

## Investorbrev – BankInvest Select Small Cap Danske 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.

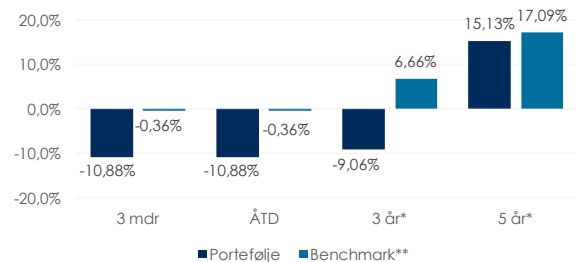
### Opsummering

- Den optimistiske stemning, som prægede small-cap universet i slutningen af 2024, gik i sig selv i årets første kvartal. Markedet var præget af usikkerheder samt geopolitiske spændinger, hvilket satte sit præg på bevægelserne.
- I takt med stigende usikkerhed faldt investorenes appetit for risikofyldte aktier, hvilket påvirkede small-cap segmentet.
- I kvartalet har porteføljen givet et absolut afkast på -10,88 %
- De største positive bidrag til afkastet (af porteføljens noterede aktier) kom fra hhv. OrderYOYO, Impero og Schouw & Co. De mest negative bidrag kom fra hhv. Gubra, Trustpilot samt MapsPeople.

#### Dekomponeret absolut afkast af noterede aktieinvesteringer

| Top 3 contribution |       | Low 3 contribution |        |
|--------------------|-------|--------------------|--------|
| OrderYOYO          | 1,32% | Gubra              | -4,11% |
| Impero             | 1,02% | Trustpilot         | -2,53% |
| Schouw & Co.       | 0,59% | MapsPeople         | -1,03% |

#### Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

\* Afkast over 1 år er annualiserede

\*\* Benchmark er OMX Copenhagen ex OMXC20 inkl. bruttoudbytte

#### Risikonøgletal (5 år, ex post)

|                   |       |
|-------------------|-------|
| Standardafvigelse | 23,5% |
| Tracking Error    | 18,1% |

### Aktiekommentar

OrderYOYO, Impero og Schouw & Co. var blandt de største positive bidrag i porteføljen for det første kvartal af 2025.

OrderYOYO afsluttede i marts en længerevarende salgsproces, hvor den London-baserede kapitalfond Pollen Street Limited sikrede sig opbakning til et købstilbud svarende til 91,13 % af aktierne. Købstilbuddet lød på 9,50 kr. per aktie, hvilket udgjorde en præmie på 7 % iff. den volumenvægtede gennemsnitskurs over tre måneder (14 % over seks måneder). Den relativt lave præmie i forhold til markedets standard har affødt debat i medierne, hvor flere har sat spørgsmålstegn ved rimeligheden af afnoteringen og kursen, der ligger markant under IPO-kursen. Vi havde gerne set en længere rejse med OrderYOYO, som i børsperioden har leveret stærke operationelle resultater og eksekveret solidt på sin strategi. Vi var desuden ikke en del af den gruppe aktionærer, som accepterede budet.

Impero leverede et tilfredsstillende årsregnskab for 2024 med en ARR- og omsætningsvækst på 28 % samt en forbedring i driftsindtjeningen på knap 2 mio. kr., som tidligere var blevet opjusteret i løbet af året. Selskabet fastholder det strategiske mål om at fordoble kundebasen inden udgangen af 2026. I 2024 blev der tilføjet 34 nye kunder, og Impero servicerer nu 20 % af selskaberne i DAX-40 og 32 % af det danske C25-indeks. Markedet tog positivt imod regnskabet, og aktien steg 12,50 % i kvartalet.

Schouw & Co. var porteføljens tredje største positive afkastsbidrag i kvartalet. Som annonceret i slutningen af 2024 igangsatte selskabet et aktietilbagekøbsprogram i januar 2025, som løb frem til kvartalets udgang. I alt blev der tilbagekøbt aktier for 50 mio. kr., hvilket bidrager til øget værdi for eksisterende aktionærer. Tilbagekøbet signalerer samtidig en sund og robust drift uden behov for ny kapital. Derudover leverede selskabet det højeste driftsresultat i virksomhedens historie med en

driftsindtjening på 2,9 mia. kr. Særligt udviklingen i BioMar begejstrer i kvartalsregnskabet. Schouw & Co. forventer fortsat et højt væksth niveau i 2025.

Modsat har Gubra, Trustpilot og MapsPeople leveret de største negative afkastsbidrag i årets første kvartal.

