

ÅRSKOMMENTAR 2022

År 2022 blev det svagaste året rent avkastningsmässigt för både ODIN Sverige och fondens jämförelseindex OMXSB Cap GI sedan 2008. Då var vi mitt uppe i finanskrisen och nu pågår ett tragiskt krig i Ukraina. Trots svaga aktiekurser menar vi dock att våra portföljbolag skapat stora fundamentala värden under året.

Året summerat

2022 blev ett mycket tufft år aktiekursmässigt och på sätt och vis omvänt från 2021. Under 2021 gick nästan alla aktiekurser upp vilket resulterade i att fondens avkastning om ca. 50 procent blev väsentligt mycket högre än den genomsnittliga underliggande vinsttillväxten om 28 procent* (nuvarande portfölj). I år har kursutvecklingen varit den motsatta men vinstutvecklingen ökade faktiskt något jämfört med 2021. Vår bestämda uppfattning är att våra portföljbolag, trots årets stora kursfall, skapat stora fundamentala värden för våra andelsägare även i år och bevisat sin höga kvalitet.

Trots en mycket utmanande miljö, där vissa portföljbolag såg sjunkande vinster, så är estimaten att portföljbolagens vinster aggregerat ökade med hela 29 procent per aktie i snitt under 2022, jämfört med 8 procent för OMXSB Cap GI.* För 2023 har förväntningarna kommit ned, men trots att vissa portföljbolag förväntas ha minskad intjäning, så förväntas fortsatt en vinsttillväxt om 10 procent år 2023 och 14 procent år 2024 för portföljen som helhet.* Vår övertygelse och erfarenhet är att det är den fundamentala utvecklingen som är avgörande för den långsiktiga avkastningen. Förväntningarna har dessutom kommit ned ordentligt, så även om framtiden alltid är osäker, så är vi mer optimistiska nu än vad vi var för ett år sedan. Det riktiga testet för våra portföljbolags fundamentala utveckling kommer möjligen under 2023, om vi fortsätter att röra oss mot någon form av avmattning. Men vår bedömning är att bolagen står starkt rustade, inte minst genom en över lag skuldsättning.

Det gångna året blev för övrigt det femte året under de senaste 20 åren som fondens jämförelseindex OMXSB Cap GI uppvisade negativ avkastning. Tyvärr har fonden gått sämre än jämförelseindex under samtliga av dessa fem år. Resterande 15 år, när jämförelseindex har haft en positiv utveckling, har fonden däremot presterat bättre än jämförelseindex vid 14 av 15 år. För börsen som helhet bedömer vi att den främsta anledningen till årets svaga utveckling är den kraftiga ränteuppgången påskyndad av den höga inflationen, som i sin tur förstärktes rejält av Rysslands invasion av Ukraina.

Att fonden hamnade efter jämförelseindex har givetvis sin förklaring i hur individuella aktier har utvecklats under året, vilket vi ska återkomma till. Men vår bedömning är att den överordnade förklaringen till underavkastningen är fondens övervikt mot småbolag vilka som grupp hade en svag utveckling 2022. Det finns många förklaringar till varför småbolag som grupp gick sämre än börsen som helhet, men två viktiga är (1) sämre likviditet i aktiehandeln och (2) en något högre värdering. Att mindre likvida aktier drabbas hårdare i en svag marknad är normalt då aktiekurserna blir mycket känsligare för utflöden. På längre sikt är vi dock komfortabla med att äga några mindre likvida aktier, så länge de är i lönsamma bolag med starka positioner som utvecklas väl, och så länge likviditeten i fonden som helhet är tillräckligt god. Dessa två kriterier bedömer vi som uppfyllda.

Vad det gäller värderingen så har vår portfölj de senaste åren värderats högre än börsen som helhet, vilket också har varit rimligt givet att våra bolag har en högre genomsnittlig vinsttillväxt. Men när räntorna stiger ökar avkastningskraven. I ett sådant läge är marknaden inte längre beredd att betala lika mycket för framtida vinster, vilket drabbar högre värderade bolag mer än lägre värderade bolag.

Vårt fokus har alltid varit, och fortsätter att vara, den fundamentala utvecklingen i våra portföljbolag, snarare än vilka makrotrender som driver börsen för tillfället.

*Källa: FactSet. Portföljviktad EPS-tillväxt. Data, innehav och portföljvikter per 2022-12-30. Estimat finns för 33 av portföljens 34 innehav.

