

F  rvaltkommentar Coeli European     mars 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 mars

Fondens värde minskade med 8,8 procent i mars (andelsklass I SEK), samtidigt som jämförelseindex minskade med 5,4 procent. Sedan fondens strategioml  ggning i september 2023 har värdet ökat med 8,8 procent, att jämföra med en ökning om 7,5 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%	-8,8%										-10,3%
	Benchmark	5,2%	-1,3%	-5,4%										-1,9%
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%

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

Den kaotiska situationen med den amerikanska administrationen fortsätter ha en stor negativ påverkan på världens finansmarknader. F  rutom att de gör sig mer eller mindre ovänner med den demokratiska världen, slår s  nder långa och etablerade samarbeten, talar gott om Ryssland, har det också en mycket tydlig negativ effekt på den amerikanska ekonomin. Visserligen är det ett uttalat mål att få ner de amerikanska inflationsförväntningarna och d  rmed även dollarn och räntan, men det är ett mycket högt spel man spelar. Kombinera detta med de l  gintelligenta kommentarerna efter Signal-läckan. Har pojkklubben koll?



Källa: Kluddniklas

Det breda europaindexet sjönk i mars med 4,2 procent (-6,7 procent i SEK). S&P500 sjönk med -5,8 procent (-11,7 procent i SEK), Nasdaq med -7,7 procent (-13,6 procent i SEK). MSCI Small Cap sjönk med -5,9 procent i SEK och Carnegie Small Cap index med -8,0 procent. Den sämsta månaden på mycket länge och det beror i stor utsträckning på det kaos som den nya administrationen lämnade efter sig i princip varje dag.

Fonden hade också en svag utveckling med 8,8 procent i avkastning jämfört med -5,4 procent för vikt jämförelseindex. På absolut basis stod kronförstärkningen för -2,8 procent och för det första kvartalet är motsvarande bidrag -5,2 procent. Bästa bidragsgivare för fonden i mars var Euronext, Volution och Sampo. Sämsta bidragsgivare (förutom kronan) var 4imprint, Bonesupport och Diploma.

Den svenska kronan har på kort tid haft en mycket stark utveckling och kan ses som ett derivat på Europa som håller på att vakna upp efter många år av obefintlig tillväxt. Sverige har samtidigt en låg statsskuld om endast cirka 32 procent av BNP. Nedan EUR/SEK-utvecklingen de senaste fyra åren.



Källa: Bloomberg

Efter att ha gått på vatten i 15 år så börjar den amerikanska ekonomin nu visa tydliga tecken på en låg aktivitet. Det i kombination med ett euforiskt tillstånd bland investerare i slutet av fjärra året, höga värderingar samt till viss del ett nytt anti-amerikanskt beteende från utländska investerare, har lett till stora kapitalutflöden från den amerikanska aktiemarknaden, se bild nedan. Utflödena från internationellt kapital är på samma nivå som under Covid-kraschen och den amerikanska bankkrisen i mars 2023.

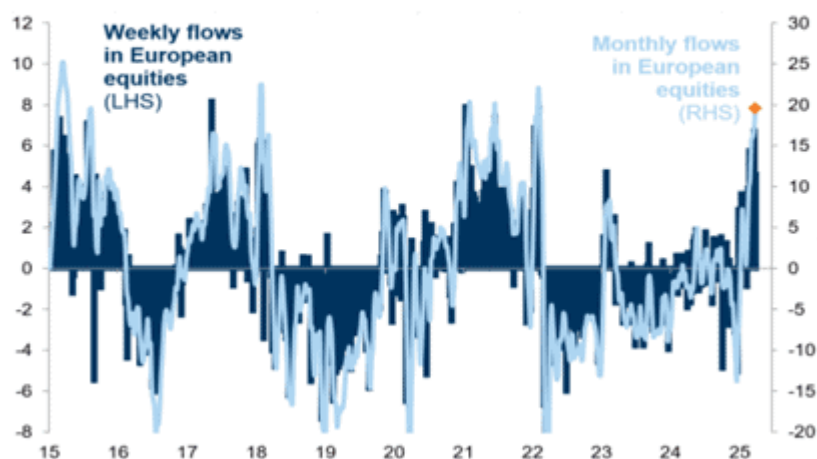


Källa: BofA Global Investment Strategy, EPFR

Samtidigt så har inflödena till de europeiska aktiemarknaderna stigit markant i år.

Exhibit 1: Flows into European equities have picked up in recent weeks...

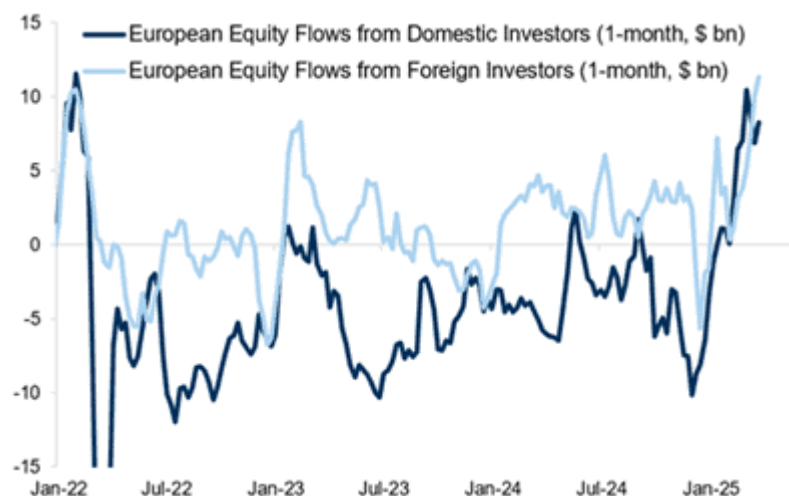
Global mutual funds flows into Europe, USD bn



Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: EPFR, Goldman Sachs Investment Research

Flöden till europeiska aktiemarknader fördelat på inhemska respektive internationella investerare. Från klart negativt till klart positivt på kort tid.

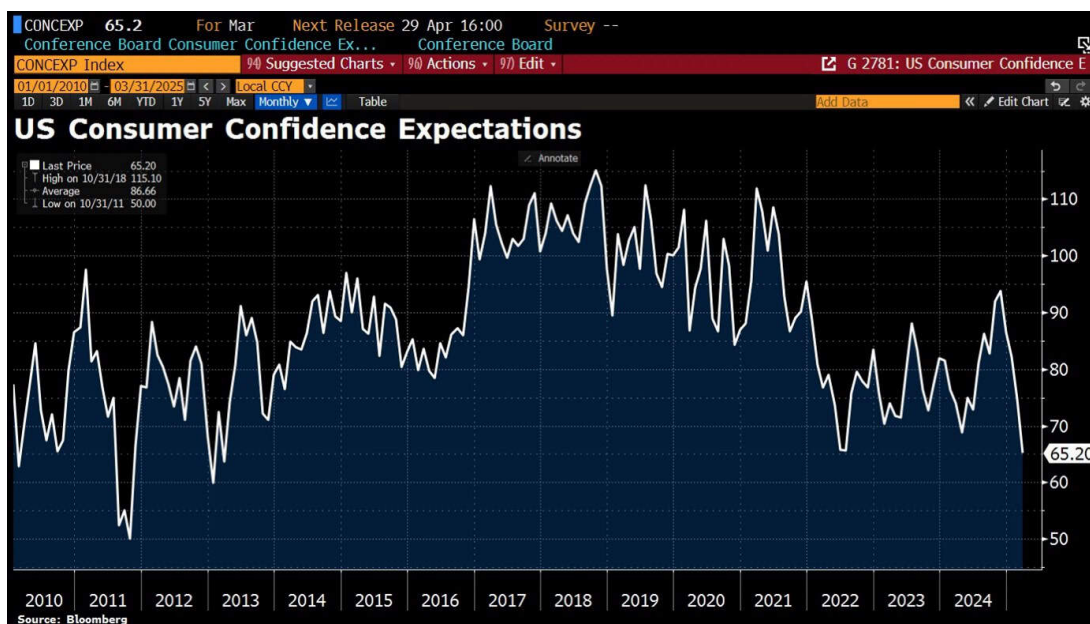


Källa: Goldman Sachs

Den amerikanska ekonomins svaghetstecken syns också tydligt på vinstförlusträkningar som de senaste månaderna justerats ned betydligt mer i USA än i Europa.



Världsbefinnandet hos den viktiga amerikanska konsumenten har också fallit kraftigt de senaste månaderna och är nu nere på historiskt låga nivåer.



