

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

Denna information är avsedd som marknadsföring.

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

Utveckling juli

Fondens värde   lkade med 2,2 procent i juli (andelsklass R SEK), samtidigt som jämförelseindex   lkade med 1,5 procent. Sedan fondens strategioml  ggning i september 2023 har värdet   lkat med 27,7 procent, att jämföra med en   lkning om 21,8 procent f  r jämförelseindex.

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

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

Källa: Coeli European

***Justerat för avknoppningen av Rejuveron**

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

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

Aktiemarknad / Makro

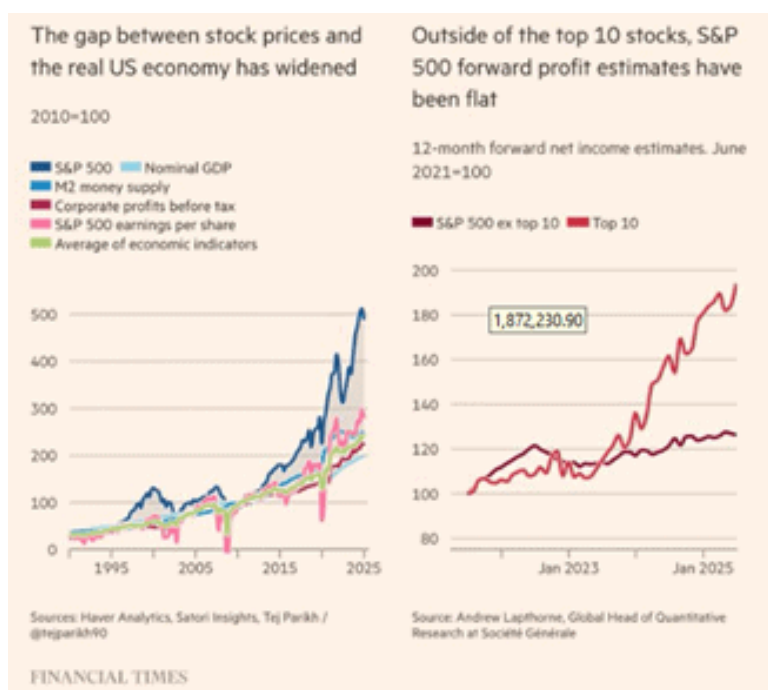
Juli blev traditionsenligt en positiv månad f  r världens aktiemarknader. Det var en typisk sommarmånad som successivt vaknade till liv med mängder av rapporter ackompanjerat av president Trumps fortsatta tullutspel. Totalt rapporterade 67 procent av fondens bolag (m  tt i kapital) i juli och det blev ännu ett bra utfall, med ett undantag som vi återkommer till. SXXP 600 steg i juli med 0.9 procent och S&P 500 steg med 2.2 procent.

  ver lag kan man sammanfatta rapports  songen med mycket starka rapporter från de stora amerikanska techbolagen. Koncentrationen inom S&P500   r återigen på en h  lgstaniv   där tex Nvidia och Microsoft tillsammans har en vikt om 14 procent i S&P500. Uppgången för S&P 500 i juli berodde alltså i stor utsträckning på de amerikanska techbolagens utveckling.



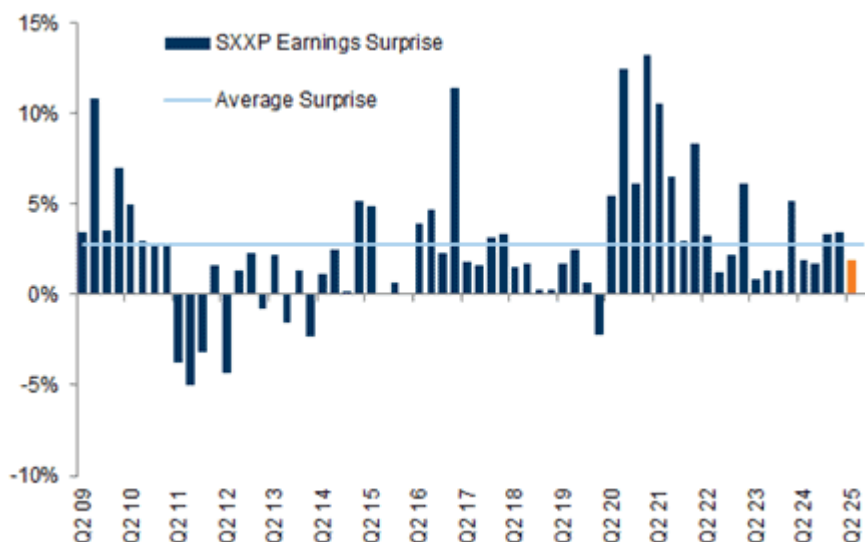
Källa: HedgeEye

Aktiemarknaden är som bekant ingen bra spegelbild av den underliggande ekonomin. Dominansen av de stora amerikanska techbolagen inom S&P 500 är otrolig.



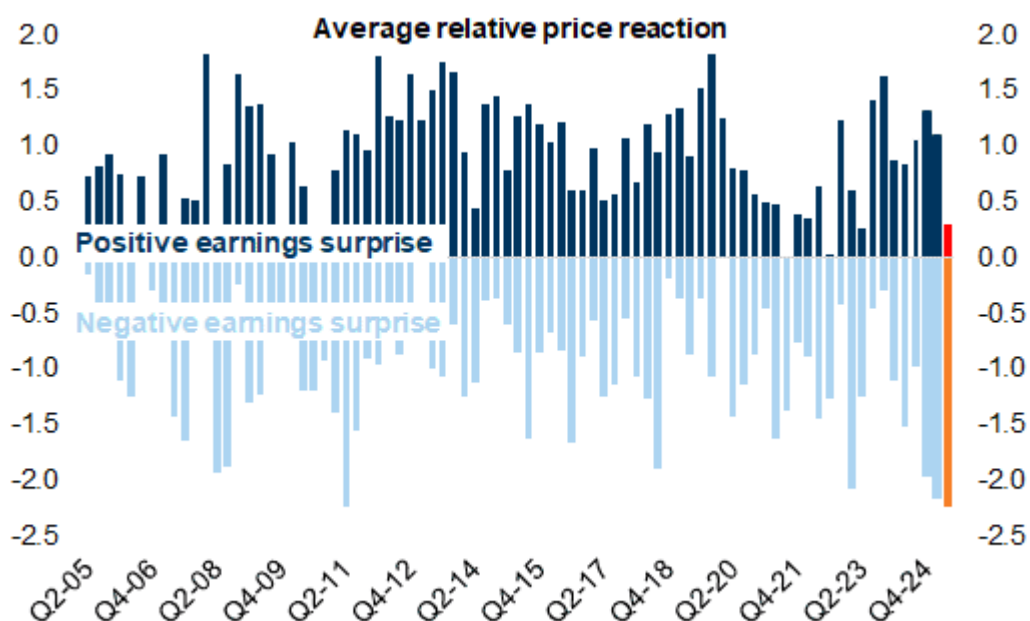
En annan sak att ha i åtanke om man färvänsas över motståndskraften i den amerikanska aktiemarknaden är att 81 procent av BNP kommer från service sektorn. På 1940-talet var det 38 procent. Ju högre serviceandel, desto jämnare cykel. Hushållens skuldsättning är också låg. Skuld / förmågenhet är nära lagstannivåer och 50 procent lägre jämfört med 2008.

För de europeiska bolagen har nu majoriteten redovisat sitt resultat och utfallet av positiva överraskningar är under genomsnittet.



KÄälla: Goldman Sachs

De bolag som missat har straffats hårdare än på flera decennier (enligt Goldman Sachs). Många bolag rapporterade om en svagare inledning och starkare avslutning på kvartalet på grund av all turbulens med tullarna. Bankerna fortsätter redovisa starka resultat och har inte varit i bättre skick sedan innan finanskrisen. Byggbolagen blir försiktigt optimistiska, men där tyvärr Tyskland och Sverige ligger efter de flesta andra europeiska länder i aktivitet.



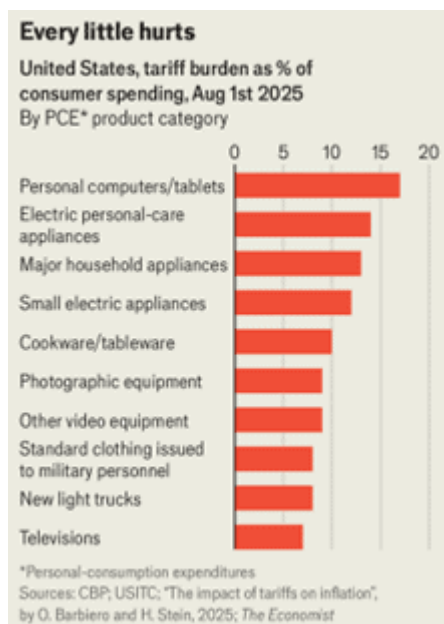
KÄälla: Goldman Sachs

Det var intensiva förhandlingar mellan EU och den amerikanska administrationen för att få till ett avtal i början av juli. Enligt uppgift läpte det på bra, men på lördagen den 12 juli skickade president Trump (ja, det är en enmansshow) ett brev till EU att han ville ha 30 procentiga tullar. Besvikelsen bland EU:s förhandlare var påtaglig och det med all rätt. Två veckor senare kom man överens om tullar motsvarande 15 procent för cirka 70 procent av exporten från EU till USA. Amerikanska varor som importeras till Europa har inga tullar. Många detaljer återstår, men vi var många som blev förvånade över ensidigheten i avtalet. Det känns ju som att EU lagt sig platt

fått autokraten på andra sidan Atlanten. Exporten i USA svarar fått 11 procent av BNP. Fått Storbritannien och Tyskland är de 31 respektive 42 procent.