Förvaltare:



Jonathan
Schönbäck



Hans Christian
Bratterud

Varför investera i fonden?

Vi hittar många bra bolag i Sverige. Flera av dessa är nischade och har små hemmamarknader som därför successivt arbetat upp solida positioner i Europa och övriga världen. Vi vill investera i bolag som uppvisar goda resultat, har starka konkurrenspositioner för framtiden och en attraktiv prislapp.

Hur är fonden positionerad?

ODIN Sverige består till tre fjärdedelar av små och medelstora bolag och till en fjärdedel av stora bolag. På sektornivå har fonden betydande exponering mot industrin samt mot förbrukningsvaror. Fonden har liten exponering mot fastigheter och fastighetsutvecklare samt begränsad exponering mot byggrelaterade bolag. Vi har också liten exponering mot banksektorn. Vi är en långsiktig stockpicker med få företag i portföljen för att maximera våra investeringsidéer och vi vet att värdeskapande tar tid. Därför är det viktigt att hitta de företag som är väl positionerade på lång sikt, snarare än de som levererar bra siffror på kort sikt.

[Läs om ODIN-modellen här>>](#)

Vi vill äga bolag som skapar hållbara fundamentala värden över tid. Även om 2022 blev ett svagt år aktiekursmässigt, så var det alltså ett mycket gott år intjäningsmässigt för våra portföljbolag.

Förra året kunde vi konstatera att de flesta aktiekurser går upp under ett starkt börsår, och vid utgången av 2021 hade 31 av våra 35 portföljbolag visat en positiv kursutveckling. I skrivande stund kan vi konstatera att 2022 blev raka motsatsen – vid årets utgång har 31 av 34 portföljbolag visat en negativ kursutveckling. Detta trots att 28 av våra bolag förväntas uppvisa ett helårsresultat som är bättre än förra året – i vissa fall betydligt bättre, och i snitt 29 procent bättre.*

Negativa bidragsgivare

De främsta negativa bidragsgivarna under 2022 har varit Embracer, Storskogen och AddLife men även Sinch. En gemensam nämnare för dessa fyra bolag är att de gjorde stora (eller många) förvärv under 2021, vilket börserna applåderade vid den tidpunkten. I år är dock sentimentet det motsatta – förvärv anses (med viss rätt) vara riskabelt och något man vill undvika. Vår helhetsbedömning hittills är dock att de förvärv som gjordes har varit värdeskapande över lag för bolagen. Alla fyra bolag har lång historik och erfarenhet av att göra värdeskapande förvärv, och vår bedömning är att det som förvärvades i 2021 inte var mycket sämre än det som förvärvats tidigare år. Men ett absolut facit dröjer ytterligare ett eller två. Gemensamt för dessa fyra bolag är även att de haft mycket starka kursuppgångar tidigare år.

Vid ingången av 2022 var fondens största innehav **Embracer**. Under året minskade vi innehavet med en tredjedel. Först för att portföljvikten slog i taket, sedan för att bolaget genomförde en riktad nyemission till saudiska Savvy Gaming Group, och senast för att några av de största och viktigaste spellanseringarna blivit försenade eller svagare än väntat. I samband med den senaste kvartalsrapporten öppnade även ledningen upp för eventuella spin-offs, vilket vi ser som den främsta förklaringen till det stora kursfallet som följde rapporten. Under årets nio första månader utvecklades Embracer-aktien ungefär i linje med jämförelseindex, så kursfallet i samband med den senaste rapporten står för en stor del av aktiens underavkastning i 2022.

Trots att vi minskat positionen för att moderera risken har vi fortsatt stort förtroende för ledningen, och den fundamentala resan sedan börsnoteringen 2016 är slående: Omsättningen har ökat nästan 90x och vinsten per aktie har ökat över 20x. Under innevarande räkenskapsår förväntas vinsten per aktie, trots nedrevideringar, att dubblas igen. Från att ha varit den dyraste aktien i portföljen när den köptes in i början av 2019 är det nu den billigaste aktien i portföljen och värderas till 8x den förväntade vinsten per aktie för innevarande räkenskapsår. Den fundamentala utvecklingen har alltså varit betydligt starkare än aktiekursutvecklingen. Vi behåller därför en hög portföljvikt, men givet att den underliggande utvecklingen under året

ändå varit svagare än väntat så har vi valt att minska portföljvikten med en tredjedel.