Källa: Bloomberg

Mer än 80 procent (!) av BNP-tillväxten i USA sedan 2020 kommer från den privata konsumenten. En privat konsument som nu plötsligt ser ut att må sämre. Bilden nedan visar den exempelvis starka utvecklingen hos amerikanska konsumenter. Det ser ut som att de frontat tariffer som nu kommer slag i slag. President Trumps genidrag med införande av tariffer för att bygga upp USAs ekonomi känns artigt uttryckt, bräcklig. Samtidigt är man i gång med att minska sitt stora budgetunderskott genom att, på ett brutalt sätt, minska offentliga kostnader vilket i sin tur, på något got mirakulöst sätt, ska ge en ökad tillväxt.

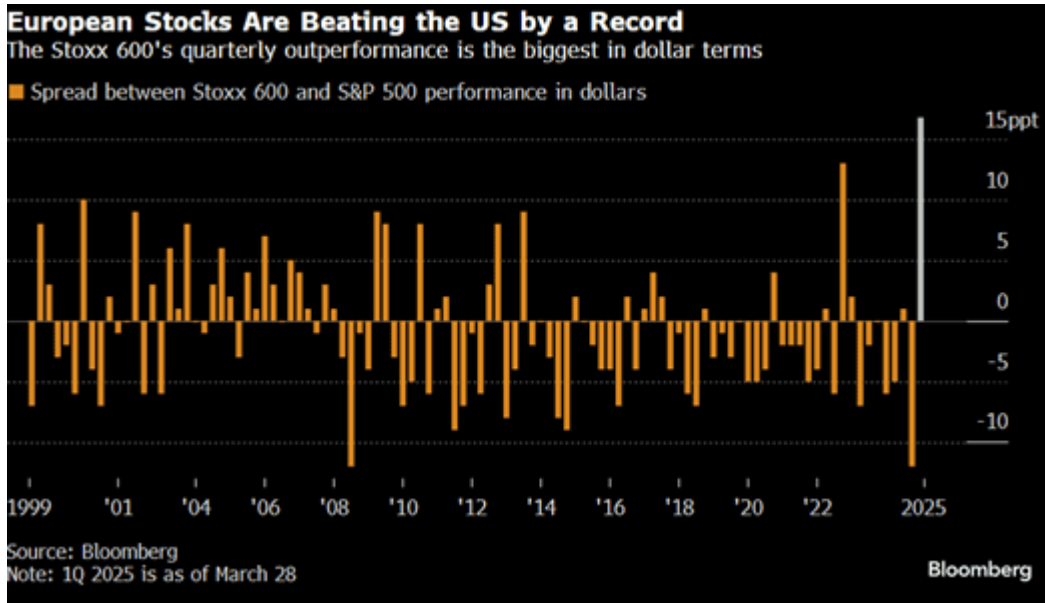


Fredagen den 28 mars exploderade den amerikanska konsumentens inflationsförväntningar till den högsta nivån på över 30 År. Det känns lätt utmanande att få ner amerikanska statens räntekostnader om det finns någon sanning i bilden nedan. Men som sagt, administrationen kanske vet något som inte vi vet?



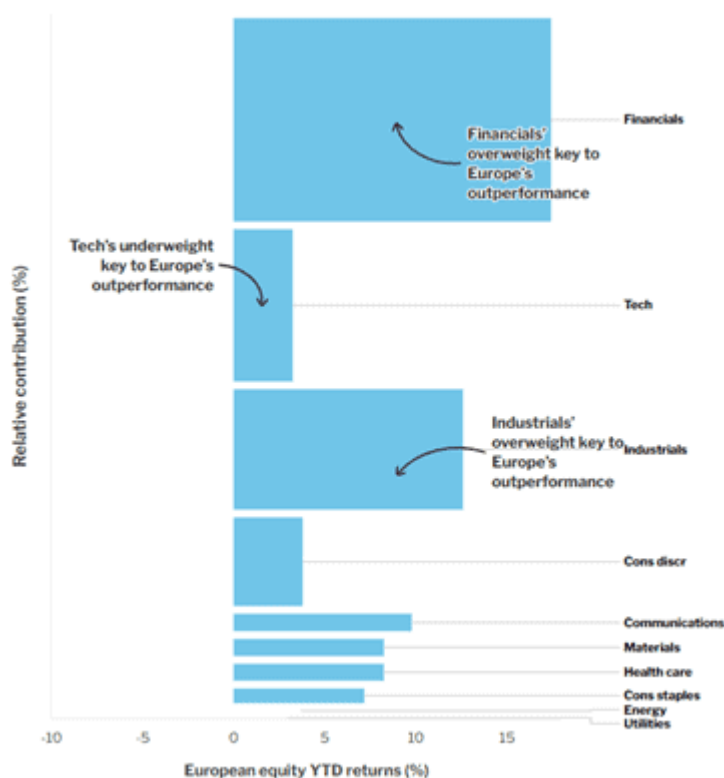
Källa: Macrobond and Nordea

Allt detta sammantaget har lett till att det SXXP600 (Europa) krossat S&P500 (USA) med 17 procent överavkastning i det första kvartalet. En rekordhög skillnad mått sedan 1999.



Källa: Bloomberg

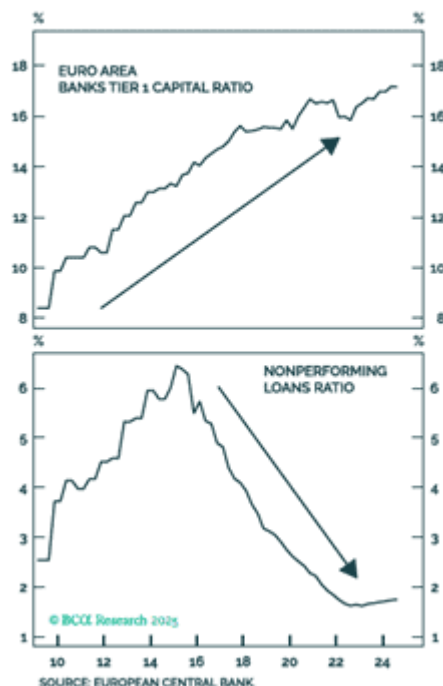
För att förstärkt var Europas överavkastning i år kommer ifråga, se bild nedan. För femte året i rad leder bankerna utvecklingen. Det faktum att teknologiaktier har en lägre vikt i Europa gynnar Europa nu när det tillgångsslaget generellt haft så svag utveckling.



Källa: Wellington Management, Refinitiv

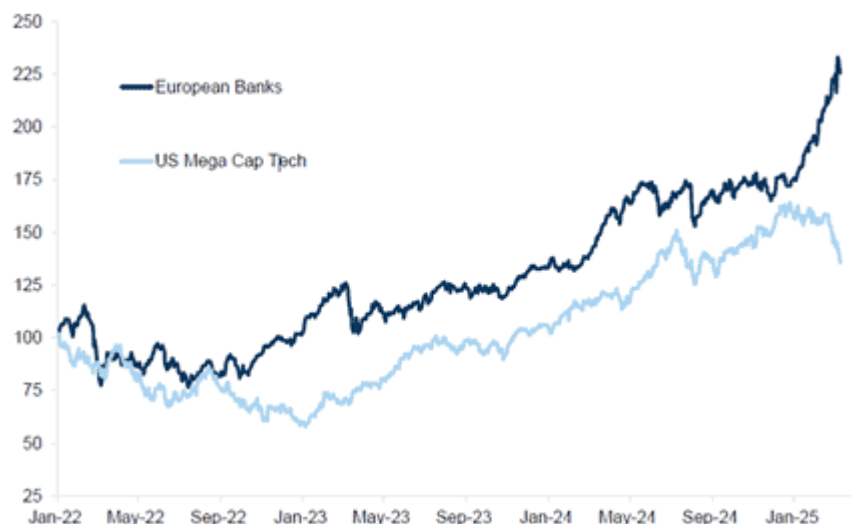
Nedanstående bild förklarar mycket av de europeiska bankernas starka utveckling de senaste åren. Därtill kommer man från extremt låga värderingsnivåer. I tillägg och som referenspunkt kan sägas att svenska banker inte alls varit med om denna starka kursutveckling, men de har också varit i betydligt bättre skick.

CHART 52
European Banks Are In Much Better Shape Than They Were A Decade Ago



Källa: EUROPEAN CENTRAL BANK

Europeiska banker har med bred marginal slagit Mag7 sedan början av 2022, se den sensationella bilden nedan. Fonden investerade i Commerzbank i november 2022 och sålde (felaktigt) positionen i händelse. Sedan början av 2025 har vi investerat i österrikiska Bawag och har återigen tagit en mindre position i Commerzbank.



