



ORIGO
FONDER

INSIGHT

November 2, 2020

Den alternativa aktiefonden Origo Quest 1 startade i februari 2013, med målet att leverera en aktieliknande avkastning fast till lägre risk. 2020 har på många sätt varit ett extremt år, med både en utdragen pandemi och en teknologitveckling som går allt snabbare. Börserna har reagerat med kraftigt ökad volatilitet och stor spridning mellan sektorer och bolag. Jag har tagit tillfället i akt och intervjuat Carl Rydin, som tillsammans med Stefan Roos förvaltar Origo Quest 1.

Fonden är upp med 10% hittills i år. Hur ser du på det och vad har påverkat fonden både på uppsidan och nedsidan?

Carl: Givet att det har varit ett turbulent år, och att nordiska småbolag generellt har gett negativ avkastning, så är vi någorlunda nöjda med den riskjusterade avkastning som fonden levererat hittills i år. Framför allt så vill vi lyfta fram att vi har skapat positiv alfa både inom de långa innehaven samt de blankade positionerna. Vårt mål med fonden är att leverera konkurrenskraftig riskjusterad avkastning. Vi kan konstatera att så här långt har vi lyckats då fonden genererat över 11% årlig snittavkastning sen start, och med lägre risk än aktiemarknaden under samtliga år.

Sett till specifika innehav som levererat väl kan vi nämna finska husdjursbolaget Musti. Vi valde att teckna aktier i samband med att bolaget noterades på Helsingforsbörsen i februari i år. Trots att vi tenderar till att vara extra skeptiska när PE-bolag gör exits på börsen så fanns det många intressanta parametrar som gör Musti till ett attraktivt investeringscase. Vi lockades framför allt av att den underliggande husdjursmarknaden inte är särskilt konjunkturkänslig och att marknadstillväxten är stabil. Mustis strategi är tydlig och framgången i Finland bör kunna replikeras i Sverige och Norge. Bolaget är väl positionerat för att fortsätta vinna nya kunder från den stora nordiska husdjurspoolen och ta marknadsandelar från dagligvaror och små oberoende djurspecialister. Musti strävar efter att fortsätta lansera ytterligare butiker för att vinna nya kunder genom sitt starka koncept som lockar kunder att byta till Musti-plattformen. Idag står E-handeln för drygt 25% och Covid-19 kommer sannolikt att öka denna andel. Potentialen för marginalförbättring känns möjlig givet den operationella hävstången samt att man växer i Sverige och Norge inom egna och exklusiva varumärken som vanligtvis har 10-15% högre



bruttomarginal jämfört med globala varumärken. Värdering ser rimlig ut och vi tror att aktien har fortsatt potential givet att nettoskulden fortsätter att komma ner när kassaflödet växer. Att nya långsiktiga ägare kommer in allt eftersom EQT säljer ut sitt innehav kommer också vara positivt för aktien.

Bolag i portföljen som har haft det svårare, framför allt pga Covid-19, har varit finansrelaterade och personaltunga bolag, t.ex. Resurs och Coor. Trots att aktiekurserna fallit kraftigt i år för båda dessa bolag har vi samtidigt lyckats väl med att hedga bort mycket beta och sektorrisk genom korta positioner i bl.a ISS och Collector. Vi tycker att både Resurs och Coor är kvalitetsbolag inom sin respektive bransch men har haft svårigheter i år att öka vinsten och därmed även sett en multipelkontraktion i värderingen.

I Resurs fall finns det en generell marknadsoro sett till kreditförluster inom blankolån. Vi tycker dock att Resurs sticker ut väl i sektorn med sin starka relation till handlare och hållbara kreditutgivning med sunt risktagande. Aktien handlas på låga multiplar som möjligen saknar en stark trigger till omvärdering tills bolaget tillåts dela ut pengar till aktieägarna igen. Vilket vi tror sker först 2021.