Efter att ha rusat ca. 60 procent i slutet av 2021 blev aktiekursutvecklingen för serieförvärvaren **Storskogen** mycket svag under 2022. Vi äger sedan länge flera serieförvärvande bolag och har exempelvis ägt Addtech kontinuerligt i över 20 år. Så länge de verksamheter som förvärvas är i bra skick, köps till rimliga multiplar, och utvecklas väl under sin nya ägare, så är det en affärsmodell som fungerar väl över tid. Efter ett analysarbete som påbörjades nästan ett år innan Storskogens börsnotering gjorde vi bedömningen att ovan tre kriterier var uppfyllda, och vi deltog därför i bolagets börsintroduktion i 2021. Sedan dess har bolaget varit den mest aggressiva serieförvärvaren i portföljen medan sentimentet kring aktien har gått från mycket positivt till uruselt. Bolagets intjänning, vilket är det viktigaste för oss, har dock ökat kraftigt (främst drivet av förvärv) och har varit ungefär i linje med förväntningarna. Den fundamentala utvecklingen har alltså varit betydligt bättre än aktiekursutvecklingen, vilket också var skälet till att vi behöll aktierna så pass länge. I november valde vi dock till slut att sälja innehavet. Givet den svaga kursutvecklingen under året vägde Storskogen mindre än en procent av portföljen och i ett sådant läge blev frågan om vi skulle öka portföljvikten ordentligt eller sälja ut det helt. Eftersom vi under oktober minskad betydligt i våra andra serieförvärvande bolag (Lifco, Indutrade, Addtech och Lagercrantz) blev det svårare att motivera en kraftig ökning i Storskogen, trots att vi bedömde aktien som oskäligt lågt värderad. I ett annat marknadsläge hade vi kanske köpt på oss väsentligt fler aktier, men givet att så många andra aktier i kvalitetsbolag blivit avsevärt mycket billigare så valde vi att låta kapitalet arbeta på annat håll och flyttade därför Storskogen från portföljen till kandidatlistan.

AddLife, som är en tillverkare och återförsäljare av medicinteknisk utrustning till sjukvårdssektorn, har också varit en mycket svag bidragsgivare i 2022 efter att ha varit den absolut starkaste bidragsgivaren med en kursuppgång på +165 procent under 2021. Även 2020 utvecklades aktien mycket starkt. Den goda kursutvecklingen 2020–2021 drevs till stor del av ökad intjäningskapacitet, men även av multipelexpansion (aktien blev dyrare i förhållande till intjäningen) varför vi valde att successivt sälja nästan halva innehavet (45 procent) under 2021. Den försäljningen var ett steg i rätt riktning, men med facit i hand borde vi ha sålt ännu mer givet den svaga kursutvecklingen i år. Trots ett utmanande år, med bland annat VD-byte och integration av fjolårets stora förvärv, så ser vi fortfarande AddLife som ett högkvalitativt bolag med en stark position, varför vi har valt att behålla det i portföljen. Förväntningarna på framtiden har nu kommit ned ordentligt och vi bedömer att förutsättningarna för att överträffa förväntningarna, och leverera god långsiktig avkastning, har förbättrats. Det är dock viktigt att integrationen av de förvärvade enheterna lyckas väl och att marknaden för elektiv kirurgi kommer tillbaka efter pandemin, så det är två parametrar vi kommer bevaka extra noga framöver. Tills vi är säkra på att det går i

rätt riktning är vi nöjda med nuvarande portföljvikt om ca. 2 procent.

Sinch, vars mjukvaruplattform och uppkopplade nätverk av över 600 mobiloperatörer möjliggör för företag att kommunicera direkt med nästan hela den globala befolkningen via SMS, e-post och röstsamtal, hade en väldigt volatil aktiekursutveckling under året. Från toppen i september 2021 till botten i september 2022 föll aktien med över 90 procent. Sedan dess har den återhämtat sig nästan 200 procent, men det har ändå varit en klart negativ bidragsgivare under året. Bolaget gjorde tre stora förvärv för över 30 miljarder kronor under 2021 och tog i samband med det upp lån på ca. 10 miljarder. Vid tillfället för det senaste av de stora förvärven uppgick börsvärdet till över 120 miljarder kronor, men i takt med att börsvärdet krympte ihop under årets sura börs klimat blev skuldsättningen, i kombination med svag organisk tillväxt och stora integrationsarbeten ett allt större bekymmer för aktiemarknaden vilket förstärkte kursfallet. När bolaget dessutom utsattes för en "blankarattack" under sommaren var det många som kastade in handduken.

