med kraft för att utnyttja tillfälliga svagheter. Ett tecken i tiden var när aktiemarknaden i mitten av oktober plötsligt kom under press. Under de fem kommande dagarna fick den amerikanska aktiemarknaden sitt femte största inflödet någonsin.

Exhibit 3: Record buy-the-dip week for stocks: single stock inflows were the 5th-largest in history and the biggest ever for a week the market was down at least 1%

Weekly net buying of single stocks by BofA Securities clients (\$mn; 2008-10/10/25)



Source: BofA Securities

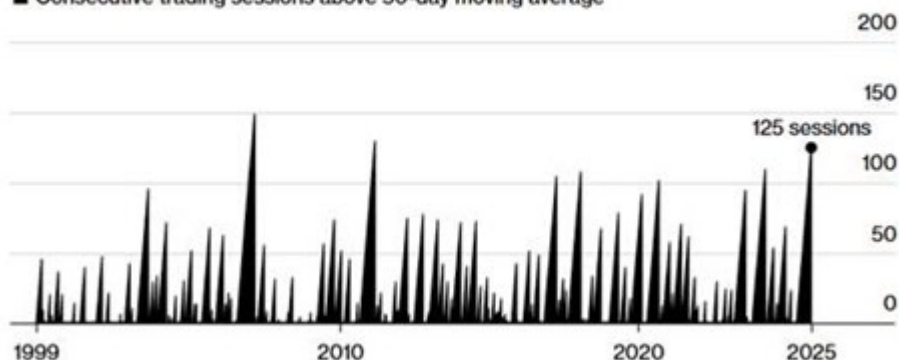
BofA GLOBAL RESEARCH

Grafen nedan är någon vecka gammal, men snart ser det ut att bli en ny högstanivå på antalet dagar som S&P500 handlas över sitt 50-dagars glidande medelvärde. Oktober var den sjätte månaden i sträck med positiva marknader i USA medan det var den fjärde månaden för Europa.

S&P 500 Sees Longest Streak Above 50-DMA Since 2011

US stocks benchmark has gone 125 sessions above its near-term average

■ Consecutive trading sessions above 50-day moving average



Source: Bloomberg

Som nämns inledningsvis, i en marknad med högre risktagande än vanligt tenderar bolag av lägre kvalitet ge starkare än kvalitetsbolag. Skillnaden i avkastning de senaste 10 veckorna är betydande.



Källa: Goldman Sachs

Rotationen in i bolag med lägre kvalitet har varit brutal på många håll och även varit snabbare än vad den ekonomiska utvecklingen motiverar (en modell som bland annat inkluderar tillväxt och räntenivåer). Frågan är vilken av de två linjerna som just nu är mest fel?

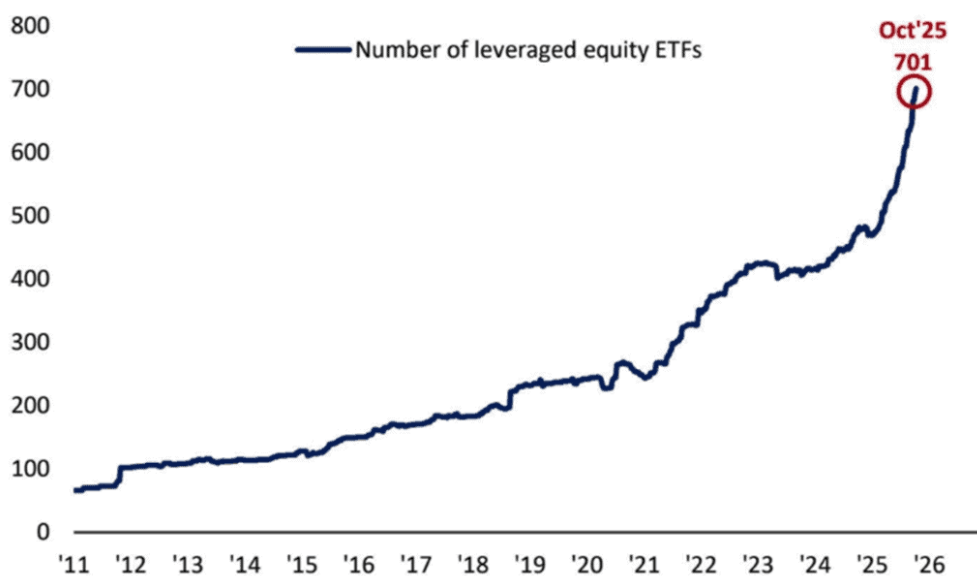


Källa: Goldman Sachs

När sparkapitalet inte räcker till, belåna dig! Antalet ETFer med hävstång slår nya rekord. Glöm inte att effekten vid nedgångar i marknaden blir med belåning matematiskt obehaglig.

