

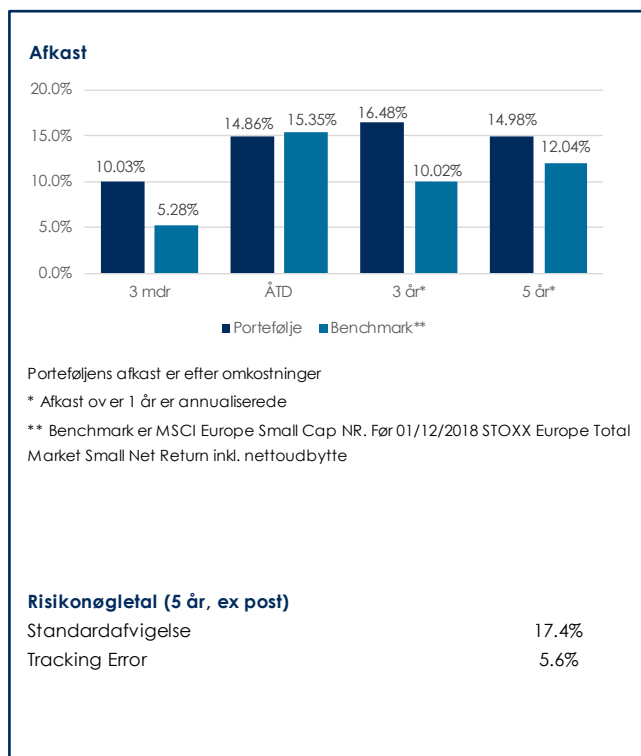
## BankInvest Europa Small Cap Aktier

### Kære investor

Indledningsvist gøres opmærksom på, at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i disse 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 4,7%-point i 2. kvartal
- Harvia, Optomed og Tinexta leverede kvartalets største positive bidrag
- Kvartalets største negative bidrag kom fra Teamviewer, Altri og Crayon



Afdelingen Europa Small Cap Aktier gav et afkast på 10,0% efter omkostninger mod sammenligningsindekset på 5,3%. Dermed blev det til et merafkast i 2. kvartal på 4,7%-point.

Europæiske small caps og large caps har performeret omtrent ens med afkast på hhv. 15,7% og 15,8% i 1. halvår.

Ledende økonomiske indikatorer viste tegn på at produktionssektoren og servicesektoren i eurozonen fortsatte med at sætte rekorder i ordreindgang og forretningstillid efter mange måneders 'pent-up demand'. Mange måneders pent-up demand kommer til udtryk i tallene, hvor priser på både varer og tjenester stiger med tidligere usete hastigheder. Der har jævnlige dukket nye Covid-19-mutationer op, som har forlænget vejen tilbage til et liv uden restriktioner, men i slutningen af 1. halvår var over 60% af befolkningen i Europas fem største økonomier vaccinerede minimum én gang.

Den store rotation fra defensive vækstaktier over mod cykliske value-aktier, der startede i november 2020 fortsatte indtil marts i år. Siden marts har value-aktier ikke kunnet følge med vækstaktiver, mens cykliske aktier fortsatte med at outperforme defensive aktier. Indtjeningsrevisioner i de første seks måneder har været understøttende for markedet.

Vi forventer, at makrobilledet vil være mindre understøttende på et tidspunkt i 2. halvår, når vækstindikatorer flader ud. Fondstrategien er afbalanceret mellem cykliske og defensive aktier med det formål at levere det bedste risikjusterede afkast og ikke forsøge at forudsige makroøkonomiske tendenser. Fonden er overvægtige sektorer, der indeholder de mest attraktive 'compoundere', der er velpositionerede til at skabe aktionærværdi i flere år frem.

Porteføljeselskaberne har nu aflagt rapport for 1. kvartal, og tendenserne er generelt opløftende for resten af 2021.

## BankInvest Europa Small Cap Aktier

### Top og bund

Harvia, Optomed og Tinexta leverede kvartalets største positive bidrag.