För oss har den stora frågan hela tiden varit hur attraktiv deras marknad är på lång sikt, styrkan i Sinchs marknadsposition, och inte minst företagskulturen. Vi har bedömt alla tre som goda (vilket som alltid fortsatt kommer vara upp till bevis). Den stora frågan ett år som detta har varit vad som är tillfälliga bekymmer, och vad som är en långsiktig försvagning av affären. Vi har lagt mycket tid på det de senaste två åren och vår bild har varit att oron i aktiemarknaden varit överdriven, och att Sinch i grund och botten är ett lönsamt kvalitetsbolag som byggt en mycket stark position som vi tror är hållbar. Vi sålde dock lite aktier i september/oktober 2021, vilket råkade vara nära den kursmässiga toppen, eftersom vi tyckte aktien blivit lite väl högt värderad.

Efter nästan 50 procents kursfall började vi försiktigt köpa fler aktier, vilket vi fortsatte med periodvis under våren och efter blankarattacken i somras köpte vi ännu mer eftersom vi bedömde både kritiken och den negativa kursreaktionen som överdrivna. Givet utmaningarna tog vi aldrig upp Sinch till någon hög portföljvikt under året, men eftersom vi bedömde utmaningarna som temporära, och att den pressade aktien därför snabbt skulle kunna komma tillbaka, ville vi inte heller ha en obefintlig portföljvikt. När Q3-rapporten sedan visade sig vara väsentligt mycket bättre än analytikerkråkårens förväntningar fick aktien rejäl fart.

Med facit i hand borde vi dock ha sålt betydligt mer hösten 2021, och vi borde ha väntat betydligt längre innan vi började köpa aktier. Men timing och positionering är enormt svårt. Det viktigaste för oss är dock den fundamentala utvecklingen och den senaste kvartalsrapporten var en tydlig indikation på att den går åt rätt håll. Det kanske är en klen tröst ett år som detta, men förhoppningsvis fortsätter den positiva utvecklingen under 2023, och i så fall är Sinch både ett lönsamt kvalitetsbolag med goda

tillväxtförutsättningar, och en låg värdering. Det gillar vi, varför vi låtit portföljvikten röra sig uppåt till 3,1 procent.

Positiva bidragsgivare

Trots att bara tre aktier uppvisat positiv kursutveckling under 2022 har vi fått ett positivt bidrag från fler aktier på grund av att vi köpt in dem (eller ökat positionen) på lägre kurser än vid utgången av året.

Munters har varit det största positiva bidraget under året med en kursuppgång på 47 procent. Från att ha varit ett ifrågasatt och lågt värderat bolag efter en misslyckad börsnotering 2017 har bolaget varit på en tydlig förbättringsresa efter att FAM tog huvudägarrollen och det köptes in i ODIN Sverige i januari 2020. Under det senaste året har orderingången ökat lavinartat och även om det återstår att se hur god lönsamhet bolaget lyckas uppnå i denna starka tillväxtfas så har vi sett allt fler positiva signaler. Vi har hyvlat en liten andel av positionen under året, men har generellt låtit den vikta upp sig och avslutar året med en portföljvikt strax över 4 procent.

Axfood är ett av mycket få bolag som gynnas av den höga (matpris)inflationen vi ser i dagsläget. Även om deras inköpspriser också ökar markant, så innebär högre priser högre omsättning – så även vid konstanta bruttomarginaler så ger den högre omsättningen högre lönsamhet givet skalbarheten i affären. Aktien var som mest upp över 30 procent (jämfört med en drastiskt fallande börs) och avslutar året med en kursuppgång på 11 procent. Vi har successivt minskat positionen i Axfood under året i takt med att aktien blivit dyrare, samtidigt som många andra kvalitetsbolag blivit väsentligt billigare. **Astra Zeneca** är den tredje aktien som uppvisat positiv avkastning under helåret. Vi har dock bara ägt aktien under en liten del av året, varför det positiva bidraget är mindre än det hade varit om vi ägt den hela året. Från vi började köpa in aktien i oktober, efter ett kursfall på ca. 15 procent sedan toppen i augusti, har den dock utvecklats väl. Vi har även fått positiva bidrag från de två andra nytillskotten vi köpte in i oktober – **Avanza** och **MIPS** – eftersom de, trots stora kursfall för helåret, har utvecklats väl sedan vi köpte in dem. Mer om det i avsnittet Ändringar nedan.