Chart 3: Number of leveraged equity ETFs at record-high

Number of leveraged equity ETFs

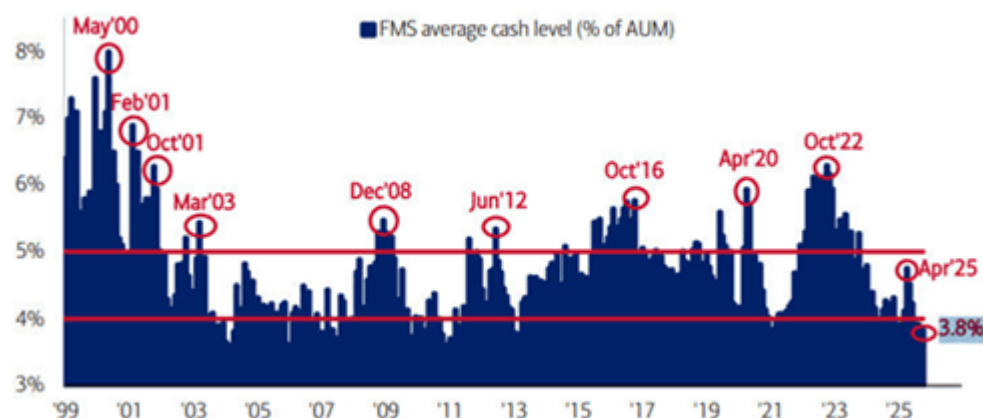


Källa: Goldman Sachs

Kassanivåerna är på lägre nivåer än det historiska genomsnittet.

Chart 3: FMS cash level drops to 3.8% from 3.9%

BofA Global FMS average cash level (%)



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

KÄlla: Goldman Sachs

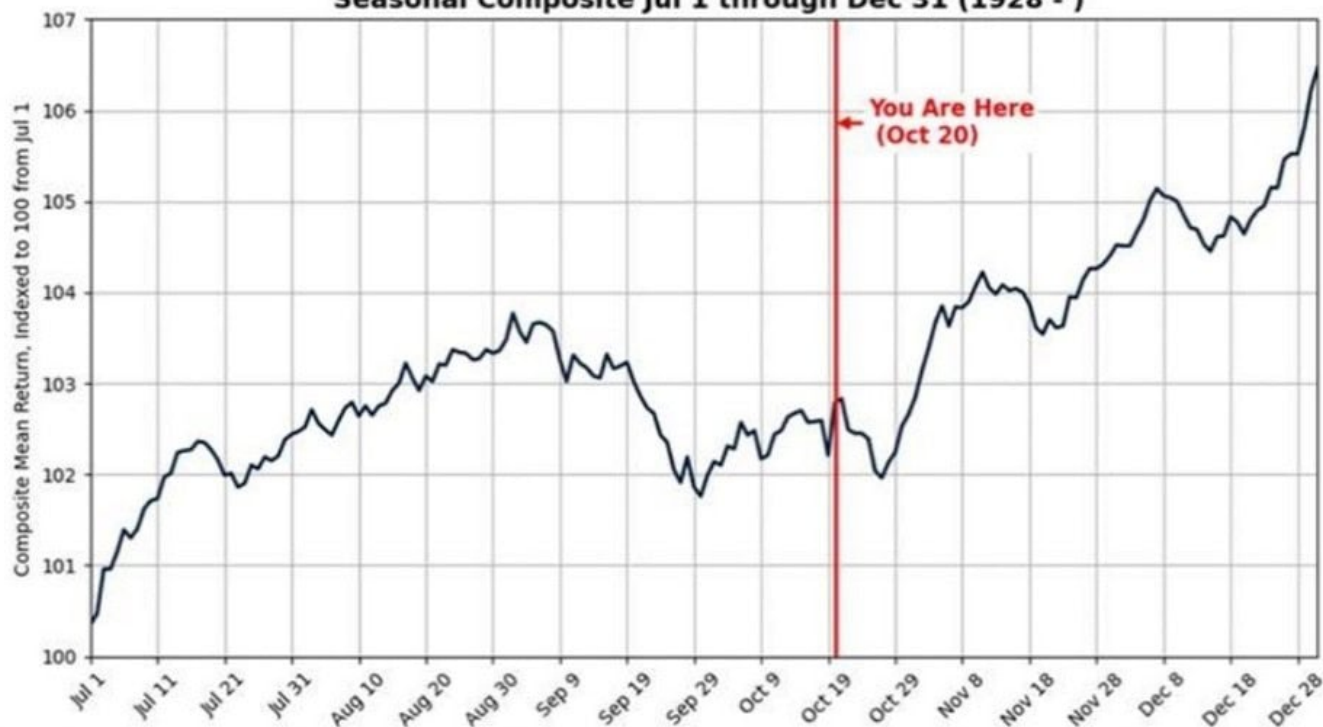
Det har varit den bästa avkastningen någonsin för den historiskt säsongsmässigt svagaste perioden maj till november.