**Harvia** er den globale markedsleder inden for produktion af saunaovne. Harvia slog igen forventningerne i 1. kvartal. Denne gang med en organisk omsætningsvækst på 62%. Senere i kvartalet købte Harvia en ledende finsk producent af skovbade, som komplementerer selskabets eget produktudbud.

**Optomed** udvikler og producerer håndholdte funduskameraer og løsninger til screening af hyppige øjensygdomme. Efter fire kvartaler med faldende vækst, voksede omsætningen 30% i 1 kvartal. Selskabet har ekspanderet sit distributionsnetværk og bygget et fundament for vækst de kommende år. Ledelsen guider for at salget vil vokse "kraftigt" i 2021.

**Tinexta** tilbyder løsninger inden for bl.a. digital signatur, autentificering af juridiske dokumenter og digitale KYC-procedurer (Digital Trust, 40% af salget), kreditinformation (CIM, 30%), tilskud, skattefradrag og R&D-subsidier (30%). Tinexta øgede omsætningen og EBITDA organisk med hhv. 18% og 34%, som er på linje med ledelsens treårs plan.

Kvartalets største negative bidrag kom fra Teamviewer, Altri og Crayon.

**Teamviewer** er den ledende udbyder af software til fjernsupport og fjernstyring af digitale enheder med mere end 2 mia. tilkoblede enheder. Teamviewer leverede et regnskab, der var på linje med forventningerne med en organisk tilvækst i faktureringer på 26%. Kommentarerne til tallene havde dog en negativ klang ift. SMB-segmentet (88% af omsætningen): I 1. kvartal i 2020 købte kunderne Teamviewers connectivity-løsninger uden fokus på pris. Kontrakterne er efterfølgende blevet tilpasset og en række konkurrerende løsninger er opstået, hvilket har ført til en normalisering i priser og et forhøjet churn på den korte bane. Modsat viste det markant mere loyale kundeselement Enterprise (12% af omsætningen, 1-2% churn vs. 13-15% for SMB) fortsat fremskridt. Investeringscasen, der rækker ud over de kommende 1-2 kvartaler, er uændret. Vi er dog i endnu højere grad opmærksomme på konkurrerende løsninger. Selskabet forventes at vokse 20-30% om året med en EBITDA-margin på 50% og aktierne handler til 24x forventet indtjening i 2023.

**Altri** producerer eukalyptus-pulp på sine tre pulp-møller i Portugal. I pulp- og papirbranchens middelmådige evne til at skabe værdi, står Altri ud med en succesfuld strategisk allokering af sin kapital over tid. Altri øgede omsætningen med 8% å/å og 23% ift. 4. kvartal drevet af højere pulppriser.

**Crayon** er en ledende nordisk end-to-end IT-serviceudbyder, der assisterer virksomheder med at optimere ROI på deres IT-investeringer. Crayons forretningsmodel er bygget på tre værdiskabende aktiviteter: 1) reduktion af software-omkostninger hos kunder, 2) optimering af eksisterende software, og 3) investering i ny software med høj ROI. Aktien er faldet 20% siden februar uden negative nyheder samtidig med at indtjeningsestimaterne er revideret op med 16%.

### Ændringer i porteføljen

I 2. kvartal købte vi H+H og SECO. I samme periode solgte vi Biogaia, B&C Speakers, Brembo, SII Group og Britvic. Porteføljen består af aktier i 60 selskaber. De købte selskaber er 'compoundere', som vi vurderer kan vokse deres indre værdi minimum i samme takt som markedet som helhed købt til en attraktiv pris. De solgte selskaber er karakteriseret ved at tiden før de når en ny rekord i deres indtjening ligger for langt ud kombineret med en uattraktiv værdiansættelse.

### Afkast og forventninger

Ved udgangen af 2. kvartal handler fonden til en værdiansættelse på 22,2x den forventede indtjening for de kommende 12 måneder mod 20,5x for sammenligningsindekset. Fonden har en egenkapitalforrentning, der er dobbelt så høj og har den halve finansielle 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. 30. juni 2021