Det blir intressant att följa utvecklingen fått den amerikanska ekonomin. När detta skrivs kommer det nyheter på Bloomberg om amerikanska investmentbanker som fått rlorar affärer i Europa då all turbulens från den amerikanska administrationen skrivs bort kunderna. Vem är fått? Euronexts starkaste VD raljerade lite under hans anförande i samband med deras kvartalsrapport och tyckte USA allt mer börjar likna en "emerging market".

Den ansedda tidskriften the Economist har analyserat påverkan fått priser på olika produkter i USA när alla tariffen implementerats. Även om konsumenterna väljer amerikanska produkter kan priset ha stigit då det finns utländska komponenter i produkten. När priserna stiger minskar det den amerikanska konsumentens köpkraft vilket sannolikt inte kommer att uppskattas. Det påverkar såklart också produktionsnivån hos icke-amerikanska bolag.



Källa: CBP, USITC, The Economist

Nedan syns de aktuella tullnivåerna som såklart kan ändras när som helst beroende på humöret hos president Trump. De stackars schweizarna fått rstad ingenting när de på kvällen den 31 juli fick beskedet att president Trump bestämt att tullsatsen skulle åka och fastställas till 39 procent. Det är den fjärde högsta tullsatsen i världen efter Syrien, Laos och Myanmar. Dagen efter hade Schweiz sitt nationaldagsfirande. Hur är det möjligt att uppfå sig så uselt? Den schweiziska tidningen Blick kallar det fått det största nederlaget sedan slaget vid Marignano år 1515 då franska trupper besegrade schweiziska trupper i dess försök att kontrollera delar av norra Italien.

Kinesiska och amerikanska delegationer möttes i Stockholm i slutet av juli fått att fårsåka komma framåt i sin tariffdiskussion. Mötet beskrevs som svagt positivt och man flyttade fram datum fått att fortsätta diskussionerna.

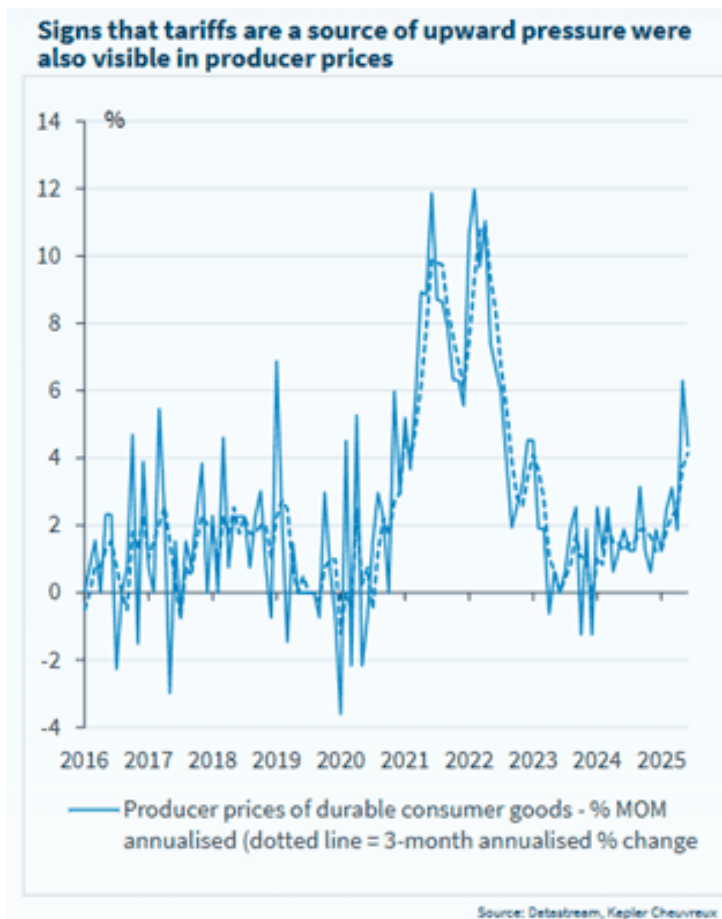


KÄälla: Fitch, White House, The Economist

En viktig datapunkt som sannolikt hÄnger ihop med det kaos som den amerikanska administrationen lÄmnat bakom sig Är den jobbrapport som kom fredagen den 1 augusti och som visade pÄ betydligt fÄrre nya skapade arbetstillfÄllen. Det var framfÄr allt rejÄla nedrevideringar av de senaste mÄnadernas data som gjorde att rÄntorna sjÄnk rejÄlt i takt med sjunkande aktiekurser. Det kÄnns uppenbart att en del av nedrevideringarna beror pÄ att osÄkerheten bland fÄretag varit extremt hÄg. Bolagen avvaktar med investeringsbeslut, inklusive nyanstÄllningar. Det hÄr vi Även frÄn vÄra egna fÄretag.

Den stora ledarens respons till rapporten var att omedelbart avskeda chefen och ansvariga fÄr arbetsmarknadsstatistiken. •The data had been RIGGED in order to make Republicans and ME, look bad•. FÄrutom dagens hÄga nivÄer pÄ tarifferna, behÄver man inte vara alltfÄr pÄlÄst inom historia fÄr att se liknelserna med svunna tider.

Producentpriserna i USA har bÄrjat stiga och tariffer har sannolikt pÄverkat nÄgot.



Källa: Kepler Cheuvreux

Lismandet för den stora ledaren tog sig nya uttryck när de närmsta i administrationen nu tycker att Trump ska få Nobelpriset i ekonomi.

<https://x.com/carlbildt/status/1950997611676311880?s=12&t=0N7sZrq39DU5Tq-Zr-TWaQ>

Samtidigt rabblade Vita Husets talesperson upp alla konflikter som Trump fått slut på vilket gör honom till en given vinnare av Nobels fredspris.

Månadens höjdpunkt med ett högt underhållningsvärde var ändå Trumps besök hos Fed som heller på med en omfattande renovering av deras lokaler. En renovering som den amerikanska presidenten tycker kostar för mycket och som speglar deras ekonomiska okunskap. Ni måste se det här klippet om ni inte redan gjort det. Någon skrev att det är som taget från •The Office•.

<https://www.youtube.com/watch?v=woaa3pEzIHM>

Trump var inte nöjd med Jerome Powells uppträdande efteråt och när röntan inte heller sånktes denna gång kom responsen direkt.



Donald J. Trump
@realDonaldTrump

Jerome "Too Late" Powell has done it again!!! He is TOO LATE, and actually, TOO ANGRY, TOO STUPID, & TOO POLITICAL, to have the job of Fed Chair. He is costing our Country TRILLIONS OF DOLLARS, in addition to one of the most incompetent, or corrupt, renovations of a building(s) in the history of construction! Put another way, "Too Late" is a TOTAL LOSER, and our Country is paying the price!

Källa: TruthSocial

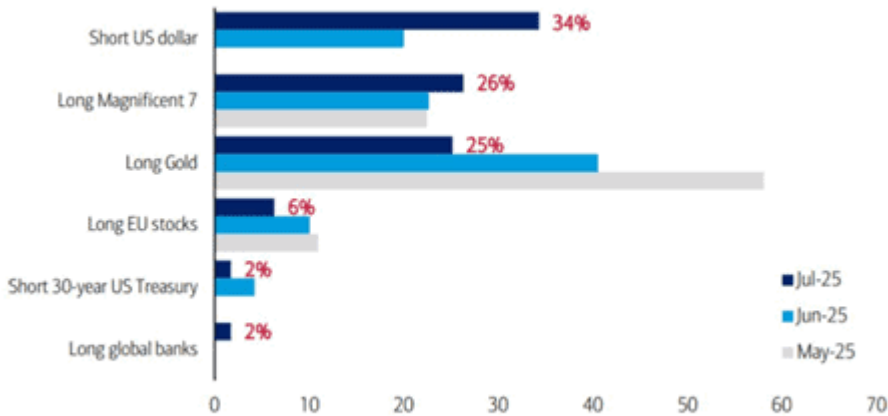
Oavsett vad man tycker om den färdiga politiken så är han åtminstone produktiv.