Uagtet et solidt årsregnskab med en samlet omsætningsvækst på 30 % i CRO- og D&P-segmenterne (mod 3 % året før), blev Gubra kvartalets største negative afkastsbidrag i porteføljen. Kort efter regnskabsaflæggelsen annoncerede selskabet en licensaftale med AbbVie om salget af rettighederne til vægttabsmidlet GUBamy. Aftalen udløste en kontant betaling samt mulighed for fremtidige milepælsbetalinger, hvilket markedet i første omgang reagerede positivt på. Den positive kursreaktion blev dog kortvarig. På trods af nyhedens positive karakter blev aftalen af markedet opfattet som et signal om, at den væsentligste fase for værdiskabelse i Gubra var afsluttet. Der opstod desuden bekymringer om overkapitalisering og manglende gennemsigthed i den videre udvikling af GUBamy, såfremt det primært skal drives af AbbVie. Usikkerheden samt et generelt negativt marked for fedmeaktier bidrog til et kursfald på 34 % i kvartalet.

Trustpilot leverede efter vores vurdering et flot årsregnskab med en omsætningsvækst på 18 % og forbedret lønsomhed. Alligevel faldt aktien med 29 % over blot to handelsdage efter regnskabsaflæggelsen – uden at vi ser nogen fundamentale årsager til det. Efter vores vurdering skyldes kursreaktionen primært et generelt svagt marked for teknologiaktier, hvor investorappetit fortsat er lav. Selskabet forventer desuden, at driftsindtjeningen bliver en smule bedre end markedets forventninger, hvilket understøtter vores vurdering af en fortsat positiv lønsomhedsudvikling.

MapsPeople har fortsat svært ved at vinde investorenes tillid og endte igen blandt porteføljens mest negative afkastsbidrag. Selskabet leverede ellers et pænt årsregnskab med en ARR-vækst på 12 % og en omsætningsvækst på 54 %. I forlængelse af regnskabet annoncerede MapsPeople dog behovet for en ny kapitalforhøjelse på 15 til 20 mio. kr. til finansiering af den fortsatte organiske vækst og nye produktinnovationer. Selskabet rejste allerede i august sidste år 36 mio. kr. med henblik på accelereret vækst og markedskonsolideringer. Meddelelsen om endnu en kapitalforhøjelse blev mødt med skepsis af markedet og resulterede i et kursfald på 30 % i kvartalet.

## Porteføljjusteringer

Det største frasalg i porteføljen var SameSystem, som havde sidste handelsdag på børsen den 18. januar 2024. Efterfølgende indledte selskabet en strategisk proces, der i januar 2025 resulterede i et opkøb fra strategisk aktør ECIT. ECIT erhvervede en majoritetspost ved at købe over 50 % af aktierne til en pris på cirka 2,20 kr. per aktie før transaktionsomkostninger.

Afslutningsvis har vi solgt vores aktiepost i det unoterede selskab Insurance Business Application (IBA), efter gentagne udskydelser af en forventet børsnotering. Samtidig har vi nedjusteret værdien af MedTrace som følge af forsinkelser i den kliniske udvikling. Salget af både SameSystem og IBA har bidraget til finansieringen af udbyttebetalinger til aktionærerne i kvartalet – og samtidig skabt mulighed for nye investeringer, herunder ALK-Abelló. Selskabet har en solid europæisk indtjeningsbase og begrænset eksponering mod globale handelsbarrierer, idet en væsentlig del af salget i USA produceres lokalt, hvilket reducerer risikoen for tariffær. Samlet set vurderer vi ALK-Abelló aktien som en stabil tilføjelse til porteføljen.

## Portefølj oversigt

| OrderYOYO     | 11,4% |
|---------------|-------|
| Matas         | 11,1% |
| Per Aarsleff  | 9,7%  |
| Gubra         | 9,0%  |
| Trustpilot    | 7,0%  |
| HusCompagniet | 6,6%  |
| Impero        | 6,3%  |
| Visiopharm    | 4,7%  |
| GreenMobility | 3,5%  |
| TCM Group     | 3,3%  |

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen, Kitty Grøn og Mai Zobbe

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

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2025

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 portefølj- 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/informationsdokument, Central Information, som kan findes på [bankinvest.dk](http://bankinvest.dk) eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut. Andelen af aktiver i afdelingen, som på grund af deres illikvide natur er omfattet af særlige foranstaltninger, udgør 0%