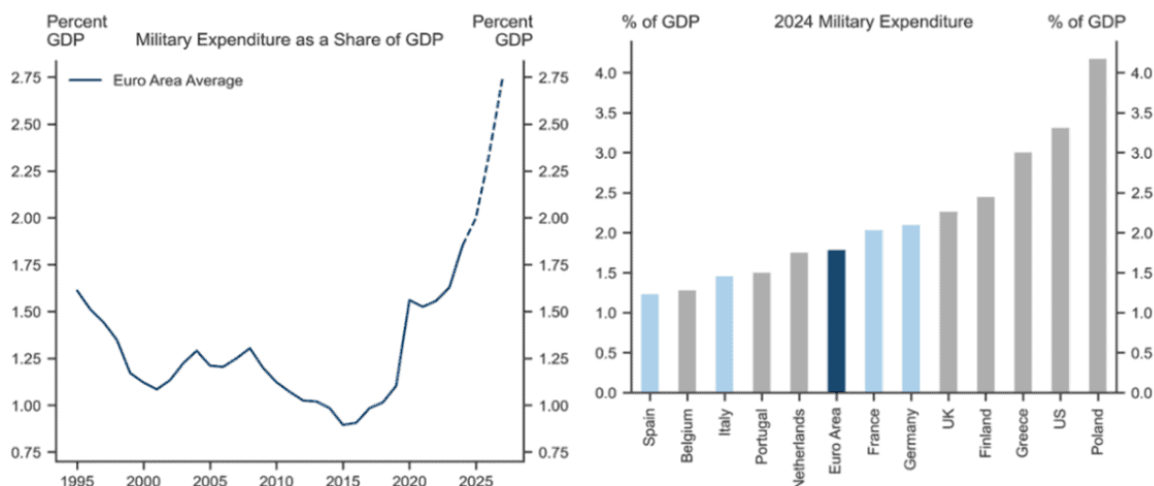
Källa: Goldman Sachs

Det stora temat i Europa under mars var annars de enorma försvarsinvesteringar som annonserats efter vicepresident Vance tal på säkerhetskonferensen i München. Det är förstärkt att USA vill att Europa tar ett eget och större ansvar för sin säkerhet och det som sker nu är en enorm acceleration som kommer att filtrera ner till olika delar av den europeiska ekonomin. Sättet USA

kommunicerar på År dÅremot bedrÅvligt dÅr man attackerar lÅnder som Danmark och Kanada på ett makabert sÅtt.

Fonden Åger inga Åkriksaktier, men bolag som Cargotec/Hiab och Traton (ny position) kommer garanterat att gynnas av utvecklingen med stigande fÅrsÅljning.

Exhibit 1: We Expect Defence Spending to Increase Significantly Across the Euro area

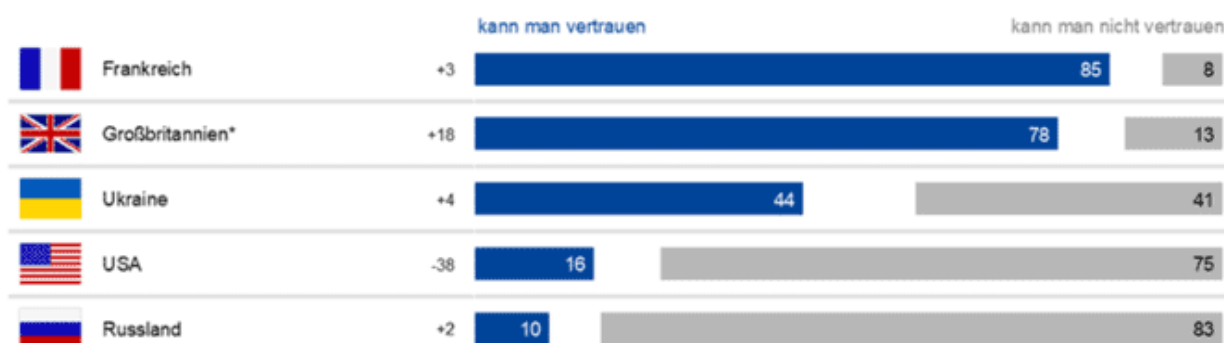


Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Haver Analytics, NATO, Our World In Data

FÅrutom fÅrsvarsinvesteringar på EU-nivÅ annonserade också den nya tyska ledningen ett infrastrukturprogram om 500bn euro Åver kommande 10 År. Det gjorda att den tyska aktiemarknaden fick ytterligare brÅnsle. Det År vÅldigt glÅdjande att Tyskland, efter tre År med nolltillvÅxt, nu agerar och gÅr det med kraft och bestÅmdhet. Det kommer gynna hela Europa.

Tysk radio gjorde nyligen en undersÅkning bland sina lyssnare om vilka lÅnder man kan lita på. USA klarar sig på hÅret fÅr att bli slagen av Ryssland och se skillnaden mot senaste mÅtningen. Bra jobbat?!

ARD-DeutschlandTREND März 2025
Partner für Deutschland



KÅlla: ARD Deutschland

Det År inte bara fÅrsvars- och infrastrukturinvesteringar som År tÅnkt att leda Europa framÅt. HÅrt tryck År det också på att minska antalet regleringar och dÅrmed gÅra det lÅttare fÅr

bolag att bedriva sin verksamhet. Tanken är att det ska öka vinsterna och tillväxten. Det är också högsta prioritet inom EU att nu verka för ett ökat aktieäggande både för privatpersoner, pensions- och försäkringsbolag. Sverige är ett föregångsland och EU tittar på de lösningar som finns i Sverige med ISK-konto som ska vara på gång inom hela EU. Sverige har den högsta andelen sparande inom aktier och den högsta inom banksparande jämfört med resten av Europa, och EU vill ha samma utveckling i resten av Europa. Positivt!



Mindre företag i Europa har betydligt större måjlighet att sätta riskkapital från kapitalmarknaden i Sverige jämfört med övriga europeiska länder.



Till sist ska vi notera att vicepresident JD Vance med fru flög den 28 mars över till Grönland för en tre timmar vistelse på den amerikanska militärbasen. Där anklagade han Danmark för att gjort ett dåligt jobb på Grönland och att USA kunde gjort det bättre. Dagen efter kommenterade president Trump att han önskar annektera Grönland. Han anser det är en "good possibility" att USA kan göra det utan att använda militärt våld, men "he won't take any option off the table". Helt galet.



Källa: X

Våra bolag

Volution

Vi har blivit vana vid att Volution, en brittisk serieförläggare inom ventilation, skämmer bort oss med goda rapporter. I mars var det dags igen. För det första halvåret som slutar i januari var försäljning och resultat bättre än vad analytikerna väntat sig. Den organiska tillväxten under de senaste sex månaderna var omkring 4 procent. Det ska jämföras med drygt 2 procent för de första fyra månaderna, vilket implicerar en organisk tillväxt under utgången av perioden som var en bra bit över halvårsrets 4 procent.

Det stora försvaret av australiensiska Fantech som vi skrivit om i tidigare månadsbrev har börjat väl. Volutions ledning noterar att lönsamheten i Fantech är åtminstone en procentenhet högre än vad man tidigare trott.

Vi fortsätter att imponeras av Volution som ständigt lyckas överbevisa analytikerna. Detta trots svaga slutmarknader. Om man presterar på det här viset i en svag slutmarknad kan man fundera på vad som händer när nybyggandet och renoveringsmarknaden tar fart igen. Då blir det bli ordentlig fart på den organiska tillväxten.

Volution-aktien steg 13 procent på rapportdagen. I mars totalt steg aktien med fem procent och hade därmed för helåret sjunkit -4 procent.

Rotork

En relativ ny bekantskap i fonden är brittiska Rotork, som är ledande inom elektroniska stölldon. Typiska slutmarknader finns inom energisektorn, kraft- och vatteninfrastruktur, och en rad andra industrier. Produkterna hjälper bland annat till att säkra mot läckor i olika former av ledningar. Inom energisektorn kan produkterna dessutom hjälpa till att minska utsläppen av metangas. (Vi skrev mer utförligt om Rotork i vårt månadsbrev för januari.)

I mars släppte Rotork sin helårsrapport för räkenskapsåret som slutade i december 2024. Försäljningen för helåret ökade med 8 procent ?? ungefär lika mycket som rörelsevinsten. Marknaden lade särskilt mycket fokus på orderingången, som hade ett starkt andra halvår, med en extra stark avslutning. Under det första halvåret var orderingången oförändrad. Under det

tredje kvartalet steg orderingÄngen med cirka 8 procent, och fÄr det fjärde kvartalet berÄknar vi att orderingÄngen steg med mellan 15 och 20 procent.

Vi noterar Även att bolagets bruttomarginal stärktes med ett par procent. Det beror till stor del på att bolagets serviceverksamhet växer snabbare Än gruppen som helhet. Rotorks serviceverksamhet har varit eftersatt historiskt och en central del av vår investeringstes Är att den kommer växa sig stärker som andel av försäljningsmixen, och därmed bidra till bättre lönsamhet i framtiden. Detta kommer ovanför den redan starka lönsamheten att EBIT-marginalen var 23,6 procent 2024.