Källa: The American Presidency Project

Allt ovanstående har gjort att den senaste undersökningen bland Bank of Americas institutionella kunder visar att negativa positioner mot den amerikanska dollarn är den största "crowded trade" i marknaden. Notera också den senaste månaden. Långa positioner i guld har minskat kraftigt i takt med ökad riskapitet. Nivån investerat kapital in i europeiska aktier verkar också ha minskat.

Chart 14: "Short US dollar" becomes the most crowded trade for the 1st time
What do you think is currently the most crowded trade?



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

Källa: BofA

All turbulens har gjort att euron stärkts med drygt 10 procent i År gentemot dollarn till runt 1,16. Det År en betydande fÄrsvagning av dollarn pÅ kort tid, men den minnesgoda kommer ihÅg att det År iÅngt kvar till gamla nivÅer.



Källa: Bloomberg

ECB hÅll som vÅntat styrÅntan ofÄrÅndrad efter avslutat mÅte i juli. Ekonomierna i eurozonen har visat pÅ viss motstÅndskraft, men tillvÅxten År fortsatt blygsam. Bland de stÄrre ekonomierna fortsÅtter Spanien dra ifrÅn med +2,8 procent i BNP-tillvÅxt. Men det finns anledning att vara optimistisk. Enorma infrastrukturprojekt startar snart upp, Tyskland kommer med fiskala stimulanser och sÅklart de enorma satsningarna inom fÄrsvaret. Nedan en bild frÅn Åsterrikiska Palfinger (krantillverkare och delvis konkurrent till Hiab) som sammanfattar iÅget vÅl. Europa har inte sett nÅgot liknande sedan efter andra vÅrldskriget.

MARKET POTENTIAL IN THE GLOBAL INVESTMENT ENVIRONMENT EXCEEDS EUR 2 TRILLION

PALFINGER participates in investment programs worldwide.

PALFINGER

- | | |
|---|---|
| > Fiscal Package Germany
Budget: EUR 500 billion | > RePower Europe
Budget: EUR 210 billion |
| > Europe rearmament
Budget: over EUR 800 billion | > USA Stargate Project
Budget: USD 500 billion |
| > Invest EU
Budget: EUR 372 billion | > Reconstruction of Ukraine
Budget: EUR 50 billion |



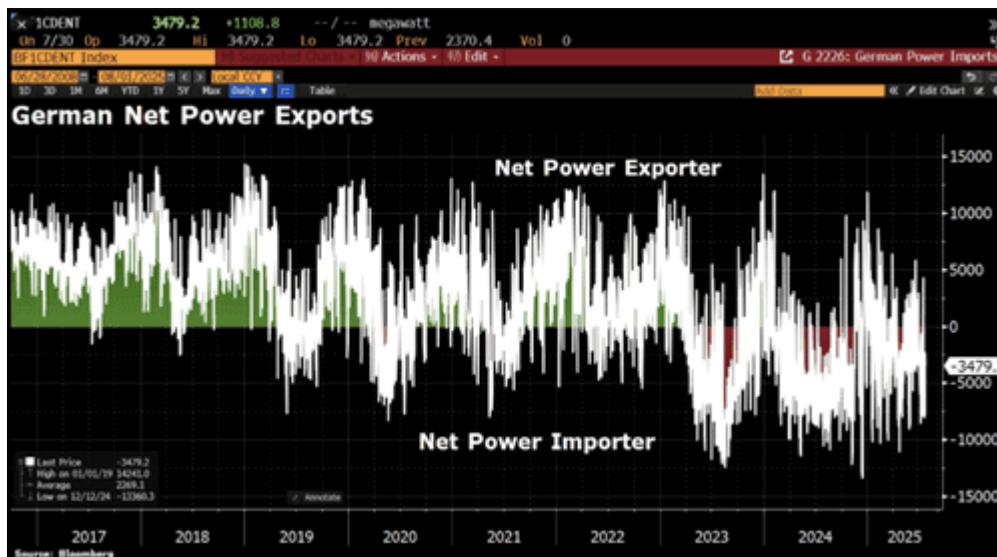
Källa: Palfinger

Men får att sätta saker och ting i perspektiv. Nvidia har snart ett bärsvärde som motsvarar de 50 största företagen i Europa. Det är nästan svårt att ta in.



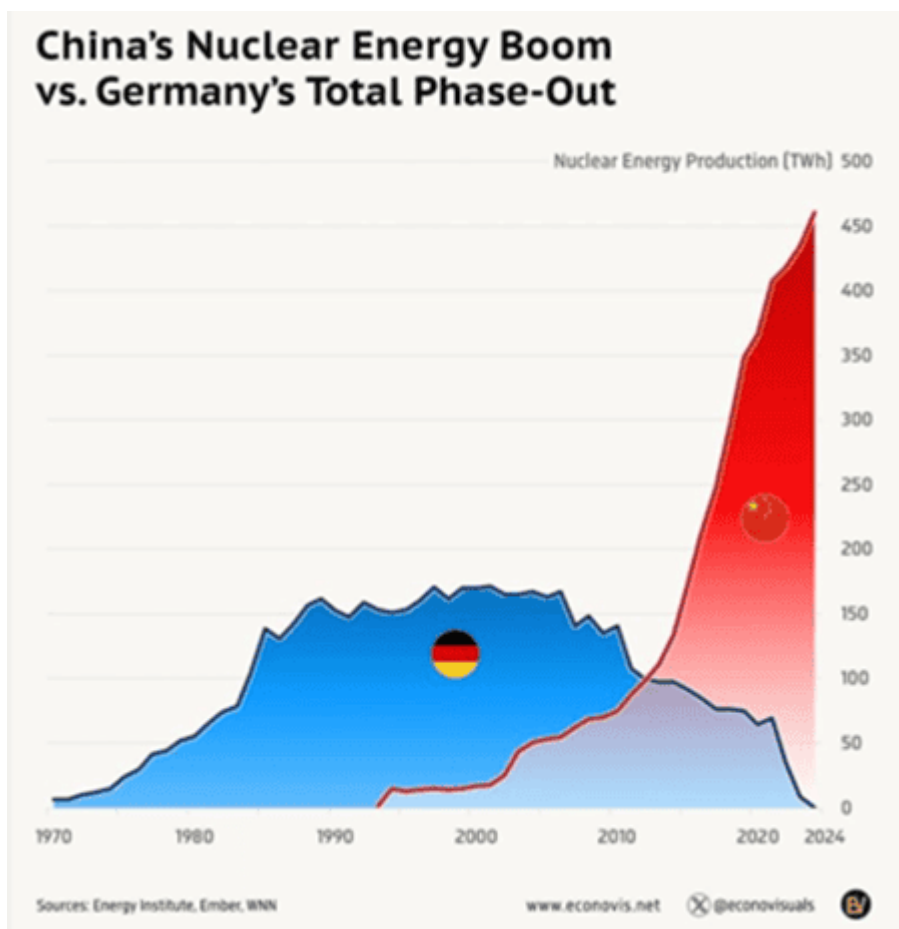
Källa: Bloomberg

Europas energipolitik och i synnerhet Tysklands lämnar mycket att önska. Nedanstående bild visar hur Tyskland gått från att vara en nettoexportör av el till nettoimportör. På grund av ett ofattbart uselt transfereringssystem av elektricitet känner även hela skandinavien av detta med energipriser som oftast är 10x högre än i norra Sverige (där de dessutom har lägre skatt än i skandinavien). Med tanke på den kraftigt stegrande konsumtionen av el får utnyttjande av AI-teknologin kännas det minst sagt utmanande för vissa europeiska länder att hånga med i utvecklingen. Inom kort kommer vi kunna läsa: •Vi såg det inte komma•.



Källa: Bloomberg, Holger Zschaepitz

Ett svårslaget dystert rekord. Även Sverige stoltserar i grenen med långt framskjutna placeringar.



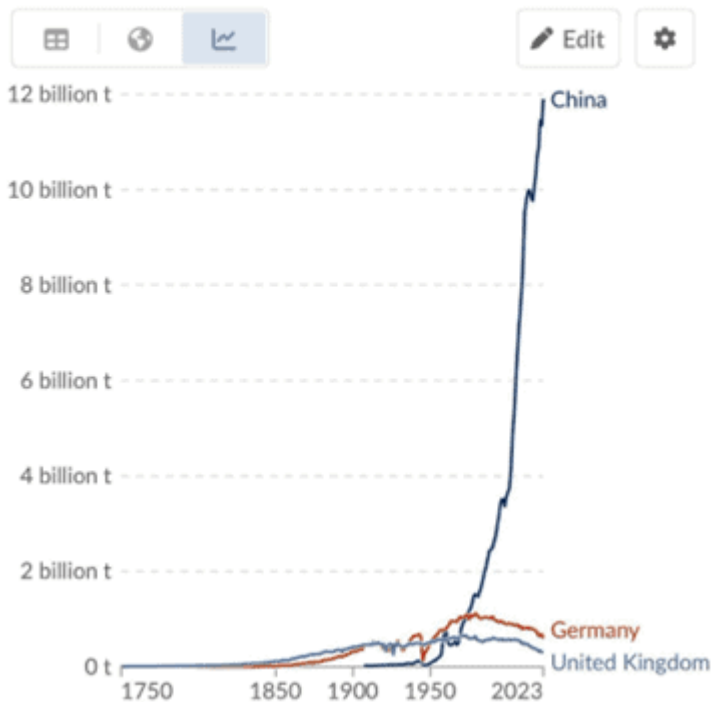
Källa: Energy Institute, Ember, WNN

Hur mycket har Europa och dess invånare fått betala i form av tappad konkurrenskraft för den förda energipolitiken? Därmed inte sagt att Kina och USA är felfria, men priset för europeiska medborgare har varit högt.

