

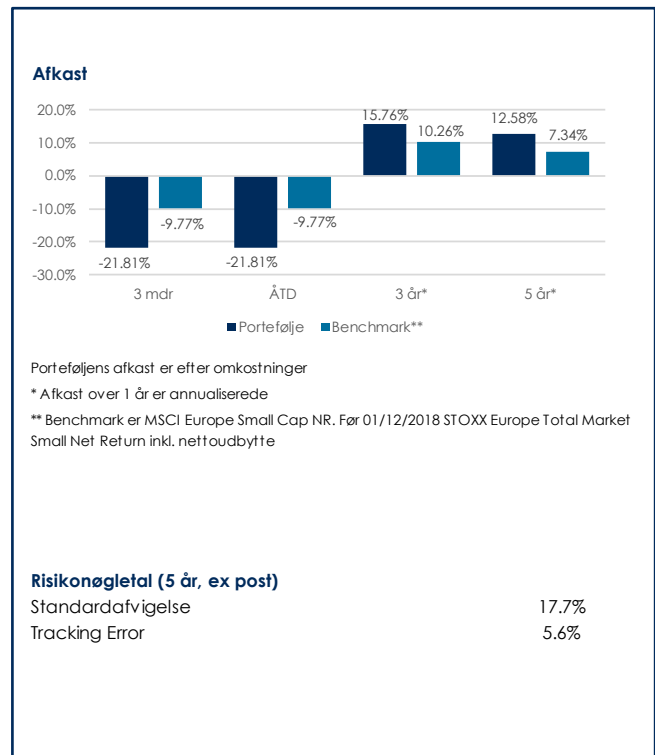
BankInvest Europa Small Cap Aktier

Kære investor

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 -12,04%-point i 1. kvartal
- Aker BP, Jetpak og Lundin Energy leverede kvartalets største positive bidrag
- Kvartalets største negative bidrag kom fra Harvia, Nolato og Qleanair



Afdelingen Europa Small Cap Aktier gav et afkast på -21,81% efter omkostninger mod sammenligningsindekset på -9,77%. Dermed blev det til et merafkast i 1. kvartal på -12,04%-point.

De globale aktiemarkeder er fanget mellem modstridende makroøkonomiske signaler fra genåbnings-effekter på den ene side og en forværring af leverancer på tværs af forsyningskæder. Resultatet er moderate nedjusteringer i selskabernes indtjening trods rekordhøje ordreindtag.

I investorbrevet for 1. kvartal 2020 og i resten af året beskrev vi hvordan, der hurtigt udviklede sig en todeling i aktieuniverset fra selskabers eksponering til hhv. stay-at-home-forbrug (STH) og away-from-home-forbrug (AFH). I store linjer viste defensive vækstaktier en markant outperformance over cykliske value-aktier fra februar, hvor Covid-19 for alvor fik fat i Europa, indtil oktober. Nu præcis to år efter er vi vidne til endnu en todeling; selskabernes eksponering til hhv. opstrøms- og nedstrøms-aktiviteter i forsyningskæder.

Kraftigt stigende råvarepriser og fragtrater har resulteret i store opjusteringer hos opstrøms eksponerende selskaber som råvarer- og fragtselskaber og proportionelle nedjusteringer hos nedstrøms eksponerende som forbrugsvarer. Dette har samlet været negativt for porteføljen. Vi vurderer dette som et midlertidigt problem, der vil blive løst i løbet af 2022. Ikke desto mindre har det været en større end forventet udfordring for indtjeningen i flere af porteføljens selskaber i første kvartal. I vores optik vil der de kommende kvartaler være ekstra fokus på selskabernes evne til at øge priserne samt deres evne til at sikre leverancer i en verden med midlertidigt knappere ressourcer end normalt.

Top og bund

Aker BP, Jetpak og Lundin Energy leverede kvartalets største positive bidrag.

Jetpak er markedsleder i Norden inden for express luftfragt services, hvor pakker hentes og leveres til

BankInvest Europa Small Cap Aktier

døren inden for samme dag. Typiske kunder er inden for pharma-, energi- og industriktoren, hvor tid kan være en afgørende faktor. Jetpak aflagde regnskab for 4. kvartal, i februar, hvor omsætningen steg 8,5% organisk og 13% for helåret vs. ledelsens prognose på 10-15%.

Aker BP og **Lundin Energy** efterforsker og producerer olie og gas. De to selskaber annoncerede en fusion i december, og vi kommenterer derfor på dem i ét samlet afsnit. Aker BP og Lundin øgede hhv. produktionen med -1% og 5% i 4. kvartal, og pga. højere oliepriser var EBITDA hhv. 50% og 100% højere ift. samme periode året før. Selskaberne, der begge har betydelige ejerandele i Johan Sverdrup-feltet, som er Nordsøens tredje-største og har en forventet produktions-levetid på 50 år, er specielt godt positioneret ift. et scenarie, hvor Europa vil være mindre afhængig af russisk råolie. Proforma Aker BP + Lundin Energy investerer kraftigt i de kommende år bl.a. pga. et midlertidigt gunstigt skatteregime ifbm. udvikling af olie- og gasfelter i Norge. Dermed forventes det at den kombinerede enhed vil have en 40% højere produktionskapacitet i 2028.

Kvartalets største negative bidrag kom fra Harvia, Nolato og Qleanair.

Harvia er den globale markedsleder inden for produktion af saunaovne. Harvias omsætning steg 32% i 4. kvartal, hvoraf 21% var organisk, hvilket var 9% lavere end forventet pga. forsinkelser i komponent-leverancer trods en tyk ordrebog.

Nolato udvikler og producerer produkter i polymer-materialer til kunder inden for medicinsk udstyr, farma, elektronik og generel industri. Nolato præ-annoncerede en nedjustering for 1. kvartal grundet en forværing af komponentleverancer.

Qleanair udbyder løsninger til at rense luft i indendørsklimaer fra kontorer til fabrikker og hospitaler. Markedet vokser 10% om året drevet af øget opmærksomhed på skadeligheden af uren luft. Selskabet består af to hurtigt voksende divisioner (samlet 42% af omsætningen), der voksede hhv. 120% og 72% i 4. kvartal, og en højmargin-division, hvis omsætning faldt 16%. Indtjeningen er midlertidigt under pres pga. det skiftende salgsmix, men over de kommende 3 år forventer vi at gruppen kan øge sin underliggende værdi med 10-15% p.a. Aktien handler til under 10x den forventede indtjening i 2023.

Ændringer i porteføljen

I 1. kvartal købte vi GN Store Nord, Royal Unibrew, Aalberts og DeLonghi og solgte Seco, Basler, JOST Werke og Reply. Porteføljen består af aktier i 60 selskaber.

Afkast og forventninger

Small caps handler til 14,8x den forventede indtjening om 12 måneder, hvilket er på linje med den 15-årige median på 15,4x. Fondens lidt højere værdiansættelse på 17,6x skal ses i lyset af at dens forventede indtjeningsvækst er 3%-point højere, har en 49% højere egenkapitalforrentning og en 59% 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"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2022