Atlas Copco, som är fondens största innehav, har också gett ett positivt bidrag trots att aktien föll 15 procent i år. Atlas har funnits i portföljen i många år, men anledningen till det positiva bidraget är att vi ökade positionen markant (nästan 40 procent fler aktier) under sommaren vilket varit lyckosamt då aktien återhämtat sig ordentligt sedan dess. Det initiala stora kursfallet drevs, förutom det allmänt fallande marknads läget, av oro för lägre efterfrågan inom bolagets vakuumenteknik-verksamhet som har stor exponering mot halvledarindustrin. Marknaden tycks dock ha insett att Atlas har många ben att stå på, och att exempelvis deras största affärsområde – kompressorteknik – möjliggör stora energibesparingar för kunderna, vilket

efterfrågas alltmer i rådande energikris. Nuvarande estimat är att Atlas ökat sin vinst per aktie med hela 36 procent under 2022 vilket är mycket imponerande för ett så stort och diversifierat bolag. Atlas har oerhört starka marknadspositioner och även om det kommer påverkas av en lågkonjunktur så har de hanterat tidigare kriser på ett föredömligt sätt varför vi är bekväma med att ha det som största innehav med en portföljvikt strax under 7 procent vid utgången av året.

2022 blev ett mycket tufft år aktiekursmässigt och på sätt och vis omvänt från 2021. Under 2021 gick nästan alla aktiekurser upp vilket resulterade i att fondens avkastning om ca. 50 procent blev väsentligt mycket högre än den genomsnittliga underliggande vinsttillväxten om 28 procent* (nuvarande portfölj). I år har kursutvecklingen varit den motsatta. Vår bestämda uppfattning är dock att våra portföljbolag, trots stora kursfall, skapat stora fundamentala värden för våra andelsägare även i år. Den genomsnittliga vinsttillväxten om 29 procent* per aktie, är en indikation på att så är fallet. Nästa år, när vi troligen rör oss mot någon form av avmattning, kommer dock bli det riktiga testet för våra portföljbolags fundamentala utveckling. Vår bedömning är att de står starkt rustade, men mer om det under avsnittet Utsikter för 2023 nedan.

Under 2022 har vi köpt in fyra nya bolag och sålt fem bolag, vilket har tagit antalet innehav från 35 till 34 bolag. Det överordnade syftet med ändringarna har varit att öka kvaliteten på portföljen ytterligare. Vi har försökt passa på att köpa in riktigt fina bolag som blivit väsentligt billigare under året, och finansiera inköpen genom att sälja bolag med svagare marknadspositioner – även om dessa varit ännu lägre värderade. På lång sikt tror vi det kommer vara värdeskapande, men som alltid förutsätter det att de nya bolagen fortsätter att leverera och utvecklas väl.

Nya innehav

Fortnox köpte vi in i mars och det blev årets första nytillskott i portföljen. Vi har följt det Växjö-baserade mjukvarubolaget i flera år eftersom det är ett av de svenska bolag med bäst historisk prestation, med mycket hög organisk tillväxt och god lönsamhet. Fortnox har också en enormt stark position eftersom man är navet i verksamheten till över 400 000 svenska småföretag. Den enda anledningen till att vi inte köpt in aktien tidigare har varit det höga priset, men efter en 46-procentig kursnedgång från toppen i november till botten i februari bedömde vi prislappen som acceptabel och köpte en mindre position. Givet den alltså höga värderingen stannade vi dock på en initialt låg portföljvikt om 1,2 procent som under året vuxit till 1,6 procent - främst pga. kursuppgång sedan inköpet, men till viss del även genom att vi utökade positionen med 10 procent i oktober. Vi tror Fortnox kommer vara en utmärkt långsiktig investering och om prislappen blir mer attraktiv framöver ökar vi gärna positionen.