Annual CO₂ emissions

Carbon dioxide (CO₂) emissions from fossil fuels and industry. Land-use change is not included.

Our World
in Data



Källa: Our world in data

Var ni med på festen? Italien har i år 100-årsjubileum för när man senast hade ett budgetöverskott. Trots det upplever Italien nu en så allsynt politisk och finansiell stabilitet ledd av Giorgia Meloni. Hon har varit vid makten i knappt tre år, vilket snart är nytt rekord. De senaste 164 åren har Italien haft 133 regeringar. Landets statsskuld nådde en högstanivå under pandemin på 158 procent men är nu nere på 135 procent.

Figure 1: Italian Budget Deficit (% of GDP) - 100 year anniversary of the last surplus



Source: IMF (up to 1979), Haver Analytics (from 1980), Deutsche Bank

Källa: IMF, Deutsche Bank

Vår innehav

Konecranes

Konecranes kom in med resultat som var klart bättre än väntat. Orderingväxningen och rörelseresultatet var omkring 11-12 procent högre än analytikernas estimat. Samtidigt var lönsamheten på en oförändrat hög nivå, trots att bolaget tidigare flaggat för att marginalen i motsvarande kvartal i fjol var ovanligt stark. Så här långt tycks Konecranes ha borstat undan de flesta orosmolnen som högrat i form av tullar och dess påverkan på såväl kostnader som efterfrågan.

Även om amerikanska tullar är dåligt för Konecranes (bolaget har relativt lite produktion i landet), så verkar inte bolaget vara någon större relativ förlorare givet att många konkurrenter tycks ha liknande värdekedjor. Dessutom lår tullarna över tid skapa förändrade logistikflöden, vilket i så fall bör gynna efterfrågan till viss del. Samtidigt har europeiska inköpsindex stigit under flera månader i sträck och nådde i juli sin högsta notering sedan juli 2022.

På våra estimat handlas Konecranes fortsatt till ensiffriga EV/EBITA-multiplar trots att avkastningen på det sysselsatta kapitalet enligt vår definition stigit från omkring 17 procent 2019 till mer än 30 procent 2025. Vi beräknar att omkring 65-70 procent av rörelsevinsten utgörs av mer stabila eftermarknadsintäkter. Bolaget har nu presterat väl under flera år av makroekonomisk turbulens och vi tycker det är dags för en gedigen uppvärdering av aktien. I juli steg aktien med 9 procent.

De'Longhi

Den italienska tillverkaren av framför allt kaffemaskiner har haft ett kursmässigt mediokert år (-5 procent). Däremot fortsätter verksamheten ganska bra trots aktiemarknadens dubier rörande tullar och amerikansk efterfrågan. De'Longhis rapport för det andra kvartalet 2025 var omkring 3 procent bättre än analytikerna hade räknat med. Guidningen för helårsresultatet justerades upp. Den organiska tillväxten för det första halvåret summeras till 8 procent samtidigt som rörelsemarginalen stigit med omkring 80 baspunkter.

De'Longhi har en lång historik av god organisk tillväxt. Aktien värderas på analytikernas estimat till EV/EBIT 8-9x för de nästkommande 12 månaderna. De kan jämföras med ett historiskt tioårsnitt om 12x. Helt klart är att aktien straffas för sin produktionsexponering (uteslutande kinesisk och europeisk), vilket i kombination med en amerikansk försäljningsandel om cirka 20 procent, skrämt marknaden. Bolagets ledning tycks samtidigt inte särskilt oroliga över de tullar som nu annonserats.

Vi ser aktien som klart undervärderad. Om bolaget kan bevisa att man klarar det andra halvåret utan större inverkan från tullarna än vad som är väntat bör aktien få sig en skjuts norrut. Konsumentsektorn har haft ett par iskalla år på baksen och någon gång bör det vända. Med lägre räntor och större europeiska plånböcker borde det finnas förutsättningar för att det kan ske snart. När det väl vänder vill man nog äga de bästa konsumentaktierna och i det facket placerar vi De'Longhi. Aktien steg med 1 procent i juli.

Alm. Brand

Som vi skrivit om i flera tidigare månadsbrev har vi tyckt om den nordiska försäkringsbranschen länge och kanske särskilt i år. Försäkringsbolagens priser är nu i hög takt än kostnaderna, vilket ger bra medvind för marginalerna. Så här långt i år har försäkringsbolagen också gynnats av ett uthållandevis milt värder.

Under det första halvåret har vi sakteliga skiftat delar av vårt Sampo-innehav till danska Alm. Brand. Alm. Brand är fullt ut fokuserade på den danska marknaden och är snart förordiga med ett långdraget integrationsarbete av danska Codan, som köptes för flera år sedan. Codan-förvärvet ogillades av marknaden på grund av en hög prislapp. Den industriella logiken följer dock den vi sett i många andra fall på den nordiska försäkringsmarknaden: Skala har stor betydelse för din lönsamhet. Vi tror att marknaden snart kommer att skänka konturerna på Alm. Brand 2.0, som vi anser är ett klart bättre bolag än Alm. Brand 1.0. Inte minst med hjälp av en kapitalmarknadsdag i höst.

Under månaderna kom Alm. Brand även med en fin kvartalsrapport som var bättre än analytikernas estimat. Särskilt tillväxten om 11 procent i det privata segmentet stod ut. Av den tillväxten kom 4 procentenheter från vunnna marknadsandelar, enligt bolaget, vilket vi ser som ett styrketecken. Över lag var rapporten i vårt tycke fri från större fångsten. Alm. Brand steg med 7 procent i juli. Tillsammans med vårt innehav i Sampo utgör den nordiska försäkringssektorn drygt fem procent av fondens exponering.

Lindab

Ventilationsbolaget forts tter att f r rka parera tuffa slutmarknader. Rapporten för det andra kvartalet var visserligen i linje med analytikernas estimat    men dessa hade också justerats ned   tt inpå rapportsl ppet. Det positiva med rapporten var att det mest värdefulla segmentet    Ventilation Systems   presterade v l givet förutsättningarna. Det mer volatila segmentet,    Profile Systems  , var samtidigt sämre än vi vad vi gissat p  förhand.

Vår investeringstest handlar i mångt och mycket om att det stora investeringsprogram som VD Ola Ringdahl genomdrivit under många år kommer ge frukt i takt med att bolagets volymer återkar igen. Då blir marginalerna stiga ordentligt. När volymerna väl återtar under år svårt att sia om, men visst blir lägre räntor i Europa skapa förutsättningarna för det. Kanske kan det stora tyska stimulanspaketet även ge en positiv inverkan från och med 2026. Lindab-aktien steg med 5 procent i juli.

Evolution

Detta ventilationsbolag har varit ett av fondens största innehav under lång tid. Halvårsrapporten illustrerar varför: Trots tuffa slutmarknader ökade bolagets organiska tillväxt till mer än 6 procent under den andra delen av räkenskapsåret som slutade i juli 2025. Det är en ökning från cirka 4 procent under det första halvåret. Integrationsarbetet av det stora australiensiska företaget som genomfördes i slutet av förra året tycks gå mycket bra. Vinsten per aktie väntas växa en bit över 15 procent.

Volvation-aktien steg med 13 procent i juli och hade därmed stigit 20 procent 2025. Detta kommer ovanför en kursutveckling om 29 procent 2024. Trots den fina kursutvecklingen tycker vi att det finns gott om uppsida kvar. Aktien handlas till cirka EV/EBITA 12x p r värre estimat för 2027.

Diploma

Den brittiska serieförfattaren fortsätter att imponera. När bolaget kom med sin tredje kvartalsrapport för räkenskapsåret som slutar i september var det (som vanligt) med ett positivt budskap. Bolaget guidar nu att man kommer nå en organisk tillväxt om cirka 10 procent mot tidigare 8 procent. Utöver det annonserade man ett flertal mindre förvärv. Just förvärv har varit

efterlångt efter en period av långsammare utveckling på den punkten. Aktien steg med 10 procent i juli. Vårderingen i bolaget börjar bli ansträngd och vi har därför minskat vår position.

