

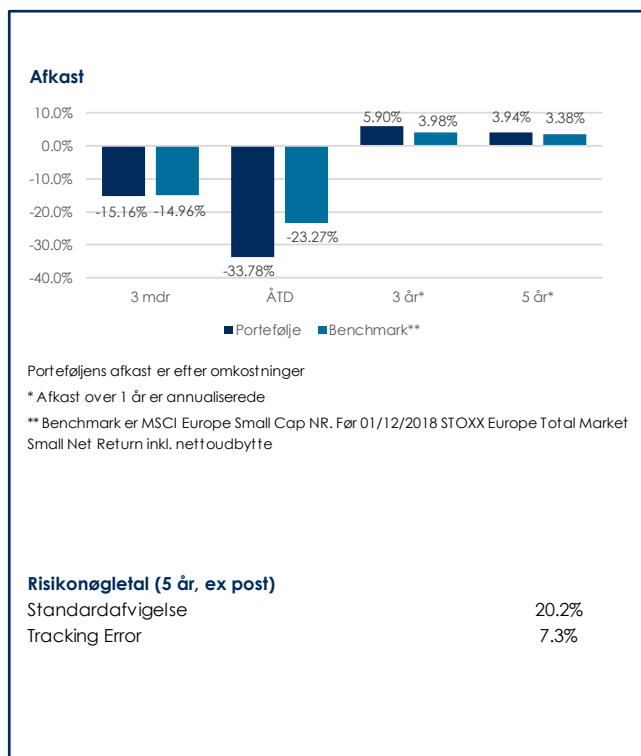
BankInvest Europa Small Cap Aktier

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 -0,19%-point i 1. kvartal
- Motor Oil, Jetpak og Royal Unibrew leverede kvartalets største positive bidrag
- Kvartalets største negative bidrag kom fra Cint, Digital Value og Harvia



Afdelingen Europa Small Cap Aktier gav et afkast på -15,16% efter omkostninger mod sammenligningsindekset på -14,96%. Dermed blev det til et merafkast i 1. kvartal på -0,19%-point.

Ledende økonomiske indikatorer viser tegn på at eurozonens økonomiske vækst vakler på grænsen til recession i takt med at den oparbejdede efterspørgsel ifbm. pandemien opvejes af højere leveomkostninger og faldende erhvervs- og forbrugertillid. Med undtagelse af pandemiens lockdown-måneder viste PMI-barometeret for juni den mest drastiske afmatning siden november 2008 og indikerer en BNP-vækst på 0,2% i 2. kvartal.

Stigende niveauer af usolgte lagerbeholdninger fra forrige kvartalers opbygning betyder at fremstillingssektoren højst sandsynligt vil reducere kapacitet i de kommende måneder. Den lavere efterspørgsel afspejles allerede i faldende priser på varer og fragtrater og tyder på et toppunkt i inflationen i den

nærmeste fremtid, selvom der stadig er risici for virksomhedernes marginer i 2. halvår 2022.

Europæiske aktieindeks er nede i bear marked-territorie, mens de fleste profitestimater endnu ikke er reviderede ned, selvom risikoen for en økonomisk recession er steget med de seneste datapunkter. Indtjeningsestimater begynder normalt at blive revideret ned, når økonomien går ind i en recession. Indtjeningen faldt i gennemsnit 29% under de seneste fem lavkonjunkturer i Europa. Gennemsnitligt falder aktier i Europa omkring starten af en recession, og indtjeningsestimater når en bund 10 måneder senere. På grund af diskonteringsmekanismen er aktier således en ledende indikator. Det europæiske small cap-indeks handler til 11,6x price-earnings og prissætter dermed en kraftig opbremsning i økonomien. Indekset handler nu 25% under de sidste 15 års median målt på 12 måneders forward price-earnings.

Siden november 2021 har vi foretaget gradvise justeringer for at sikre at porteføljen er balanceret

BankInvest Europa Small Cap Aktier

mellem cykliske og defensive aktier samt value- og vækstaktier, samtidig med at den høje kvalitet med høje afkast på den investerede kapital og lav gearing er bevaret.

Top og bund

Motor Oil, Jetpak og Royal Unibrew leverede kvartalets største positive bidrag.

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. Motor Oil fortsatte med at nyde godt af et gunstigt raffineringstilbud i 1. kvartal givet forstyrrelser i produktstrømme fra Rusland efter EU's embargo. Mangel på tilstrækkelig raffineringkapacitet styrker profitabiliteten for raffinaderierne.

Jetpak er markedsleder i Norden inden for express luftfragt services, hvor pakker hentes og leveres til døren inden for samme dag. Typiske kunder er inden for pharma-, energi- og industrisektoren, hvor tid kan være en afgørende faktor. Omsætningen steg 19% i 1. kvartal, hvoraf 7%-point var organisk. Specielt bemærkelsesværdigt i rapporten var selskabets succes i de nye markeder Holland og Belgien og at de har kunnet øge priserne for at neutralisere højere brændstofpriser. Profitabiliteten steg mere end proportionalt med omsætningen pga. en positiv mix-effekt.

Royal Unibrew er #2 multi-bryggeri- og læskedrik-aktør i Danmark og Finland med ekspanderende nichepositioner inden for læskedrikke og øl på flere markeder, herunder Italien, Frankrig, Tyskland og Baltikum. Derudover tapper og distribuerer virksomheden for Heineken og Pepsi i Danmark. Aktien har konsolideret uden selskabsspecifikke nyheder siden april.

Kvartalets største negative bidrag kom fra Cint, Digital Value og Harvia.

Cint tilbyder en platform, der digitaliserer og automatiserer markedsanalyseprocessen imellem indsigter fra kunde-paneler på den ene side og indsigtsbrugere såsom brand managere på den anden. Cint øgede sin omsætning organisk med 28%, men EBITDA-marginalen faldt fra 20% til 12% pga. større engangsomkostninger ifbm. opkøb. Ledelsens

ambition er at vokse 25% p.a. med en marginal på 25% på mellemlang sigt.

Digital Value udbyder softwareudvikling og rådgivning inden for IT-infrastruktur, cybersikkerhed, digital transformation, netværk, databehandling og -analyse samt hybrid-cloud-tjenester til kunder i Italien. Aktien er faldet uden selskabsspecifikke nyheder i kvartalet.

Harvia er den globale markedsleder inden for produktion af saunaovne. Harvias regnskab for 1. kvartal var stærkt med en organisk vækst i omsætningen og driftsindtjeningen på hhv. 18% og 9%. Den lavere profitabilitet begrundes af højere priser på stål og træ.

Ændringer i porteføljen

I 2. kvartal købte vi Metso Outotec, Ariston, A. G. Barr, Britvic, Hilton Food Group, Kronos og Bekaert. Modsat solgte vi Optomed, Merzell, Lagercrantz, Addtech, GVS, Tracsis og Bouvet. Porteføljen består af aktier i 58 selskaber.

Afkast og forventninger

Small caps handler til 11,6x den forventede indtjening om 12 måneder, hvilket er 25% lavere end den 15-årige median på 15,3x. Fondens lidt højere værdiansættelse på 12,8x skal ses i lyset af at dens forventede indtjeningsvækst er 4%-point højere, har en 49% højere egenkapitalforrentning og en 55% 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. 30. juni 2022