Astra Zeneca var ett av de tre nya innehaven vi köpte in i oktober. Astra har under de tio senaste åren ställt om från att ha en föråldrad produktportfölj till att bli ett av de mest innovativa och forskningsdrivna läkemedelsbolagen i världen. Bolaget har mycket starka positioner inom onkologi (cancerläkemedel) och ovanliga sjukdomar, som är två av de strukturellt snabbast växande terapiområdena globalt. Bolaget ger portföljen en breddning mot nya icke-cykliska intäktsdrivare som saknats tidigare, vilket vi tycker gör det extra attraktivt. Även om aktien var en av få på Stockholmsbörsen som haft en positiv utveckling under året, så är vår bedömning att aktien ändå blivit billigare i relation till intjäningen eftersom den fundamentala utvecklingen gått mycket starkt. Det aktuella estimatet vid årsskiftet är enligt FactSet att den underliggande vinsten per aktie ökat med hela 45 procent under 2022.

Avanza var det andra nya innehavet vi köpte in i oktober. Avanza har en stark position på den svenska sparmarknaden och uppvisade ca. 15 procent årlig omsättningstillväxt med god lönsamhet under åren 2001-2019. Omsättningen tredubblades under pandemin, med en kraftigt stigande aktiekurs som följd. Från toppen strax innan årsskiftet till oktober backade dock aktien nästan 60 procent och värderades i oktober till under P/E 15x (NTM), vilket är den lägsta värderingen Avanza haft på över tio år. Även om handelsaktiviteten minskat och vi sett utflöden, så tror vi bolagets strukturella tillväxt drivare är intakta. Avanza är också en vinnare på stigande räntor, som numera blivit den största intäktsraden, vilket gör att Avanza bidrar med ytterligare en ny drivkraft till portföljen.

MIPS var det tredje och sista nya innehavet vi köpte in i oktober. MIPS har länge varit en kandidat till ODIN Sverige. Vi har ägt det i ODIN Small Cap sedan start, så det är ett bolag vi har följt noga de senaste åren. Aktien hade i oktober rasat över 70 procent sedan början av året, och även om nuvarande konsumentsituation är utmanande och Q3-rapporten var svag, så bedömer vi de långsiktiga drivarna som intakta. Penetrationen av MIPS-hjälm är endast ca. 6 procent så vi tror det finns gott om fortsatt potential, samtidigt som lönsamheten är mycket god och balansräkningen urstark. Vi vet inte om Q3 var botten, men vi bedömde oavsett att det var en långsiktigt attraktiv nivå för att köpa in ett högkvalitativt bolag som ger portföljen attraktiva alternativa drivkrafter.

Avyttrade innehav

I januari sålde vi **Securitas**. Eftersom aktien länge varit den minsta positionen i fonden arbetade vi med att ta ställning till huruvida vi skulle öka innehavet kraftigt eller sälja det helt. Securitas är ett välskött bolag, och vi tror det stora förvärvet av Stanley Security kommer bli bra på lång sikt. Så stora förvärv medför dock alltid större integrationsrisk, och vi tror det finns en risk att fokus då hamnar inåt i bolaget, istället för utåt mot kunder, varför vi valde att plocka ut aktien ur portföljen i avvaktan på hur processen går.

NCC sålde vi i februari. NCC är ett fint bolag och ledningen har gjort ett utmärkt arbete med att förbättra verksamheten de senaste åren. Det är dock en svår bransch, och det finns flera oöverskådliga risker. Vi valde därför att allokera kapitalet till andra bolag där vi är tryggare på den långsiktiga resan.

Duni sålde vi i augusti. Duni är också ett bra bolag, men det var det portföljbolag som drabbades hårdast av pandemin. Även om de senaste kvartalen visat på god återhämtning i omsättningen har det varit svårt för bolaget att få igenom tillräckliga prisökningar för att kompensera för den massiva kostnadsinflationen, varför lönsamheten blivit lidande. Vi hoppas och tror att lönsamheten kommer förbättras framöver, men vi valde att allokera kapitalet till andra bolag där vi är tryggare på styrkan i marknadspositionen.

Cary Group hade en mycket svag kursutveckling under början av året och blev i slutet av juni föremål för ett offentligt uppköpserbjudande från huvudägaren Nordic Capital som tillsammans med CVC önskade att köpa tillbaka bolaget och avnotera det från börsen. Vi hade utökat vår position under början av juni och var en av de större ägarna i budsituationen. Vi tackade nej till det ursprungliga budet, men efter att det höjdes och efter ett stort antal möten med bolagets styrelse och ledning, andra större aktieägare, budgivarna, aktieanalytiker med flera valde vi till slut att acceptera budet. Cary är ett mycket välskött bolag med en stark marknadsposition och goda tillväxtpotentialer och vi tyckte därför att det var tråkigt att det avnoterades efter så kort tid på börsen. Försäljningen gav oss dock en rätt stor kassa i en period då aktiekurserna i många fina bolag var hårt pressade, så vi fick möjlighet att sysselsätta pengarna på vad vi bedömer var attraktiva nivåer i Astra Zeneca, Avanza och MIPS (se ovan). Vid årets utgång har alla dessa tre nyinvesteringar också blivit positiva bidragsgivare, vilket är glädjande även om det är en alldeles för kort tidperiod för att kunna utvärdera investeringarna ordentligt. **Storskogen** var det sista bolaget vi sålde under året, och det var kanske också det svåraste beslutet. En utförlig beskrivning av detta finns under avsnittet Bidragsgivare 2022 ovan.