Hiab

Hiab fortsätter imponera som fristående bolag. Det justerade resultatet var cirka 11 procent bättre än förväntat, vilket skickade upp aktien nästan 11 procent på rapportdagen. Bolaget levererade smält fantastiska 16,2 procent resultatmarginal, trots att produktionsvolymerna är fortsatt nedtryckta. Även orderingången var bättre än vad analytikerna förväntade sig och växte nästan 9 procent jämfört med förra året. Det är framför allt Europa som är den stora drivaren. Vi fortsätter ha positiva toningar rörande Europa och antligen känns det som att saker börjar rulla på sig.

Hiabs långsiktiga finansiella mål är att ha en resultatmarginal på 16 procent år 2028, något vi tror bolaget redan nästa år. Över tid tror vi att Hiab kommer bli en nordisk favorit som förtjänar en högpresterande multipel givet hur bra de presterar. Aktien steg drygt 16 procent under juli.

Bonesupport

Bonesupport levererade en rapport som var i linje med förväntansbilden. Aktien har varit svag under våren och vi har köpt fler aktier. Försäljningen växte 40 procent organiskt. Påsken påverkade tillväxten negativt med 3-4 procentenheter. Under det första kvartalet straffades aktien av valutamotvindar, men det såg marknaden igenom detta kvartal.

Bolaget nämnde även att de förväntar sig en acceleration i försäljningstillväxten för Cerament G i USA. Detta känns rimligt då det snart är ett år sedan Cerament G för trauma lanserades. Under fjärde kvartalet lanseras Cerament BVF för ryggradsapplikationer och vad vi förstärker ser studiedata från produkten bra ut. Vi får troligen mer information om detta under hösten. Vi är även på väg att få mer om vägen för att Cerament G även ska kunna användas i ryggradsapplikationer.

I och med den andra kvartalsrapporten markerar det slut för en era med Emil Billböck som VD. Vi kommer sakna honom i rampluset men är glada att han stannar kvar i bolaget. Det har varit en helt fenomenal resa som bolaget gjort med hans ledarskap. Vi har ännu inte träffat den tillträdande VD Torbjörn Sköld som närmast kommer från Stille, men vi har hört gott om honom. Aktien steg 18 procent i juli.

Kalmar

Kalmar levererade en mycket fin rapport. Orderingången var 16 procent bättre än förväntat. Resultatvinsten var 5 procent bättre. Dessvärre raderades hela dagens kursuppgång av ledningsgruppen som under telefonkonferensen flaggade för ett svagare USA under andra halvan av 2025. De senaste kvartalen har Kalmar haft en riktigt stark orderingång, vilket också satt avtryck i aktiepriset som har stigit 25 procent i år. Efter vårt möte med ledningsgruppen så tror vi att de är lite väl försiktiga.

Kalmar har fått en väl förtjänt omvärdering av sin aktie under året och handlas på våra siffror till cirka EV/EBIT 10x. Aktien steg 10 procent i juli.

Vallourec

Vallourec levererade en odramatisk rapport för andra kvartalet. Resultateresultatet var i linje med förväntningarna och prognosen om ett starkt andra halvår var helt i linje med vad analytikerna förväntade sig. Utanför USA är det hög aktivitet för Vallourec som tagit flera stora orders under första halvåret, vilket cementerar det starkare andra halvåret. Aktien steg 4 procent under juli och handlas till cirka P/E 9x för 2026 värde estimat.

HBX

Fondens stora besvikelse i andra kvartalet var HBX. Det tredje kvartalet var cirka 5 procent sämre än förväntat. Det som marknaden dock tog fasta på var en nedgradering av bolagets utsikter. Om vi antar mitten av intervallet för den nya guidningen så justerades totalt transaktionsvärde och intäkter nedåt med 5 respektive 3 procent medan resultateresultatet för avskrivningar bibehålls oförändrat. Detta satte dock panik i marknaden som sänkte aktien med 20 procent under juli. Vi har också minskat vår position.

Både data och sektorkollegors rapporter pekade på ett starkt resande i Europa. Så var tyvärr inte fallet för HBX. Vid stängda tider tenderar resenärer att nedgradera, göra kortare resor och boka senare. Detta gör att fler bokar direkt via hotell eller direkt via så kallade OTAs (Expedia, Booking.com). HBX styrka ligger i transkontinentala resor som bokas långt i förväg. Givet den starka data vi hade in i rapporten skulle vi nog inte gjort något annat än inför rapporten, men vi underskattade helt klart hur påverkat HBX var av detta.

SLP

SLP fortsätter att leverera och rapporten för det andra kvartalet var inget undantag. Helt i linje med förväntningarna. Tittar vi framåt borde resultatet gynna fastighetsbolag generellt men kanske SLP i synnerhet. När rättsfallningarna satte i gång under 2022 steg SLPs avkastningskrav från 5,2 procent till 5,9 procent. Riksbanken har sedan maj 2024 gjort 7 räntesänkningar, från 4 procent till 2 procent och det förväntas ske ytterligare en till i höst. Trots detta ligger SLPs avkastningskrav kvar på 5,9 procent. En anledning kan vara att SLP själva kallar på avkastningskrav norr om 6 procent. Bolaget förvärrar mycket och är en stor del av affärerna som ligger till grund för värderingsinstitut. Till skillnad från för två-tre år sedan så är SLPs bestånd i dag av betydligt högre kvalitet, vilket borde bidra till lägre avkastningskrav än tidigare, allt annat lika.

På aktuell intjäningsförmåga värderas SLP till 18x fritt kassaflöde, vilket vi tycker är relativt billigt givet tillväxtutsikterna. Om vi dessutom antar att avkastningskravet sänks med 50 baspunkter så genererar det 1,5 miljarder i högre NAV eller nästan 6 kronor per aktie. Det känns inte orimligt att det sker under de kommande 12 månaderna, givet att referensräntan (STIBOR) rätt sig från fyra till två procent.

Scandic Hotels Group

Scandic levererade en rapport som var svagare än förväntat. Resultateresultatet för avskrivningar var cirka 7 procent sämre än förväntat och en stor del av förklaringen var svåra jämförelsetal (fjolåret innehåller events som Taylor Swift). Bokingsläget för det tredje kvartalet ser ut att ge något högre beläggning och priser jämfört med föregående år.

Den stora händelsen i samband med rapporten var dock att Scandic offentliggjorde avsikten att förvärva Dalata Hotel Groups hotellverksamhet från Pandox och Eiendomsspar i samband med deras publika bud. Förvärvet ökar antalet rum med 20 procent och Scandic etablerar sig i och med

fÄ¶rvÄ¶rvet pÄ¶ Irland och Storbritannien. VÄ¶r uppfattning Ä¶ att Dalata Ä¶ vÄ¶ldigt vÄ¶lskÄ¶tt och liknar Scandic i mÄ¶ngt och mycket med en dominerande stÄ¶llning pÄ¶ Irland. AffÄ¶ren fÄ¶rvÄ¶ntas bidra positivt till EPS omgÄ¶ende efter att affÄ¶ren Ä¶ klar. Vi tror Dalata kan addera sÄ¶ mycket som 20 procent till vinsten per aktie.

Scandics aktie var ofÄ¶rÄ¶ndrad pÄ¶ mÄ¶naden och vi gissar att vi kommer se lite fÄ¶rÄ¶ndringar i Ä¶garlistan nÄ¶r bolaget gÄ¶r frÄ¶n en â?•utdelningsaktieâ?• till en â?•tillvÄ¶xtaktieâ?•. NÄ¶r fÄ¶rvÄ¶rvet konsolideras tror vi marknaden kommer uppskatta tillvÄ¶xten i vinst per aktie.

Summering

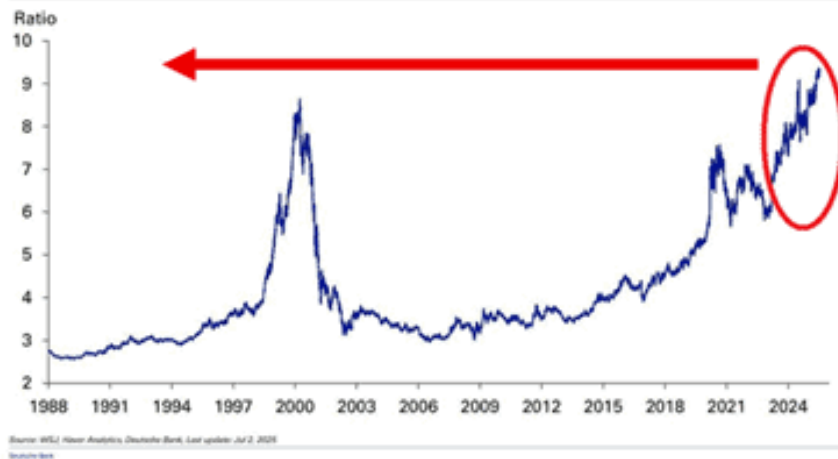
Vi Ä¶ nÄ¶jda med leveransen frÄ¶n vÄ¶ra bolag under det fÄ¶rsta halvÄ¶ret. Utvecklingen fÄ¶r fonden i juli var god och prÄ¶glades av kvartalsrapporterna som vi fick ta del av. DÄ¶rutÄ¶ver har vi haft en bra balans i portfÄ¶ljen de senaste mÄ¶naderna. Augusti och september har en tendens att vara svagare bÄ¶rsperioder med hÄ¶gre volatilitet dÄ¶ en stor del av vÄ¶rldens fÄ¶rvaltare Ä¶ pÄ¶ semester. Dessutom har vi alla nu en amerikansk administration som drar upp volatiliteten och gÄ¶r det Ä¶ven tÄ¶mligen meningslÄ¶st att sia om den nÄ¶rmsta utvecklingen. Nedan historisk volatilitet sett Ä¶ver Ä¶ret.