S&P 500 Index Returns		
Year	Sell In May Return	November - April Return
1954	12.1%	19.8%
1958	18.2%	12.2%
1980	19.9%	4.2%
1982	14.8%	23.0%
1995	13.0%	12.5%
1997	14.1%	21.6%
2003	14.6%	5.4%
2009	18.7%	14.5%
2020	12.3%	27.9%
2024	13.3%	-2.4%
2025*	23.2%	?
Average		13.9%
Median		13.5%
% Higher		90.0%

KÄlla: X

Vi rullar nu in i den historiskt starkaste perioden för aktier och bilden nedan visar utvecklingen fram till Årsskiftet.

**SPX Flow of Funds -
Seasonal Composite Jul 1 through Dec 31 (1928 -)**



Source: Goldman Sachs FICC and Equities, Gail Hafif as of 10/19/25. Past performance is not indicative of future returns. "Simulated results are for illustrative purposes only GS provides no assurance or guarantee that the strategy will operate or would have operated in the past in a manner consistent with the above analysis. Past performance figures are not a reliable indicator of future results.

Källa: Goldman Sachs

Sammanfattningsvis ser det just nu ovanligt ljus ut på världens aktiemarknader. De europeiska riktningarna har sjunkit ordentligt och är på väg ner i USA. De flesta centralbanker är också i full färd med att sänka styrräntorna och inflationen är under kontroll. Tillverknings-PMI i Europa låg under 50 (indikerar minskad aktivitet) för sommaren 2022 till augusti i år då utfallet blev 50,7 (ökad aktivitet). Oljepriset är lågt och de teknologiska framgångarna med AI börjar få betydande sippra ner till kostnadsbesparingar för företagen. Enormt mycket kommer hända kommande år.

Tarifferna har så här långt klarats av förväntansvärt väl. För att citera vårt eget Kalmar som rapporterade på månadens sista dag: "Marknaden verkar vara mer motståndskraftig än vad vi tidigare förutsett".

För första gången sedan 2019 ågde ett toppmöte mellan president Trump och Kinas Xi Jinping. Ett besök som Trump gav betyget 12 på en 10-gradig skala. Mötet ledde till vad parterna kallade en "vunnen samsyn". Det ska ses som ett ramverk för ett framtida vapenstillestånd i den handelspolitiska konflikten, vilket är en bra början mot en bättre utveckling än den som gällt under detta år.

Enorma infrastruktur- och försvärsinvesteringar i Europa kommer med hög sannolikhet driva på tillväxten många år framöver. Som en extra bonus är Europa nu också lite hjälpt av Nvidias VD Jensen Huang som tycker att det går för långsamt här (vi är många som håller med) och bland annat därför gör investeringar i olika europeiska bolag. Senast var det Nokia där man investerar 1 miljard euro och blir ägare till 2,9 procent av bolaget. Därutöver har Nvidia den senaste tiden annonserat samarbeten med Mistral AI, Schneider Electric, Siemens, BMW, Mercedes, Orange, Swisscom, Telefonica och ABB för att nämna några. Klart positivt!

För fonden har 67 procent av bolagen rapporterat och det har till övervägande del varit till positiva
tillgångar, Även om många ändå noterar en ovanligt stor osäkerhet i sina prognoser.

Vi tackar för visat intresse och önskar er en givande november.

Mikael & Team

Malmö den 6 november 2025

Date Created

2025/11/06