När det kommer till Coor så ser vi bolaget som ett kvalitetsbolag med en ledande position i Norden avseende facilitetstjänster. Bakom den historiskt fina tillväxten finns en sekulär trend där stora företag och offentliga bolag fokuserar på sin kärnverksamhet och outsourcar servicedelen till ex Coor. Affärsmodellen, som bygger på långa kontrakt, låg kapitalbindning och hållbara lösningar, är Coors främsta konkurrensfördel och ger också fina defensiva kvaliteter. Vi har haft stort förtroende för förra VDn Mikael Stöhr som tyvärr har valt att hoppa på nya utmaningar. Det känns tryggt att nya VDn AnnaCarin Grandin har lång erfarenhet inom koncernen och vi ser fram emot att träffa henne innan årsskiftet. Coor har lyckats bibehålla sin starka kassakonvertering och värdering är attraktiv, men vi tror framförallt att Covid-19 oron behöver släppa för aktien ska re-rate'a.

Berätta mer om ert team och hur ni arbetar?

Carl: På förvaltningsidan jobbar vi i ett litet team som består av Stefan Roos och mig själv. Vi har en gemensam syn på värderingsfrågor, vilka parametrar som kännetecknar bolag med hållbar affärsmodell och uthållig konkurrensfördel. Samtidigt kompletterar vi varandra bra med olika erfarenheter och egenskaper. Stefan har lång erfarenhet av aktieanalys och fondförvaltning från Handelsbanken och SEB, med en stark koppling till Nordiska småbolag. Jag har en internationell bakgrund med över 10 år i New York där jag jobbade inom M&A rådgivning samt hedgefondförvaltning inom long/short equity.



Till vår hjälp för att identifiera och utvärdera långsiktiga investeringsteman och viktiga trender har vi ett starkt Advisory Board som vi har kontinuerlig kontakt och återkoppling med. Origo Fonders Advisory Board består idag av två rådgivare, Ulrika Viklund och Sasja Beslik. Ulrika, som har en bakgrund från Spotify som Head of International Growth, bidrar med sin erfarenhet inom operationella frågor, digitala tjänster, och internationell tillväxt. Sasja, som är Managing Director och Head of Sustainable Finance på Bank J. Safra Sarasin Ltd och tidigare på Nordea, bidrar framför allt med frågor runt hållbarhet. Dessa två personer är viktiga bollplank för oss i investeringsteamet och vi märker att dialogen oss emellan förbättrar analysarbetet.

Vi söker framför allt efter bolag med starka, hållbara konkurrensfördelar och med tydliga värde drivare. Våra investeringsteman bygger på att identifiera bolag som lyckas identifiera affärsmöjligheter som löser sociala, miljömässiga eller ekonomiska behov i samhället. Det ska även finnas tydliga värde drivare för ett bolag som passar in i Origos modell. Dessa värde drivare baserar ofta på transformation, differentiering, styrning, och/eller tillväxt.

Som aktieägare är vi engagerade och vi ser till att våra synpunkter och de värde drivare vi har identifierat når hela vägen till ledning och styrelsenivå inom respektive bolag i portföljen. Vi har ofta en konstruktiv dialog direkt med ledningen där vi tenderar att lyssna mer än vi pratar. Om vi dock anser att strategin och exekvering

från ledningens håll inte har skapat aktieägarvärde över tid så har vi inga problem med att vara mer högljudda för att visa att vi är en aktiv minoritetsägare som verkligen bryr sig.

Det är många som lyfter fram hållbarhet. Är inte många s.k. ESG-bolag väldigt högt värderade nu?

Carl: ESG har kommit väldigt långt i den bemärkelsen att fler och fler investerare tar själva ESG analysen på större allvar, samt att bolagen tvingas förbättra sin rapportering och transparens inom ESG frågor. ESG är verkligen här för att stanna. Men ett problem som har uppstått enligt oss är att investeringsbeslut har baserats på ESG data från bolagen som inte är tillräckligt bra och inte heller särskilt objektiv. Detta skapar felallokeringar och därmed värderingar på aktier som inte nödvändigtvis reflekterar bolagens underliggande förmåga att generera långsiktiga kassaflöden.