Vad som nu Ä¶ tydligt, fÄ¶r fÄ¶rsta gÄ¶ngen sedan 2021, Ä¶ att europeiska smÄ¶bolag (SMID) nu tydligt kommit in i vÄ¶rmen och uppvisar en starkare kursutveckling Ä¶n stÄ¶rre bolag. Det Ä¶ en utveckling som allt annat lika gynnar vÄ¶r fÄ¶rvaltningsfilosofi. Det Ä¶ ocksÄ¶ tydligt att motsvarande utveckling inte finns i USA, vilket frÄ¶mst beror pÄ¶ att de stora techbolagen fullstÄ¶ndigt dominerar. RÄ¶ntenivÄ¶n i USA Ä¶ ocksÄ¶ mer Ä¶n dubbelt sÄ¶ hÄ¶g som i Europa.

I USA har Nasdaq aldrig tidigare haft sÄ¶ kraftig Ä¶veravkastning jÄ¶mfÄ¶rt med de mindre bolagen.

NASDAQ Composite to Russell 2000 ratio



KÄälla: WSJ, Haver Analytics, Deutsche Bank

En viktig bild för att förstå borsens utveckling under 2025.



KÄälla: Bloomberg

Goldman Sachs håller ett varningens finger för all spekulation bland amerikanska småsparare. De ser tydliga paralleller från dotcom euforin 1999-2000 och meme-galenskaperna 2020-2021 och deras spekulativa indikator stiger.

Exhibit 1: Speculative Trading Indicator shows a recent increase in speculative activity



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 2: Each component of the Speculative Trading Indicator screens as elevated vs. history

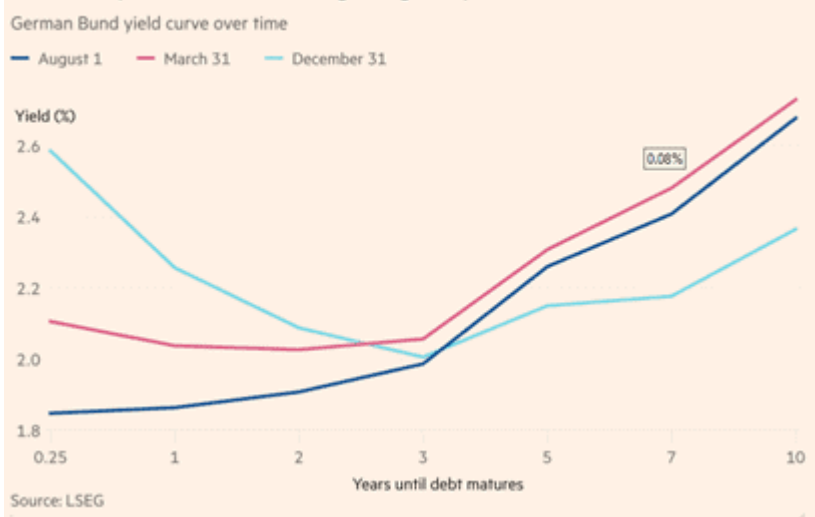


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: Goldman Sachs

Utvecklingen för europeiska banker har varit exceptionellt god de senaste åren. Det tog sektorn 15 år att resa sig efter finanskrisen 2008 och bankerna bidrog starkt till Europas många problem efter finanskrisen, men nu är det tillbaka och det i stor stil. För femte året i sträck är bank bärsta sektor i Europa. I dagarna hade ECB sitt årliga stresstest och under många år var detta en stor nervös händelse där de svagaste pekades ut med ny kurspress som följd. Denna gång var det en icke-händelse och sektorn fortsatte sin starka utveckling dagen efter. Bankerna lever nu i den bärsta av världar och med stigande räntekurva i Europa, där enorma försvars- och infrastruktursatsningar ska genomföras, kommer bankerna att ha en fortsatt stark intjäning. Fonden har drygt 5 procent i exponering mot banksektorn via Commerzbank och Bawag.

Eurozone yield curve has been getting steeper

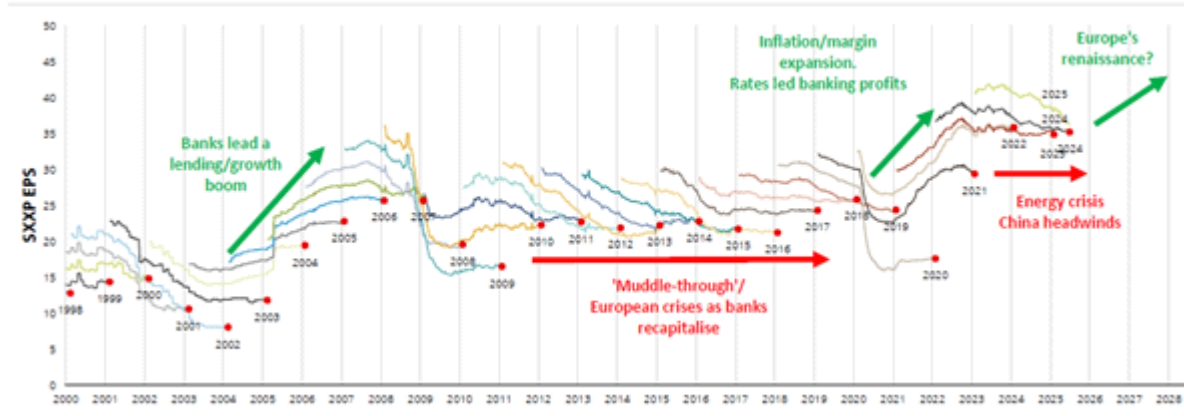


Source: LSEG

Källa: LSEG

Bilden visar Europas ekonomiska vinstutveckling de senaste 25 åren där avtrycket från bankerna satt sin prägel. Utsikterna ljusnar 2026.

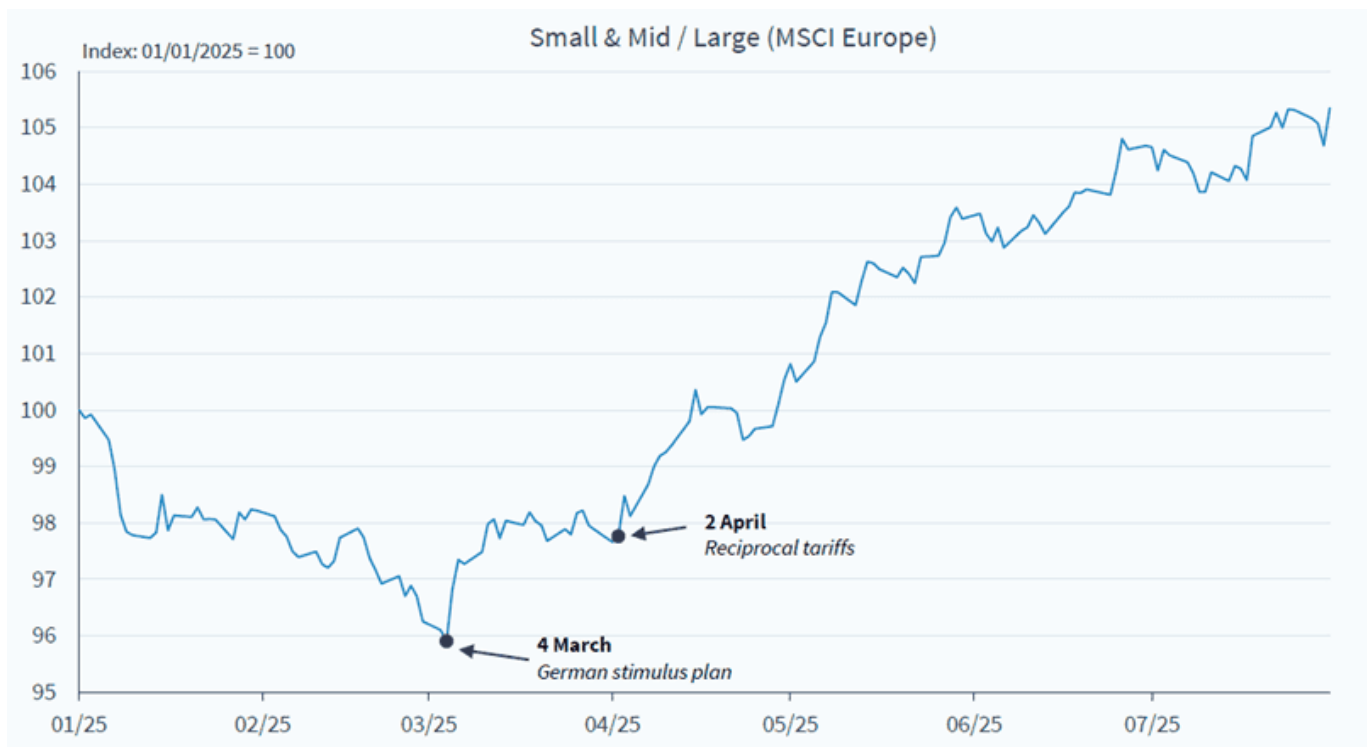
Figure 2: European earnings have had extended headwinds and 2025 is no exception. But we see bluer skies in 2026



Källa: UBS

Nedan en kollektion av utmärkta bilder som tydligt illustrerar att europeiska småbolag upplever en renässans. Det finns mycket som talar för att det ska fortsätta under lång tid framöver. Stort tack till Joakim Tabet på Kepler Cheuvreux som på senast tog fram bilderna åt oss.