Sammantaget är vår bedömning att portföljen nu håller högre kvalitet, och är ännu bättre rustad för en lågkonjunktur, än den portfölj vi hade vid årets början.

Hur börsen kommer utvecklas 2023 vet vi inte

För tre år sen visste vi inte att en global pandemi låg precis runt hörnet och att den skulle leda till att i princip hela världen stängdes ner. När det väl hände, börsen rasade, och alla insåg allvaret i situationen, så visste vi heller inte att börsen skulle komma tillbaka så starkt som den sen gjorde under 2020 och 2021. Lika lite visste vi att Ryssland skulle invadera Ukraina och få energipriser samt alla möjliga andra

priser att skjuta i höjden samt omvandla en "liten förväntad inflationspuckeln" till en enveten flodvåg av skyhöga priser på det mesta. Marknaden har historiskt visat sig vara högst ombytlig och fylld med oväntade händelser, vilket inte minst de senaste tre åren visat på. Att kunna förutspå och parera den senaste årens globala händelser är ingen enkel uppgift, och det är heller inget vi försöker. Vår ambition är i stället att äga de bästa bolagen, och äga dem länge. Av historien vet vi att de bästa bolagen kan anpassa sig snabbt och skapa fundamentala värden oavsett hur omvärlden ser ut för tillfället. Så länge det fundamentala värdeskapandet fortsätter, och bolagen fortsätter att stärka sina positioner, så är det en bra idé att fortsätta att äga dem. Även om det kommer att innebära att vi äger dem i perioder då deras aktiekurser faller.

De bästa bolagen är inte offer för väder och vind utan de har kraften att bestämma sin egen framtid. De bästa bolagen har en stark företagskultur som gör att de kan se och ta de möjligheter som uppstår, särskilt i tuffa tider. Det såg vi många exempel på bland våra portföljbolag under pandemin – bolag som vågade vara offensiva, gå in på nya marknader och göra nya förvärv, trots osäkerheten i omvärlden. Det lönade sig i både 2020 och 2021. Även om aktiekurserna år 2022 säger något annat så menar vi ändå att 29 procent vinsttillväxt* bland portföljbolagen är en stark indikation på att den sortens företagskultur faktiskt lönade sig även 2022. Vi är övertygade om att det även kommer löna sig också 2023.

Konsensusförväntningarna verkar nu vara att 2023 blir ett år med lågkonjunktur, vilket så klart kommer påverka alla bolag. Men de bästa bolagen kommer utnyttja en tuffare omvärld till att knipa åt sig marknadsandelar. Det är precis som i idrottsvärlden – det är i de brantaste motbackarna som man kan urskilja de starkaste atleterna. Vi tror vi har ett toppat lag som är proppfullt med många av de bästa atleterna i världen. De flesta av dem har varit med förr och upplevt tuffa tider många gånger. Flera av dem verkar nästan se fram emot att få visa omvärlden hur starka de är, nu när agnarna verkligen kommer skiljas från vetet.

Aktiekursen är bara priset på en aktie. Det viktiga är bolagets fundamentala värde, och hur det värdet utvecklas över tid. Det har sagts förut, men det tål att upprepas: *Price is what you pay, value is what you get*. Vi menar att årets höga vinsttillväxt vittnar om att de fundamentala värdena i våra portföljbolag har fortsatt att öka i 2022, och vi bedömer att de nya bolag vi köpt in över lag håller högre kvalitet än de vi har sålt. Samtidigt som priserna (aktiekurserna) har fallit kraftigt. I de flesta andra sammanhang skulle nog de flesta tycka det är rätt attraktivt: Högre kvalitet till lägre pris.

Med önskan om ett bra investeringsår!