Rotork bedriver sin verksamhet med en nettokassa. Det Är så klart trevligt med starka balansräkningar, men i detta fall tycker vi att det Är alldeles för konservativt. Det var därför bra att se att Rotork tar steg mot bättre kapitalallokering. Rotork annonserade ett nytt Återköpsprogram, en halv utdelning, samt ett lite större förvärv. Vi hoppas att Rotork fortsätter på den inslagna vägen och vi tror att vi kommer se fler Återköpsprogram under året givet att man inte genomför något ytterligare större förvärv.

På våra estimat handlas aktien till omkring EV/EBIT 11/10x för 2026/2027e. Det tycker vi Är för billigt för ett bolag med så hög kvalitet. Aktien steg 7 procent på rapportdagen men slutade ändå mars med en nedgång om -4 procent att en av de många reaktioner efter rapporterna som vi förbryllats av i Är. För helåret var aktien oförändrad per den sista mars.

4imprint

Vi har haft en viss oro över 4imprint detta Är eftersom bolagets produkter till stor del köps in via Kina, samtidigt som i princip 100 procent av försäljningen bedrivs i USA. Det ger en dubbelt negativ effekt på Äna sidan marginalerna (på grund av ökade tullar) och Ä andra sidan efterfrågan (på grund av hög osäkerhet i det amerikanska affärsklimatet just nu). Av det skälet hade vi minskat vår position i aktien inför rapportsläppet i mars.

Även om resultatet för 2024 var något bättre Än väntat så var utsikterna för 2025 mer osäkra. Försäljningen sjönk något under de inledande månaderna av 2025.

Aktiemarknaden ogillar som bekant osäkerhet och aktien sjönk i mars med hela -29 procent. Detta följde en januarimånad då aktien steg 24 procent och där vi sålde av en betydande del av vår position. I efterhand borde vi så klart sålt mer Än vi gjorde då. För helåret har aktien sjunkit med -24 procent. I dagsläget handlas aktien till rekordlåga multiplar från den tiden vi följt bolaget (6-7 Är). Multiplarna Är ensiffriga för detta bolag som historiskt presterat mer Än 10 procent tillväxt per Är med stigande marginaler och en avkastning på sysselsatt kapital som överstiger 100 procent.

De'Longhi

Under en tid har vi letat efter en högkvalitativ konsumentaktie. Vi tror att vi kan ha hittat rätt i italienska De'Longhi. Bolaget Är mest känt för sina kaffemaskiner, men säljer Även andra konsumentrelaterade produkter såsom blenders under varumärken som Braun och Nutribullet. Vår skiss pekar på att De'Longhi ska kunna växa med omkring fem procent per Är, samtidigt som marginalerna blir förbättras gradvis från dagens 16 procent (EBITDA-nivå).

De'Longhi Är familjeägt och har under lång tid bedrivits med en väldigt konservativ balansräkning. Som vi beräknar nettokassan uppgick den under 2024 till 468 miljoner euro, vilket kan jämföras med bolagsvärdet på drygt 4,6 miljarder euro. Vi bärjar här vissa kommentarer/indikationer att balansräkningen Är under omvärdering då familjen antagligen Är

rÅtt frustrerad Å¶ver den lÅ¶ga multipeln som bolaget handlas pÅ¶. VÅ¶ra estimat pekar pÅ¶ EV/EBIT multiplar om cirka 8 Å¶? 7x fÅ¶r de kommande Å¶ren. Vi tror att DeÅ¶?Longhi kan komma att avisera ett lite stÅ¶rre Å¶terkÅ¶psprogram under Å¶ret efter att man gett sig sjÅ¶lva mandat till det under deras senaste Å¶rsstÅ¶mma.

I nÅ¶rtid oroar sig marknaden fÅ¶r tullar. Omkring 17Å¶?19 procent av DeÅ¶?Longhis omsÅ¶tning genereras i USA. Vi tror emellertid att tulloron Å¶r vÅ¶l diskonterad i kursen i dag. Samtidigt ser vi hur inflationen i Europa sjunker, vilket allt annat lika bÅ¶r innebÅ¶ra att konsumenten fÅ¶r mer kÅ¶pkraft. Europa Å¶r DeÅ¶?Longhis stÅ¶rsta marknad. Om vi ser att den europeiska konsumenten vaknar igen Å¶r det alltsÅ¶ givetvis bra fÅ¶r DeÅ¶?Longhi.

Vi har en mindre position i DeÅ¶?Longhi som sjÅ¶nk med 10 procent i mars.

Asker Healthcare

I mars var vi med och deltog i bÅ¶rsnoteringen av Asker Healthcare, som Å¶r en seriefÅ¶rvÅ¶rare av distributÅ¶rer inom hÅ¶lsovÅ¶rdssegmentet. Vi var inte ensamma att tilltalas av bolaget. Vad vi fÅ¶rstÅ¶r var erbjudandet Å¶vertecknat med 15 gÅ¶nger. InfÅ¶r noteringen gjorde vi mycket arbete pÅ¶ bolaget och vi fick en fÅ¶rhÅ¶llandevis god tilldelning. Vi hoppas Å¶terkomma i Å¶mnet lÅ¶ngre fram.

Bonesupport

Bonesupport var en av de sÅ¶mre bidragsgivarna till fonden under mars. Efter en strÅ¶lande rapport som skickade upp aktien 13 procent i februari har aktiekursen haft det kÅ¶mpigare. Bolaget har precis som andra medicinteknikbolag haft det tufft i mars. Ett skÅ¶ till det kan handla om valutafÅ¶rÅ¶ndringar. Majoriteten av Bonesupports fÅ¶rsÅ¶ljning Å¶r i amerikanska dollar och som bekant har dollarn sjunkit rejÅ¶lt mot de flesta valutor. ValutarÅ¶relsen kommer allt annat lika sÅ¶nka fÅ¶rsÅ¶ljningsestimaten med 5 procent och rÅ¶relseresultatet med 10 procent. Aktien sjÅ¶nk hela 24 procent under mars mÅ¶nad och vi har adderat lite aktier pÅ¶ lÅ¶gstanivÅ¶erna. Vi kÅ¶nner oss trygga med bolagets operationella utveckling och som vi skrev i vÅ¶rt fÅ¶regÅ¶ende mÅ¶nadsbrev har leveransen varit oklanderlig.

Scandic Hotels Group

Vi misstÅ¶nker att Scandic-aktien drabbats av vinsthemtagningar efter en stor uppgÅ¶ng. Samtidigt var flera flygbolag i USA ute och vinstvarnade pÅ¶ sÅ¶mre inhemskt resande. Vi har Å¶ven fÅ¶tt lite andra tecken frÅ¶n konsumentbolag att den amerikanska konsumenten inte mÅ¶r helt hundra. Det ska rimligen inte pÅ¶verka Scandic dÅ¶ internationella gÅ¶ster stÅ¶r fÅ¶r cirka 5 procent av alla bokade rum, vilket betyder att exponeringen mot Amerika Å¶r Å¶nnu mindre. Scandic handlas pÅ¶ en free cash flow-yield om 8 procent i Å¶r, vilket vi tycker Å¶r fÅ¶r billigt fÅ¶r den stÅ¶rsta hotellkedjan i Norden.

SLP

SLPs aktiekurs, liksom breda fastighetsindex, sjÅ¶nk i mars. SLP backade drygt 7 procent mot 10 procent fÅ¶r det breda indexet. Sent i mars annonserade SLP att VD Tommy Å¶strand kliver av sin post och i stÅ¶llet inrÅ¶ttas i styrelsen. Lite trÅ¶kigt tycker vi dÅ¶ vÅ¶r uppfattning Å¶r att han gjort ett bra jobb och Å¶r uppskattad av marknaden. Samtidigt Å¶r det viktigaste fÅ¶r oss att Peter Strand (tidigare VD och nu transaktionsansvarig) Å¶r fortsatt operationellt aktiv. Vi Å¶r fortsatt trygga med vÅ¶r investering dÅ¶ vi tror bolaget kommer fortsÅ¶tta rulla pÅ¶ i samma takt som tidigare.

Konecranes / Hiab (Cargotec) / Kalmar

I slutet av mars var vi i Helsingfors fÅ¶r att hÅ¶lsa pÅ¶ Konecranes, Hiab (fÅ¶re detta Cargotec) och Kalmar. Budskapet var tydligt, Europa visar tydliga tecken pÅ¶ Å¶terhÅ¶mtning Å¶? Å¶ven innan

Tysklands enorma infrastruktur- och försvarssatsning. Hiab har markerat en klart ökad aktivitet inom deras försvarsegment (som vi estimerar till cirka 7 procent av försärljningen). Ledtiderna tycks bli allt kortare samtidigt som efterfrågan ökar.