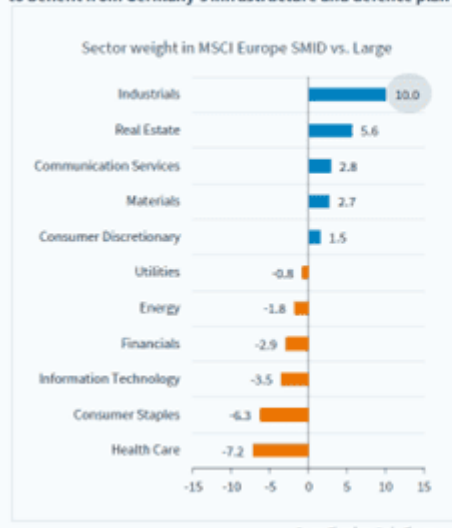
Den första katalysatorn för SMIDs återavkastning var annonseringen av den tyska försvarsplanen i mars och den andra var 2 april med Trumps tullar.



Källa: Kepler Cheuvreux

En stor vikt av den industriella sektorn inom SMID samt lägre påverkan av tariffer bidrar positivt till en stark utveckling.

Given their greater Industrials weighting, SMIDs are more likely to benefit from Germany's infrastructure and defence plan



Small caps tends to be more "domestic" and therefore less exposed to potential trade wars



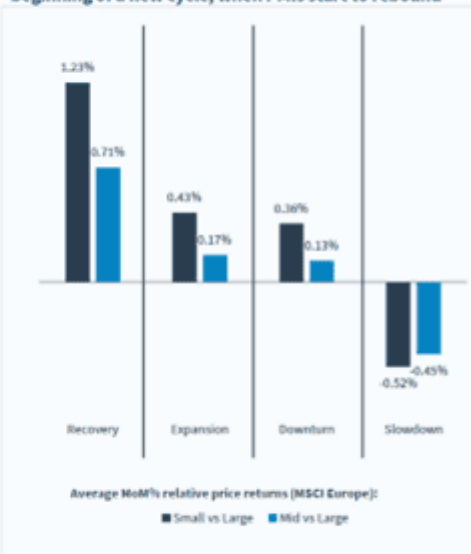
Källa: Kepler Cheuvreux

De mindre bolagen är mer känsliga för den allmänna ekonomiska utvecklingen och brukar utvecklas starkare än större bolag när den ekonomiska aktiviteten ökar.

Small & Mid caps are highly sensitive to economic conditions and tend to thrive at the start of a new cycle



SMID caps tend to outperform Large caps the most at the beginning of a new cycle, when PMIs start to rebound



We calculate the average monthly relative price returns of Small/Mid vs Large caps (MSCI Europe) during each stage of the global economic cycle, as defined by the Global Manufacturing PMI. Recovery: global manufacturing PMI increasing MoM and below 50. Expansion: increasing MoM and above 50. Downturn: decreasing MoM and above 50. Slowdown: decreasing MoM and below 50. Calculations start in Feb. 1999 (Mid) and Jan. 2005 (Small).
Source: Bloomberg, Datastream, Kepler Cheuvreux

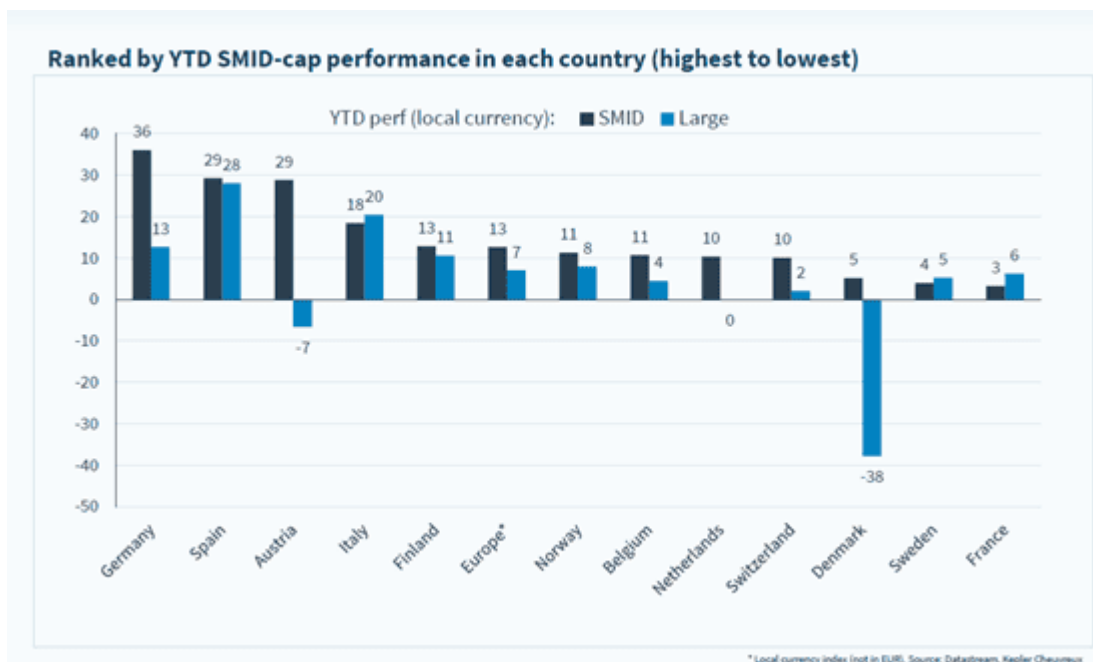
Källa: Kepler Cheuvreux

2025 års utveckling är en spegelbild av 2024.



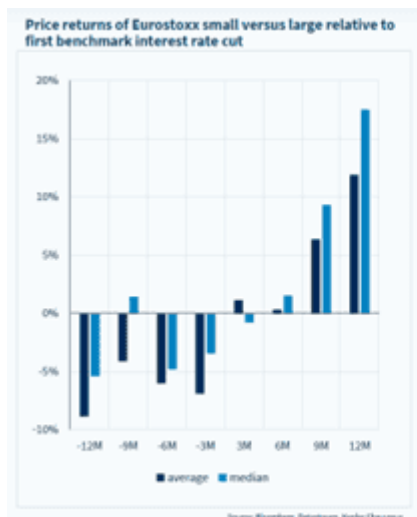
Källa: Kepler Cheuvreux

Tyska och spanska småbolag i topp i År. Storbritannien År inte med här men där har småbolag så här lågt i År utvecklats samre År stÅrre bolag, vilket Åven gÅller Sverige. Fonden har cirka 45 procent av kapitalet i dessa tvÅ lÅnder.



Källa: Kepler Cheuvreux

En tydlig bild som visar rÅntekÅnsligheten fÅr SMID.



KÃ¶lla: Kepler Cheuvreux

Det hÃ¥nder nu.



KÃ¶lla: Kepler Cheuvreux

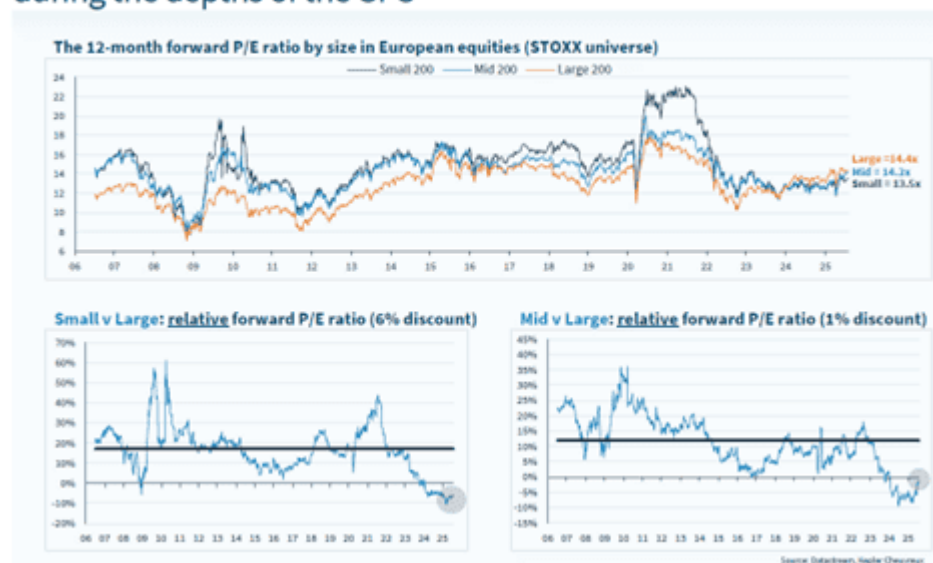
De som Ã¥r bra pÃ¥ teknisk analys bekrÃ¥ftar bilden.