Vi tycker att man kan klassa in hållbarhetsfokus i tre faser, där vi befinner oss någonstans i andra fasen men att vi det verkliga genomslaget för hållbarhet kommer ske först i tredje fasen. Första fasen har handlat om regelefterlevnad och exkludering. Där har investerare valt att helt exkludera vissa sektorer och bolagen själva har skrivit på olika klimatavtal för att hålla sig på rätt sida. Den andra fasen har framför allt handlat om risk och marknadsföring. Där ser vi att rapporteringen kring utsläpp och jämställdhet har varit fokus hos bolagen. Hos investerare har det handlat om att välja bolag med högst ranking sett till deras ESG rapporteringen. Den tredje fasen kommer handla om hur bolagen verkligen tar vara på möjligheten som kommer uppstå inom respektive marknad. Där tror vi att vinnarna kommer vara bolag med stark innovation som riktar in sig på att adressera de behov som uppstår, vare sig sociala, miljömässiga eller ekonomiska.

Det vi har sett de senaste åren, och framför allt i år, är att pensionsfonder och andra stora investerare alltmer omfamnar ansvarsfulla investeringar i sina portföljer. Det är framför allt E:et i ESG som har haft stort fokus, och när inflödet ökar till dessa aktier utan att det finns någon riktig priskänslighet i värdering så blir detta ett överhettat område. Så om det finns ett område där värdering ser ansträngd ut just nu så är det inom aktier där bolagen har en stark "story" byggd runt miljöförbättring men ingen bevisad affärsmodell eller visibilitet på lönsamheten. Vi på Origo tror dessa trender kommer fortsätta och det kommer finnas många fina investeringsmöjligheter inom miljöteknik så länge man inte bortser från analys och värdering.

Några långa eller korta innehav som du vill lyfta fram i år?

Carl: Lindab, som var ett av fondens största bidragsgivare under 2019, har varit en stark aktie även under 2020. Det är ett bolag som vi har lagt ner mycket tid och resurser på att analysera och förstå vilka faktorer som är värde drivare samt vilken position Lindab har inom sitt ekosystem. Under 2017 valde vi att investera och ta en mindre position i Lindab. Detta visade sig vara något tidigt och det krävdes 12-18 månader för att resultatet skulle förbättras. Under 2018 byggde vi upp positionen till fondens största. Vad vi såg var ett bolag med en fin

core-verksamhet inom ventilation som visade stabil EBIT-marginal runt 6,5-8% men med tydlig förbättringspotential för att nå över 10% EBIT-marginal. Lindab kämpade samtidigt med att få ordning på affärsområdet Building Systems, ett förvärvat bolag inom prefabricerade stålbyggnader som saknade tydlig strategisk logik inom koncernen. Dessa problem hade satt Lindab i börsens frysbox och varken analytiker eller investerare var särskilt intresserade av caset, och därmed handlades bolaget på låga multiplar sett till både omsättning och kassaflöde.

Lindabs vinsthöjning satte fart på aktien

Byggkomponentbolaget Lindab satsar ytterligare på torsdagen sedan företaget guidat för ett lägre omsättning och resultat i första kvartalet till högre än analytisk väntad nivå. Förväntningarna har höjts, säger bolagets vd Ola Ringdahl.

Sedan årsrapporten för byggkomponentbolaget aktie upp 8,3 procent i veckan. Självrapporten för byggkomponentbolaget aktie upp 8,3 procent i veckan. Självrapporten för byggkomponentbolaget aktie upp 8,3 procent i veckan.

Han berättar att han fortfarande är i en fas med att lära känna bolaget och att DnB Investon befinns han sig på studietur i Stockholm för att träffa kunderna i Finland. Han du tar det dig något nytt om bolaget som övervakat postiv eller negativt?

LINDAB +8,3% 02/04/2020

ROBERT TRICHES robert.triches@wtr.com 08 573 692 08

kärnkompetensen kretsar runt att upprätthålla en exakt fuktighetsnivå och temperatur på slutmarknader som mat och läkemedelsproduktion, datacenter och litiumbatteritillverkning, och boskapsproduktion.