Samtidigt som bilden i Europa ser bättre ut så ligger osäkerheten med tullarna som en värt filt över USA-marknaden. Vi tror att detta kommer lösa sig fort världen är redan på spelreglerna. Som det ser ut idag förändras dessa dagligen. Det finns ett behov att fortsätta investera men företaget väntar tills riktlinjerna är tydliga.

På lite längre sikt kan det faktiskt även finnas en positiv efterfrågeeffekt av tullar, även om den är svår att kvantifiera. Tullar skapar förändrade värdekedjor som i sin tur innebär att fabriker flyttas. Det ger i sin tur en ökad efterfrågan på den typen av produkter som dessa finska industribolag erbjuder.

Summering

Årets inledning har varit ovanligt svårnavigerad och komplex. Med det sagt är vi självklart inte nöjda med fondens utveckling i år. Det som är ytterligare frustrerande är att nyss avslutade rapportssåsong har varit väl godkänd för våra bolag. 18 av 22 av våra bolag har överträffat marknads förväntningar. Vad är det då som bidragit till att fonden underpresterat under årets inledning?

- Biotage och Bonesupport har av olika anledningar haft en svag inledning på året.
- Fastighetssektorn har varit under stor press.
- Fonden äger inga krigsaktier.
- Den geografiska exponeringen har varit ogynnsam för fonden då index i Tyskland och Italien (där vi har låg exponering) haft starkast utveckling medan Storbritannien och Sverige (där vi har hög exponering) haft sämst utveckling.
- Vi är missnöjda med utvecklingen i Biotage, men att bolaget nu värderas till under 750 miljoner USD i børsvärde minus kassa är enligt oss en extrem felprissättning. Vi har en stark tilltro till att detta kommer rättas till under året, om man med en något baktung utveckling då första kvartalet sannolikt inte bjuder på några större glädjetjut.
- Bonesupport har fortsatt leverera starka siffror, men i kraft av stor historisk vinnare har investerare sålt aktien och köpt bolag med större ekonomisk osäkerhet (vår syn). Även vi tog hem stora vinster i aktien när vi i januari minskade vårt innehav med cirka en tredjedel. Vi har en stark tilltro till att bolaget kommer fortsätta leverera starka resultat under året.
- Fastighetssektorn har varit svag i ett halvt år nu trots att det mesta går i rätt riktning för sektorn. Värderingarna är, oavsett hur man mäter, på sållsynt attraktiva nivåer. Fondens största position är för närvarande SLP som i år sjunkit med 5 procent (jämfört med svensk fastighetssektor som sjunkit med 9,8 procent och europeisk fastighetssektor som sjunkit med -6,8 procent i SEK). Vi har en mycket stark övertygelse att SLP, med förhållandevis låg risk, kommer generera stora värden för fonden under flera år.
- Sett i backspegeln borde vi tidigare allokera kapital till försvarsaktier, men nu känns det upptrissat. Investerare har tryckt in kapital i försvarsaktier och bryr sig mindre om (enligt oss) värderingarna. Riskerna på aktuella kursnivåer att det slår tillbaka. Vi äger andra typer av bolag med betydligt längre värdering, men som gynnas av Europas ökade investeringar. Tyska Traton eller finska Cargotec/Hiab är bra exempel.
- Vi investerar ofta bottom up, det vill säga vi investerar i bolag som av olika anledningar är intressanta. Vi investerar väldigt sällan top down, det vill säga där vi har ett tema och utifrån det screenar efter bolag. Under årets inledning hade fonden noll i exponering mot

Tyskland och cirka 50 procents exponering mot Storbritannien och Sverige. Med de stora förändringar som skedde och efter genomfört analysarbete så investerade vi i februari i tre tyska bolag där Traton och GEA var nya för fonden medan Commerzbank var en gammal bekant.

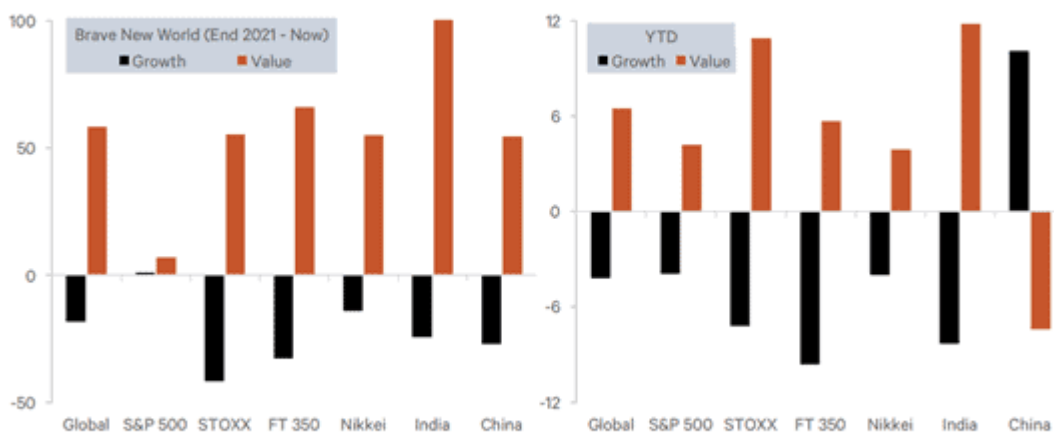
- Tyska SDAX (mindre bolag) har i år stigit med 11,1 procent medan FTSE250 sjunkit med 5,6 och Carnegie Small Cap Index har sjunkit med 3,1 procent, båda mätt i lokal valuta. Det är väldigt ovanligt med så stor spridning mellan länder och dessutom på endast tre månader. Med vår positiva grundsyn till europeiska små- och mellanstora bolag har vi anledning till att tro att det kommer att jämnas ut kommande kvartal när brittiska och svenska bolag börjar stiga i värde.
- På absolut basis har den svenska kronan påverkat fondens utveckling negativt med -5,2 procent i år (SEK-klassen). Det har dock inte påverkat relativavkastningen.

Marknaden är så här långt inte imponerad av president Trump.



Värdeaktier har globalt sett i år utvecklats betydligt bättre än tillväxtaktier. Undantaget är Kina, där Deepseek har ändrat den globala AI-kartan ordentligt.

Chart 1: Value and growth performance since end-2021 and ytd (%)



Source: Berenberg research, Eikon, Bloomberg

Mars visade den största månatliga minskningen någonsin vad gäller exponeringen till amerikanska aktier (Bank of America).

Chart 1: March FMS shows biggest drop in US equity allocation on record

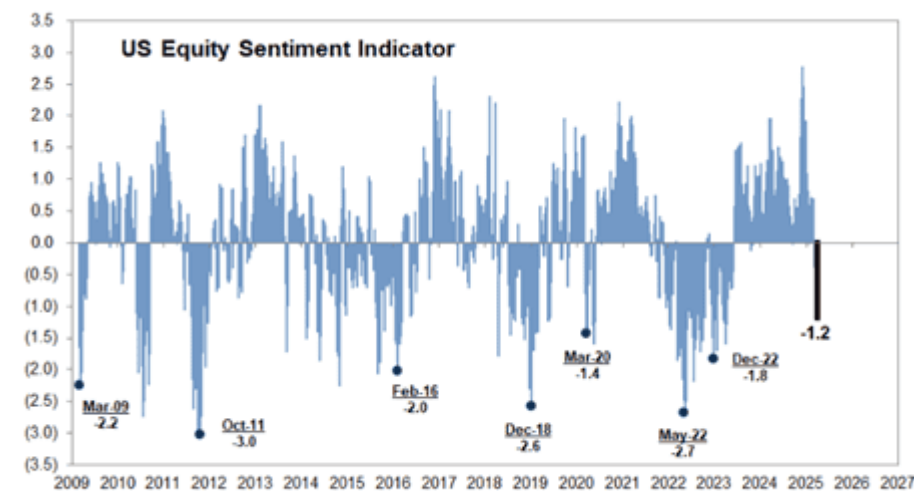
Monthly change in FMS investor positioning



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

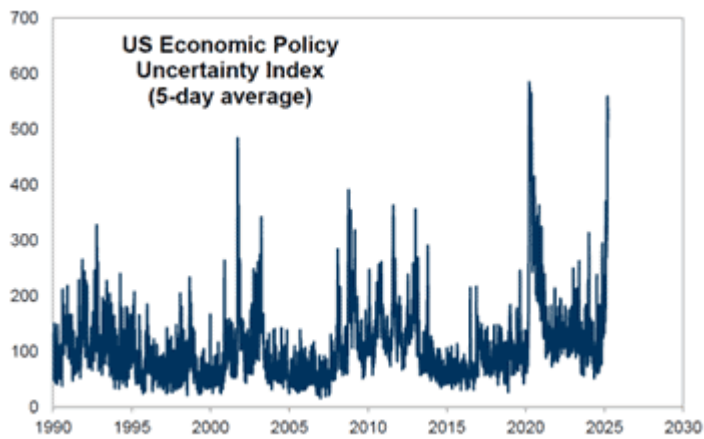
Från optimist till pessimist på kort tid, Goldman Sachs sentimentsindikator.