Källa: Kepler Cheuvreux

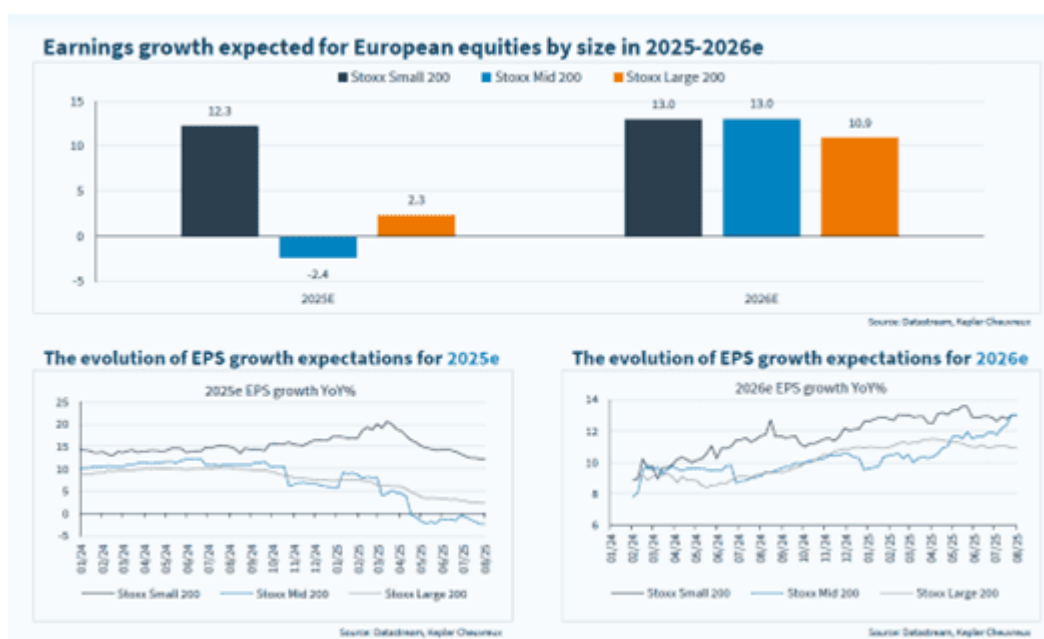
Värderingen av SMIDs är på lågrelativ nivå än under finanskrisen, vilket känns märkligt.

European SMIDs are trading at a greater valuation discount than during the depths of the GFC



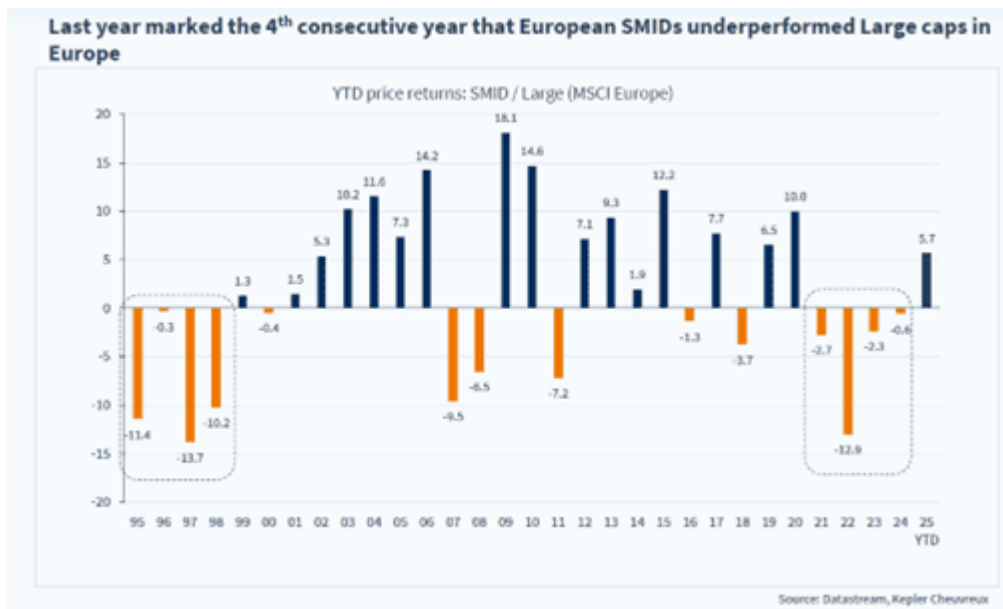
Källa: Kepler Cheuvreux

Det är inget fel på tillväxten heller.



Källa: Kepler Cheuvreux

Vi har flera gånger nämnt att det nuvarande klimatet känns lite som under 2002, en period där man hanterat stora problem, men som sedan följdes av flera starka år för stock picking och SMIDs. Vi fortsätter att ha den känslan.



Källa: Kepler Cheuvreux

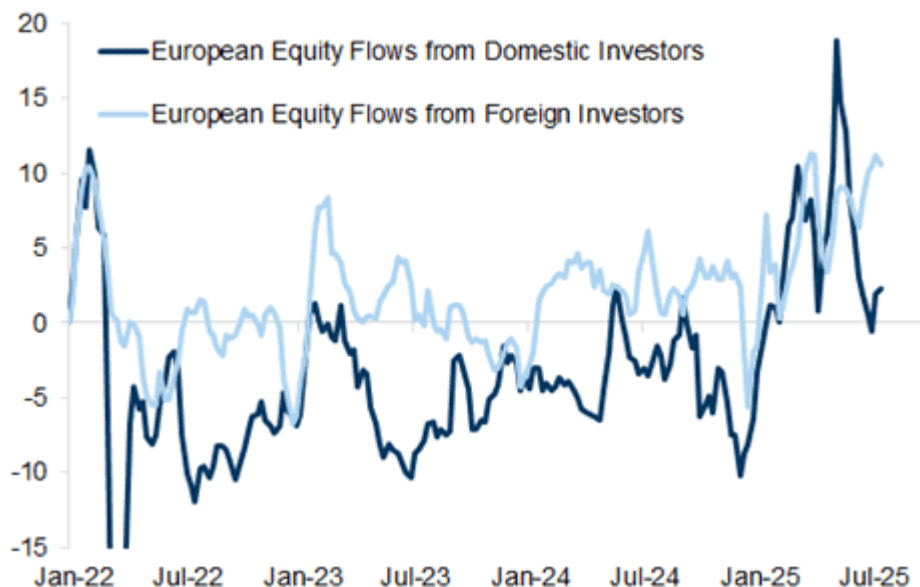
Ännu en bra bild som visar utvecklingen över 30 år.



Källa: Kepler Cheuvreux

Sammanfattningsvis ser det ovanligt bra ut för europeiska små- och medelstora bolag. Många är fortsatt positionerade med en undervikt i segmentet. När dessa sista ord skrivs ser vi dessutom att globala hedgefondsinvesterare ska "load up on Europe". Europa ses som det största geografiska fokuset för andra halvåret, enligt Goldman Sachs. Vi är inte förvånade och de är välkomna. Vinsttillväxten i Europa och USA är runt 11 respektive 12 procent. Europa handlas på 14x och USA på 23x och dessutom är dollarn just nu inte den mest bekväma valutan att äga.

Europeiska investerare är nu tillbaka som köpare efter att ha sålt större delen av året.



Källa: Goldman Sachs

Man får vara beredd på viss volatilitet framöver, främst drivet av den amerikanska administrationen. För Europa tror vi oss nu veta spelreglerna (osvuret är bäst) och vi får anpassa oss. Osäkerheten som lagt en blåt filt över många beslut är nu borta.

För USA gissar vi att det blir ett visst tryck uppåt i inflationen när priserna där nu hålls efter sommaren. Om inte för sista år får den amerikanska centralbanken en ny ordförande som kommer smeka president Trump medhårs, trycka upp långrentorna och skapa nya chockvågor i systemen och sen är cirkusen i gång igen. Men det behöver vi inte grubbla på just nu.

Tack för visat intresse och ha en underbar augusti!

Mikael & Team

Malmö den 7 augusti 2025

Date Created

2025/08/13