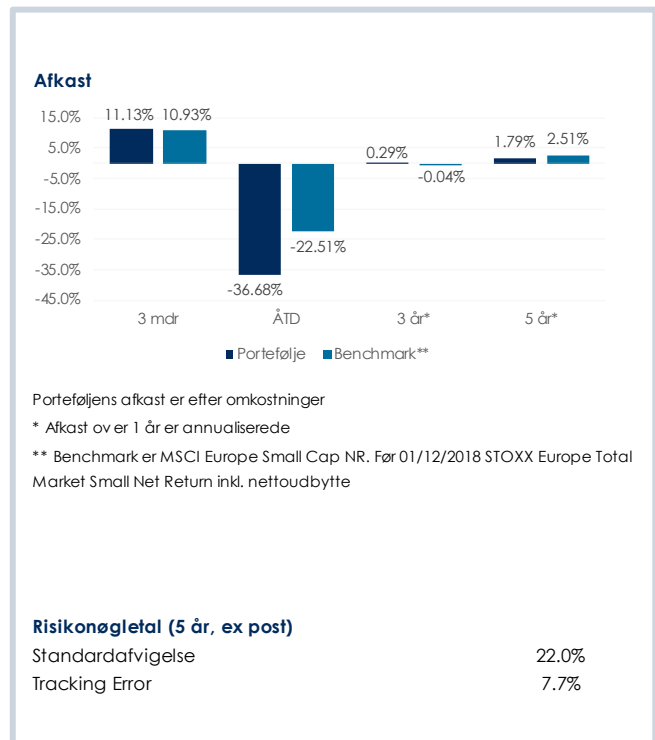


## Investorbrev – BankInvest Europa Small Cap Aktier

Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

### Opsummering

- Afdelingen Europa Small Cap Aktier gav et merafkast på 0,19%-point i 4. kvartal
- Teamviewer, Motor Oil og De'Longhi leverede kvartalets største positive bidrag
- Kvartalets største negative bidrag kom fra Cint, Teqnon og DistIT



### Markedsudvikling

Afdelingen Europa Small Cap Aktier gav et afkast på 11,13% efter omkostninger mod sammenligningsindekset på 10,93%. Dermed blev det til et merafkast i 4. kvartal på 0,19%-point.

På grund af et højere og mere vedvarende inflationspres i hele Europa er renterne steget mere og i et væsentligt højere tempo i 2022 end oprindeligt forventet. Dette har haft konsekvenser på tværs af sektorer og realøkonomien. – Forbrugerne har derfor oplevet at deres reelle købekraft er faldet for første gang i årevis, hvorimod banker har været i stand til at øge marginerne betydeligt på grund af historisk høje indlånsniveauer. I den anden ende af spektret er ejendomsselskaber blevet negativt ramt af højere finansieringsomkostninger og faldende ejendomspriser. Dette er blot nogle få eksempler for at illustrere effekterne af et væsentligt ændret miljø end det, der har været normen i flere år efter finanskrisen. En rimelig forventning er, at konsekvenserne vil fortsætte med at dukke op i de kommende år, efterhånden som

økonomien er blevet trukket ud af ligevægt og skal sætte sig ind i nye antagelser og realiteter.

I begyndelsen af 2022 stod logistikproblemer og fortsatte nedlukninger højt på dagsordenen. Begge temaer er stort set løst i skrivende stund. På logistikområdet er det "nye problem", at lagrene er overfyldte på grund af ekstraordinær ordreaktivitet i 2021. Dette er deflationært og har potentiale til at skabe problemer for virksomheder i sektorer tæt på slutkunden som detailhandel og mode.

På makroniveau var forventningen i begyndelsen af 2022, at væksten ville blive lavere end forventet tidligere i 2021 – men de positive tendenser forventedes at fortsætte i længere tid. Førstnævnte forventning var korrekt, mens sidstnævnte måtte ændres væsentligt på grund af krigen i Ukraine og de relaterede effekter som stigende energipriser. Den nuværende forventning er således, at Storbritannien og Europa vil være i recession i 2023.

Small caps underperformede large caps med 13,3%-point ÅTD. Det er den største underperformance i de 24 år, der er data på MSCI small- og large cap-indeksene. Den hidtil største underperformance var 7%-point i Finanskrisen.

### Top og bund

Teamviewer, Motor Oil og De'Longhi leverede kvartalets største positive.

**Teamviewer** er den ledende udbyder af software til fjernsupport og fjernstyring af digitale enheder med mere end 2 mia. tilkoblede enheder. Selskabet havde en vækst på 15% i faktureringer i 3. kvartal med en EBITDA-margin på 42%. Væksten var specielt drevet af Enterprise-segmentet, hvilket er forbundet med en højere grad af integration hos kunden end SMB-segmentet.

**Motor Oil** er det største olieraffinaderi i Grækenland med høj kompleksitet og dermed profitabilitet i en ellers svær branche. Placeringen i Grækenland har historisk givet selskabet en konkurrencefordel i oliehandlen mellem Europa og Mellemøsten. EBITDA og EPS var i 3. kvartal ca. tre gange så højt som i samme kvartal året før drevet af høje raffineringsmarginaler. Aktien er fortsat billig bl.a. fordi der er usikkerhed omkring EU's ekstrabeskatning af europæiske olieselskaber.

**De'Longhi** er markedsleder inden for espressokaffe- og køkkenmaskiner med en markedsandel på hhv. 35% og 20% i Vesteuropa. Omsætningen faldt 10% organisk pga. en nedbringelse af lagre blandt distributører og grundet negativ operationel gearing samt højere komponentpriser faldt EBITDA 35%. Ledelsen holdt sin helårsprognosen uændret med en forventning om prisforhøjelser og en normalisering i omkostningerne.

Kvartalets største negative bidrag kom fra Cint, Teqnon og DistIT.

**Cint Group** tilbyder en platform, der digitaliserer og automatiserer markedsanalyseprocessen imellem indsigter fra kundepaneller på den ene side og indsigtsbrugere såsom brand managere på den anden. Cint leverede et regnskab, hvor omsætningen steg 11% organisk med en forbedret profitabilitet. Til gengæld har der været en nedgang i reklame-markedet siden august, som sænker Cints volumener på platformen.

**Teqnon** er en industrikoncern, der opererer i tre forretningsområder: Industri, Vækst og Niche. Gennem disse tilbyder Teqnon førende produkter og specialekspertise inden for udvalgte markedsnicher. Selskabet leverede et regnskab på niveau med forventningerne, men selskabets aktier faldt på trods af dette.

**DistIT** er en distributør af it-produkter. Selskabet har oplevet konsekvenserne af en pessimistisk forbrugerstemning og omkostningsinflation, hvilket har ført til en negativ organisk vækst og lave marginer.

### Ændringer i porteføljen

I 4. kvartal købte vi Beazley, Diploma, ASM International, ISS samt Rheinmetall. Modsat solgte vi Cint. Porteføljen består af aktier i 52 selskaber.

### Afkast og forventninger

Small caps handler til 12,2x den forventede indtjening om 12 måneder, hvilket er 25% under den 10-årige median. Fondens lidt højere værdiansættelse på 12,7x skal ses i lyset af at dens forventede indtjeningsvækst er 2%-point højere, har en 44% højere egenkapitalforrentning og en 47% lavere finansiel gearing. Vores mål er at outperforme small cap-markedet på lang sigt med 2-4% årligt.

Med venlig hilsen

Alexander Kokfelt, Jonas Linding Fredberg og  
Christopher Kjær Hansen

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
"BankInvest"

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central/Væsentlig Investorinformation, som kan findes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.