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

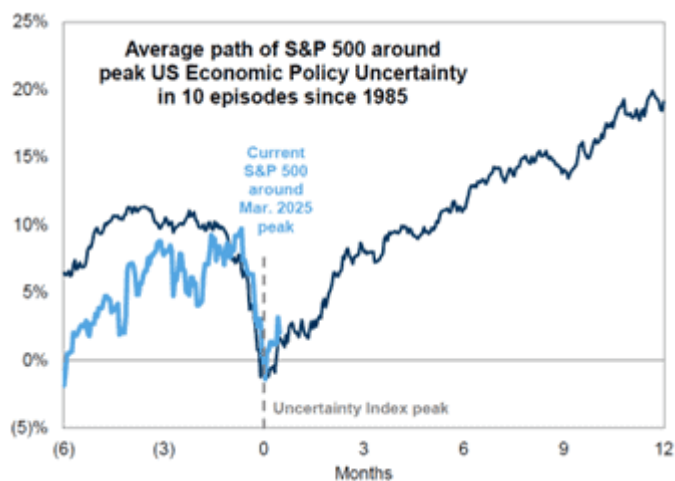
Källa: Goldman Sachs

Att börshumöret vart ned är inte svårt att förstå när det politiska osäkerhetsindexet når nya höjder. Nu på samma nivå som under Covid-kraschen.



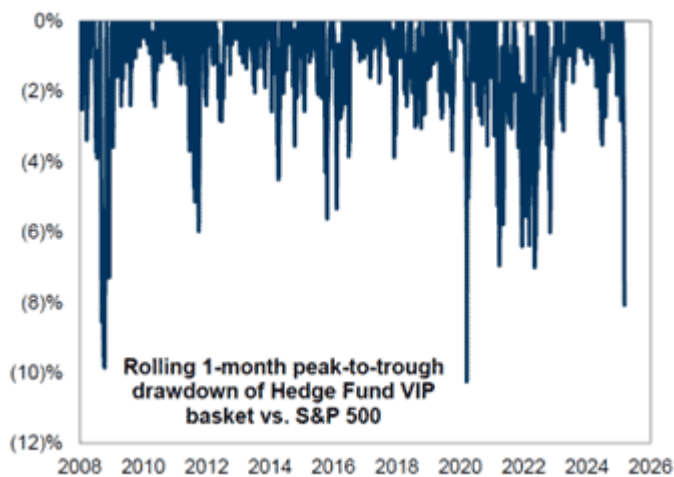
Källa: Goldman Sachs

Om historisk utveckling är en bra indikator för framtida avkastning, så är perioder med en hög politisk osäkerhet en bra tid att köpa aktier.



Källa: Goldman Sachs

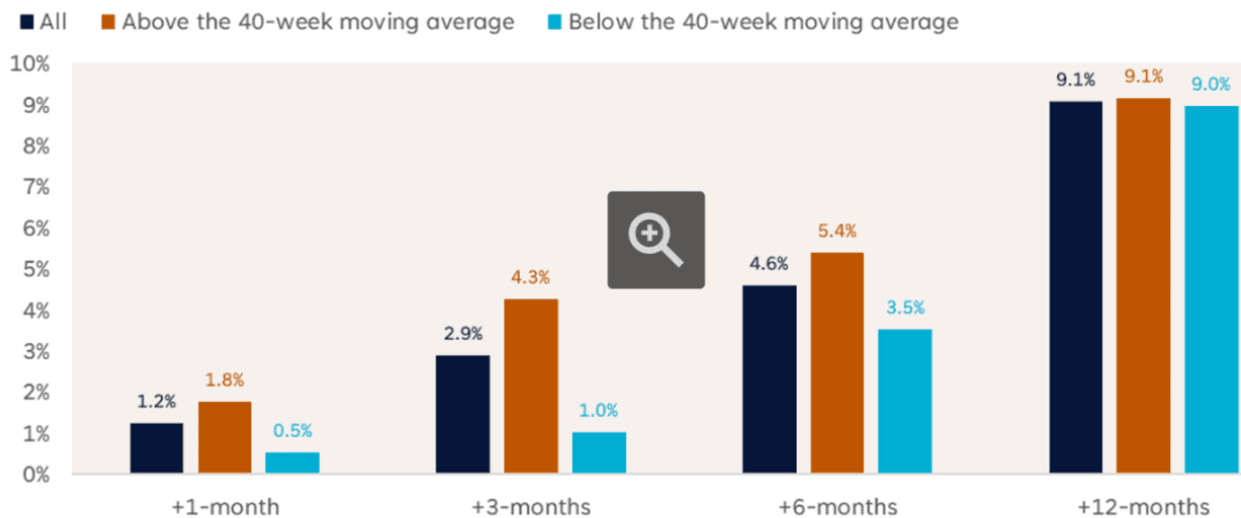
En annan stark kontraindikator är Goldman Sachs Hedge Fund VIP-aktieindex. När favoritaktierna är så nedtryckta som de är nu, brukar det vara en bra tid att börja köpa dessa aktier igen.



Källa: Goldman Sachs

Nedan en bild med statistik från 1928 som visar utvecklingen efter fyra veckors nedgång för S&P500. De senaste nio veckorna i år har S&P500 sjunkit sju.

S&P 500 Returns After a Four-Week Losing Streak Ends (1928-YTD)



Source: LPL Research, Bloomberg 03/24/25

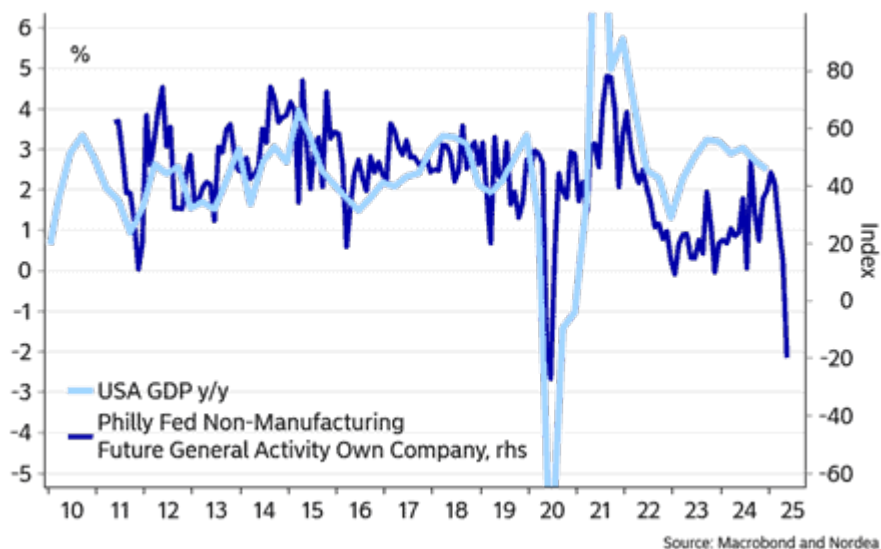
Den främsta de flesta ställer sig just nu är om den amerikanska ekonomin, efter 15 år av oavbruten tillväxt med undantag av två kvartal 2020, nu är på väg in i en recession.

Nedanstående bild visar dels den relativa utvecklingen för cykliska vs defensiva bolag (blått), och dels ett faktorindex som innehåller flera komponenter inklusive valuta och räntor. Samtidigt med den cyklisk/defensiva utveckling är korrelationen nästan perfekt. Den ljusblå linjen visar estimat för amerikansk BNP för det fjärde kvartalet i år. Samtliga tre kurvor indikerar att BNP-utvecklingen är närvarande är runt 1,5-2,0 procent. Vi noterar att Goldman Sachs precis ökade risken för en amerikansk recession till 35 procent (från 20 procent).



Källa: Goldman Sachs

Om Philly Fed-bilden nedan visar någorlunda rätt och historien upprepas, kommer BNP att sjunka rejält inom någon månad. Vi tror att risken för det är fortfarande låg med tanke på allt som händer. Vi får även vissa signaler från några av våra bolag att aktiviteten de senaste veckorna minskat i USA. Kommande månader blir intressanta.