Värderingen har kommit upp något på senare tid, men vi anser att Munters är väl positionerade givet de starka underliggande trender som driver tillväxten och potentialen till marginalförbättring, så vi ser en fortsatt stor uppsida för en långsiktig ägare.

Vi var också attraherade av den strukturella tillväxten inom ventilation och energieffektivitet som uppstått pga. regulatoriska krav inom EU. Efter att den nya VD:n Ola Ringdahl tagit över blev det snabbt ordning på marginalerna och bolagets mellanchefer fick tydligare lönsamhetsansvar. Lindabs marginaler har nu förbättrats och balansräkningen ser väldigt stark ut. Aktien har gått från att vara out-of-favor till något av en darling bland ESG-fokuserade investerare. Det har lett till en kraftig multipelexpansion och aktien har gått från under 60kr till över 160kr på 2 år. Vi ser positivt på framtidsutsikterna, men valde nyligen att avyttra hela innehavet på 161 kr och allokera kapital till aktier med mer asymmetrisk risk/reward potential.

En blankningsposition som bidragit starkt har varit danska ISS. Bolaget, som expanderade snabbt under EQTs ägande, har haft en hög skuldsättning med svaga kassaflöden. Vi gräver ofta djupare i redovisningen när bolag kraftigt justerar sina siffror. I sin årsredovisning för 2018 och 2019 så använde ISS ordet "adjusted" 44 respektive 61 gånger. Vad som blev tydligt efter ytterligare analys var att den rapporterade vinsten skilde sig markant med det faktiska kassaflödet, ofta hänvisat till omstruktureringskostnader. Denna aggressiva redovisning har bl.a. lett till att bolaget inte nått upp de kassaflödesmål som vara satta och nyemission har krävts. Med ny VD med finansbakgrund och långsiktiga ägare i form av Lego-familjen så ökar risken att ligga kort aktien och vi har därmed valt att täcka positionen.

Munters är ett bolag vi har följt länge, framför allt sedan 2017 då Nordic Capital satte bolaget på börsen igen efter att i flera år varit i privat ägo. De första två åren efter noteringen präglades av stora besvikelser bland aktieägare som tecknade aktier med förhoppning att ledningens prognoser skulle uppnås. Att ordergång, försäljning och lönsamhet levererat betydligt sämre kan speglas i aktiekursen som föll från 80kr i juni 2017 till 33kr i början av 2019. Av Munters affärsområden är det framför allt Data Centers som levererade betydligt sämre jämfört med vad som utlovades i samband med börsnoteringen. Likt Lindab tyckte vi att Munters var ett intressant bolag men en utbombad aktie. Vi valde att köpa aktier i Munters 2019 där vi såg tre tydliga värde drivare med goda möjligheter att materialiseras de kommande tre till fem åren. Nytt ledarskap är första steget, och viktigaste uppgiften på kort sikt är att kapa de omotiverat höga overheadkostnaderna. Nästa fas handlar om en transformation, renodling och höjda marginaler. Steg tre handlar om offensiva satsningar, bl.a. genom förvärv i nya tillväxtsegment.

Ni förvaltar en alternativ fond med uttalat absolutavkastningsfokus. Hur tänker ni där?

Carl: Fonden har ett investeringsuniversum som innehåller börsnoterade små till medelstora bolag i Norden. Inom detta segment har vi ett tydligt mandat där vi strävar efter att leverera +10% årlig avkastning, mätt som ett genomsnitt över rullande fem år, och att risknivån samtidigt ska understiga aktiemarknadens risknivå. För att uppnå detta har ett friare utrymme i förvaltningen än en traditionell aktiefond. Vi kan till exempel utöver att äga aktier även blanka aktier. Dessa blankningspositioner skapar en lägre nettoexponering mot börsen och i bästa fall fungerar som en hedge till våra långa innehav.

Om vi blickar framåt då, hur ser strategin ut och vad menar ni med hållbara affärsmodeller?

Carl: Man kan säga att fondens strategi handlar om tre saker, de långa investeringarna, hedgingen och exponeringen mot aktiemarknaden. Vi arbetar med alla dessa verktyg för att kunna leverera på vårt mål om 10% årlig genomsnittlig avkastning.