Källa: Macrobond and Nordea

Euron har stärkts rejält mot dollarn. För några månader sedan trodde experterna att euron skulle gå till par med dollarn och nu pratar man om 1,20. Det svänger!

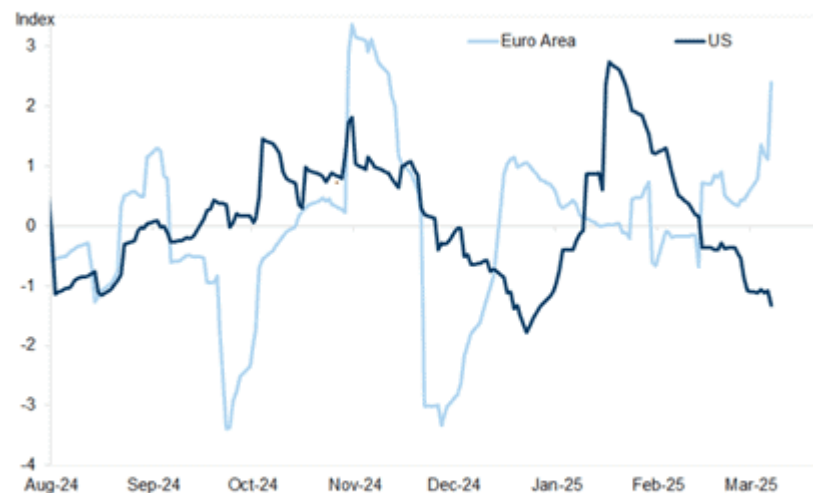


Källa: Bloomberg

Utvecklingen i Europa har lett till flera positiva makroöverraskningar medan det motsatta gäller i USA.

Exhibit 6: Recent shifts in European policy are reflected in macro surprises

GS MAP Surprise Index (21 Day MA)



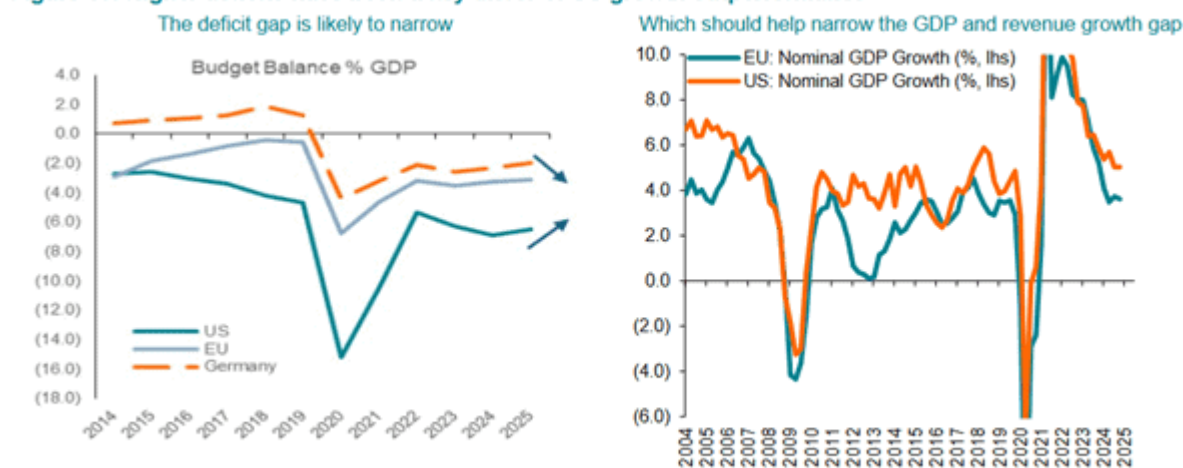
Our daily MAP surprise indices summarise the importance and strength (relative to consensus expectations) of economic indicators worldwide. Across numerous countries, our surprise index's methodology standardises the criteria for indicator selection and importance, thresholds for "surprise" scores, and schemes for aggregation, while allowing for occasional judgmental input from local economists.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research

KÄlla: Goldman Sachs Investment Research

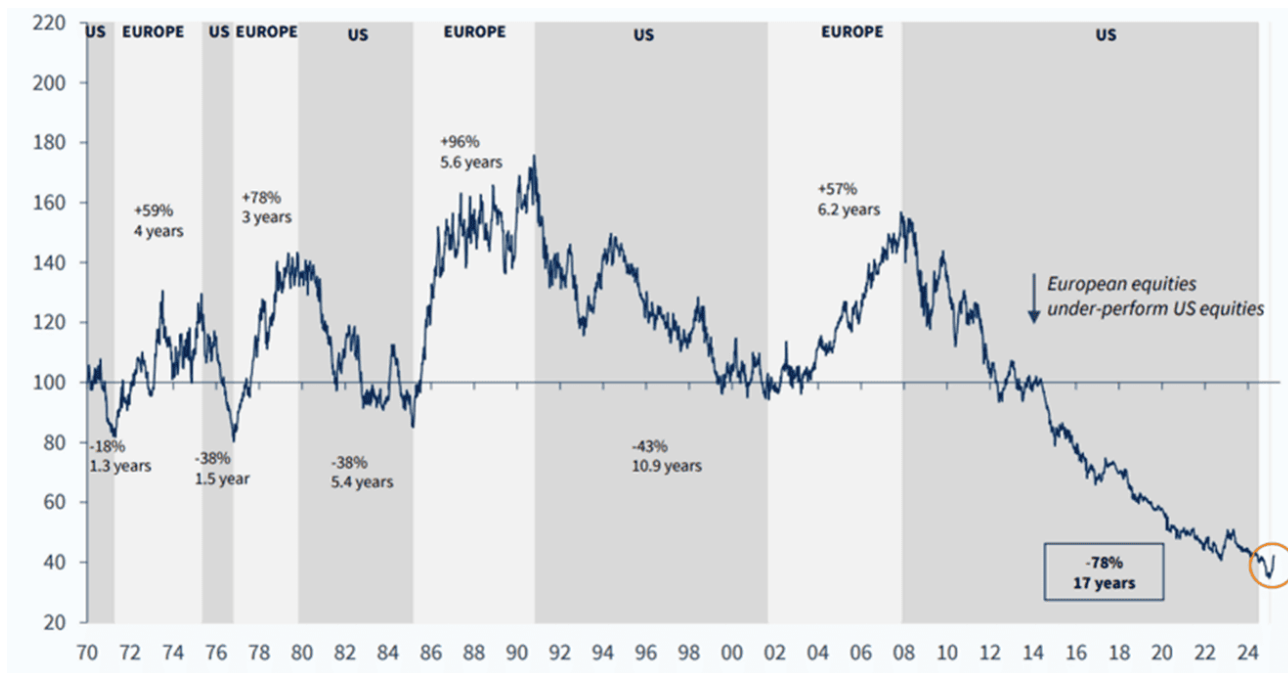
Vi har länge funderat på hur utvecklingen i Europa hade sett ut om man hade valt att ha samma stora budgetunderskott som i USA. Det är vi aldrig på reda på, men däremot står det med all önskvärd tydlighet klart att underskotten i USA förväntas minska under den nya administrationen samtidigt som de sannolikt kommer att öka i Europa på grund av alla nya investeringar som precis annonserats. Allt annat lika kommer alltså tillväxten i Europa att accelerera medan den är minskande i USA.

Figure 15: Higher deficits have been a key driver of US growth outperformance



Source: BNP Paribas Exane estimates

Bilden nedan visar utvecklingen mellan europeiska och amerikanska aktier sedan 1970. Årets starka inledning för Europa är knappt skänjbart.



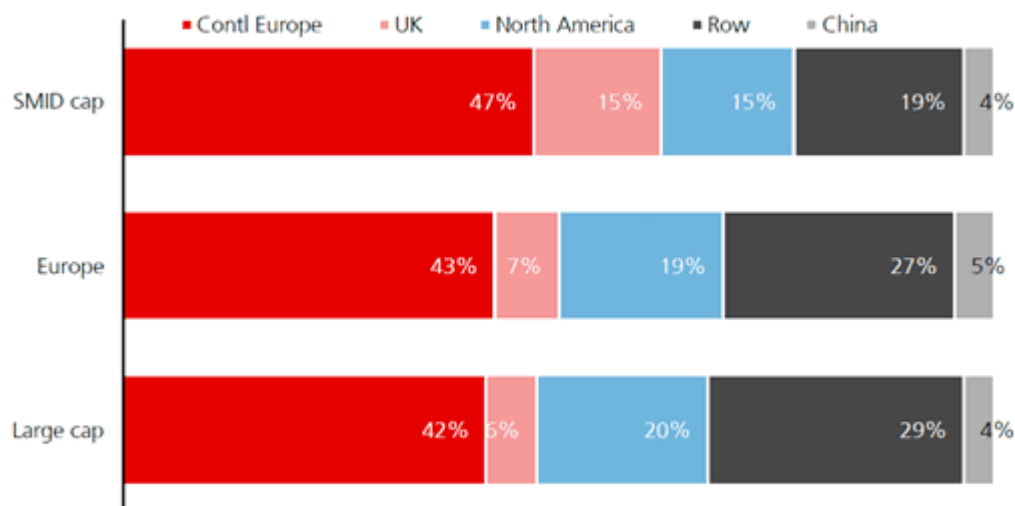
Källa: Goldman Sachs

Vi tog hjälp av Nordea för att skapa nedanstående bild som visar utvecklingen för det breda europaindexet i förhållande till S&P499, vilket exkluderar Nvidia. Sedan uppgången startade i november 2022 och mått i samma valuta har Europa utvecklats betydligt bättre. Anmärkningsvärt!



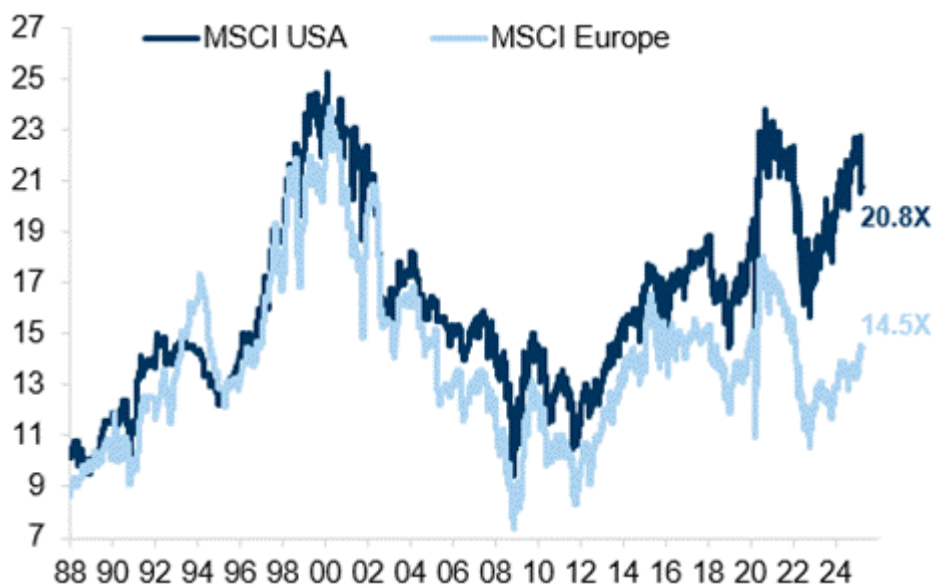
Mindre bolag har generellt en lägre exponering mot tullar och tariffer vilket är positivt, se bild nedan.

Figure 91: SMIDs less exposed to international impact



Source: UBS, Company reports, Refinitiv, Bloomberg

JÄmfört med förra tre månaderna sedan har värderingsskillnaden krympt mellan Europa och USA.



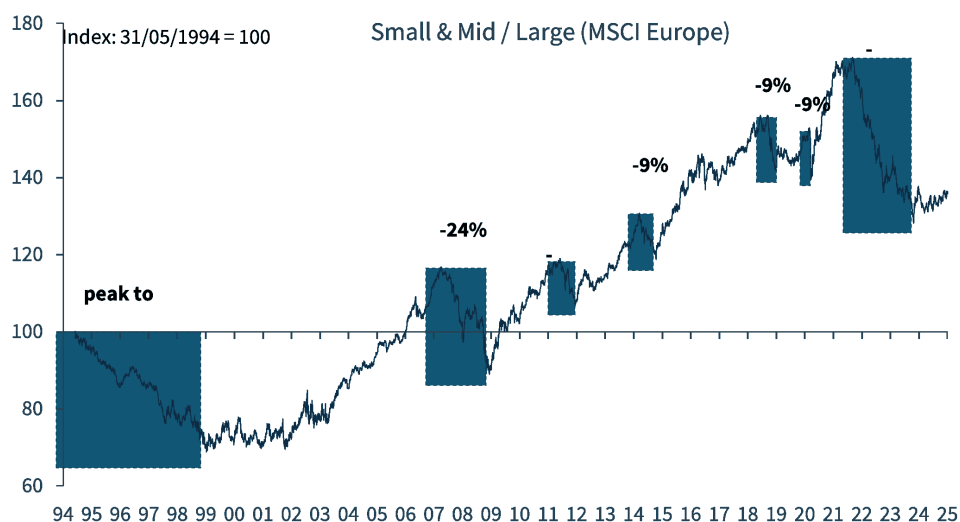
Källa: Goldman Sachs

Värderingarna för europeiska småbolag i förhållande till större bolag är fortsatt goda. Nedan skillnaden i P/B.



Källa: Kepler Cheuvreux

De europeiska SMID-bolagen har de senaste månaderna utvecklats något bättre än de stora bolagen.



Källa: Kepler Cheuvreux

Bilden nedan visar skillnaden mellan tyska storbolagsindexet DAX (ljusblå) och indexet för mindre bolag, SDAX. Om den politiska osäkerheten framöver minskar och tarifferna och dess effekter börjar bli kända borde det finnas goda förutsättningar för de mindre bolagen att börja utvecklas starkare relativt större bolag. Värderingen är lägre och tillväxten högre.



Källa: Kepler Cheuvreux

Bilden nedan visar att när mega cap-dominansen tagit slut vid tidigare tillfällen i historien har småbolaget tagit vid och haft en stark utveckling. Mag7 har ju tveklöst brutit sin långa dominans så nu återstår att se om historien upprepar sig för de mindre bolagen.

MONTANARO Data as at 29 February 2024 unless stated otherwise

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

Källa: MONTANARO

Sammanfattningsvis är de senaste veckornas utveckling i Europa enorm och kommer att finnas med i historieböckerna för alltid. BNP Paribas har uppskattat magnituden på det tyska investeringspaketet (1000 miljarder euro). Omräknat skulle paketet motsvara Marshallplanen efter andra världskriget och investeringarna för återföreningen mellan Väst- och Östtyskland 1990 tillsammans!

Därutöver tillkommer sannolikt positiva effekter av minskade regleringar i Europa och en expansiv finanspolitik som kommer ge betydande effekter på den tyska och europeiska ekonomin.

Blir det ett eldupphÅ¶r i Ukraina kommer sannolikt europeiska energipriser ned vilket i sÅ¶ fall skulle ge ytterligare brÅ¶nsle till tillvÅ¶xten.

I tillÅ¶gg till ovanstÅ¶ende kommer EU investera sammanlagt 800 miljarder euro i fÅ¶rsvaret kommande Å¶r som isolerat bedÅ¶ms ge Europas samlade BNP ett extra tillskott pÅ¶ +0,5 procent per Å¶r under mÅ¶nga Å¶r. Att Europas tillvÅ¶xt kommer kicka igÅ¶ng kÅ¶nns oundvikligt.

Kina Å¶r fortsatt en slumrande joker dÅ¶r den kinesiska befolkningens banksparande Å¶kar med 10 procent per Å¶r medan konsumtionen fortsatt Å¶r blygsam. Det behÅ¶vs inga stora fÅ¶rÅ¶ndringar fÅ¶r att det ska ge stora spridningseffekter till Europas ekonomier. Med det sagt har vi vÅ¶ntat pÅ¶ detta i flera Å¶r.

Avslutningsvis och pÅ¶ kort sikt finns det ett stort problem som grumlar bilden och det Å¶r hur infÅ¶randet av nya amerikanska tullar den 2 april kommer att slÅ¶ pÅ¶ olika lÅ¶nder och industrier och hur Europa kommer att svara pÅ¶ dessa. Men nÅ¶r det den vÅ¶rsta turbulensen lagt sig och marknaden bÅ¶rjar fÅ¶rstÅ¶ konsekvenserna, borde det finna mycket goda fÅ¶rutsÅ¶ttningar fÅ¶r att intresset fÅ¶r Europa som tillgÅ¶ngsklass kommer att bestÅ¶. Det har hÅ¶nt lika mycket de senaste veckorna i Europa som det gjort under mÅ¶nga Å¶r och det finns ingen vÅ¶g tillbaka. Vi har en ny vÅ¶rldsordning och investeringarna mÅ¶ste genomfÅ¶ras fÅ¶r att sÅ¶kerstÅ¶lla vÅ¶r sÅ¶kerhet och oberoende.

Vi tackar fÅ¶r visat intresse och Å¶nskar er en skÅ¶n fÅ¶rsta vÅ¶rmÅ¶nad.

Mikael & Team

MalmÅ¶ den 3 april 2025

Date Created

2025/04/03