Jämfört med börsnoteringen så har idag Munters en stark balansräkning med lägre nettoskuld, en tydlig strategi att förbättra lönsamheten, samt starkare underliggande trender inom miljöförbättring och luftrengöring som driver tillväxten. Bolaget är världsledande inom utrustning för fuktkontroll och

Den långa portföljen är i hög grad fokuserad kring tre tydligt hållbara investeringsteman; Miljöteknik, Hälsa och Välbefinnande, och Digitalisering. Inom dessa teman har vi identifierat bolag som inte bara uppfyller ESG-hygienkraven utan också bidrar tydligt med samhällsnytta. Hållbarhetsstrategin inom dessa bolaget driver lönsamheten och positionering och skapar konkurrensfördelar. Utöver en hållbar affärsmodell har vi också identifierat interna värde drivare. Det kan till exempel handla om om värdeskapande tillväxtmodell eller om en transformation som synliggör värden.

I den korta boken söker vi efter bra hedgar. Det kan antingen handla om en marknadshedge eller selektiva kort-case. De selektiva casen är ofta på medellång sikt, dvs 1-3 år. Strukturell motvind, svag balansräkning och kassaflöden samt tveksam redovisning är fokusområden i vår hedginganalys. Den korta boken ska bidra med att optimera den totala fondens riskjusterade avkastning.

Exponeringen mot aktiemarknaden varierar utifrån hur många starka investeringsidéer vi har och vad vi har för syn på de nordiska börsernas risk/reward på medellång sikt. Historiskt har fonden snittat omkring 45% nettoexponering och f.n. ligger vi på mellan 25-30%.

I morgon avgörs det amerikanska presidentvalet. Vad har du för tankar kring det och är det något som du tror påverkar fonden?

Carl: Amerikanska presidentval får ju såklart alltid stor uppmärksamhet globalt, men denna gång känns det extra spännigt. Jag bodde i USA under valen 2008, 2012 och

2016, och det blev tydligt att amerikanerna känner en viss utmattning mot sluttampen i en valkampanj givet det stora media-jippo som sker. Det värsta vore om det inte blir ett klart utfall och om rösternas giltighet kommer ifrågasättas. Då lär vi se ett nedstall på marknaderna ganska snabbt. Men det är inte ett scenario vi räknar med.



Vi vet att det finns viktiga skillnader mellan Trump och Biden gällande exempelvis skattepolitiken, miljöinvesteringar och hälsovårdssystemet. På längre sikt kan det naturligtvis komma att påverka den ekonomiska utvecklingen och Origos långsiktiga investeringsteman, men vi spekulerar inte i det utan följer istället utvecklingen. Däremot kan vi nog anta att volatiliteten kommer vara hög under den närmaste tiden, givet valet och covid19, och att bolagsanalysens betydelse för portföljens avkastning kommer vara enormt viktig. Vi förvaltar en lång/kort-strategi och normalt sett så är det en ganska god miljö för oss. Och oavsett utgång i valet så tror vi att investeringarna inom både miljösektorn och hälsovårdssystemet kommer öka, drivet av en underliggande ökad efterfrågan snarare än politiska beslut.

Kontakta oss gärna för mer information:

Karl Eckberg, Investor Relations

karl.eckberg@origofonder.se

Disclaimer

This publication is produced by Origo Fonder. Advice and information are based on sources that Origo assessed as reliable. Information on taxes is based on the rules that apply today. The tax rules may change over time. Tax consequences for you depends on your individual situation. In terms of funds and other financial instruments as described above, historical return is no guarantee of future returns. The value of your fund units and other financial instruments can both rise and fall in value and there is no guarantee that you will get back the amount invested. For funds that invest in foreign markets or instruments in foreign currency, changes in currency exchange rates can cause the value of fund shares or other instruments to rise or fall. Additional information, including fact sheets and information brochure for the Fund, can be obtained from your contact at Origo Fonder or downloaded at www.origofonder.se.