

ÅRSKOMMENTAR 2022

År 2022 blev det svagaste året avkastningsmässigt i ODIN Small Caps snart treåriga historia, och det svagaste året i fondens jämförelseindex sedan 2008. Då var vi mitt uppe i finanskrisen och just nu pågår ett tragiskt krig i Ukraina. Trots svaga aktiekurser menar vi dock att våra portföljbolag har skapat fundamentala värden.

Året summerat

För börsen som helhet bedömer vi att den främsta anledningen till årets svaga utveckling är den kraftiga ränteuppgången. Räntorna har drivits av den höga inflationen, som i sin tur förstärktes rejält av Rysslands invasion av Ukraina. Småbolag som grupp utvecklats dessutom väsentligt sämre än börsen som helhet i år. Det finns många förklaringar till det, men vi menar att två viktiga är (1) sämre likviditet i aktiehandeln och (2) en något högre värdering.

Det är normalt att mindre likvida aktier drabbas hårdare i en svag marknad – aktiekurserna blir helt enkelt känsligare för utflöden. På längre sikt är vi dock komfortabla med att äga några mindre likvida aktier, så länge det 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. Svenska småbolag, och ODIN Small Cap som helhet, har de senaste åren också värderats högre än börsen som helhet vilket vi menar har varit rimligt givet deras högre genomsnittliga vinsttillväxt. När räntorna stiger ökar avkastningskraven och då är marknaden inte längre beredd att betala lika mycket för framtida vinster, vilket innebär att högre värderade bolag drabbas hårdare än lägre värderade bolag.

Den svaga relativa avkastningen för fonden under 2022 jämfört med fondens jämförelseindex Carnegie Small Cap Index kan förklaras av hur individuella aktier har utvecklats under året, vilket vi återkommer till senare. Vår bedömning är dock att den överordnade förklaringen till underavkastningen är att fondens genomsnittliga bolagsstorlek är betydligt mindre än i jämförelseindex, vilket gjort att årets "negativa småbolagseffekt" drabbat fonden ännu hårdare än index. Vårt fokus har alltid varit den fundamentala utvecklingen i våra portföljbolag, snarare än vilka makrotrender som för tillfället driver börsen och allokeringen mellan olika tillgångsslag och kategorier av bolag. Vi vill äga bolag som skapar hållbara fundamentala värden över tid. Även om 2022 blev ett svagt år aktiemässigt, så var det ett väldigt bra år intjäningsmässigt för våra portföljbolag.

Trots en mycket utmanande miljö, och att vissa portföljbolag såg sjunkande vinster, så är estimaten i skrivande stund att portföljbolagens vinster aggregerat ökade med hela 68 procent per aktie i snitt under 2022, jämfört med 23 procent för jämförelseindex.* Exklusive CTT, som drabbades hårt av covid förra året och därför haft en onormalt hög vinsttillväxt när vinsten återhämtat sig i år, uppgår portföljens aggregerade vinsttillväxt till 19 procent per aktie.* För 2023 har förväntningarna kommit ned, men trots att vissa portföljbolag förväntas ha minskad intjäning, så förväntas fortsatt en vinsttillväxt om 9 procent år 2023 och 17 procent år 2024 för portföljen som helhet.* Vår övertygelse är att det är den fundamentala utvecklingen som är avgörande för den långsiktiga avkastningen. Nu har dessutom förväntningarna kommit ned ordentligt, så även om framtiden som bekant alltid är osäker, så är vi mer optimistiska nu än vad vi var för ett år sedan.

Förra året kunde vi konstatera att de flesta aktiekurser går upp under ett starkt börsår, och vid utgången av 2021 hade 30 av 35 portföljbolag visat en positiv kursutveckling. Nu kan vi konstatera att 2022 blev raka motsatsen – vid årets utgång har 32 av 33 portföljbolag visat negativ kursutveckling. Detta trots att 26 av bolagen förväntas uppvisa ett helårsresultat som är bättre än förra året – i vissa fall betydligt bättre, och i snitt 68 procent bättre (eller 19 procent exkl. CTT).*

*Källa: FactSet. Portföljviktad EPS-tillväxt. Data, innehav och portföljvikter per 2022-12-30. Estimat finns för 29 av portföljens 33 innehav.

Förvaltare:



Jonathan
Schönback



Hans Christian
Bratterud

Varför investera i fonden?

Norden är perfekt för små företag med internationella ambitioner. Korruptionen är låg, levnadsstandarden hög, ägarstrukturen klar och det finns en kultur för att satsa på investeringar utomlands. Vi ser stor potential för meravkastning i nordiska småföretag, och särskilt de svenska. Svenska småföretag har gjort det bättre än både USA, Europa och andra nordiska länder under det senaste decenniet. Vi tror att denna trend fortsätter. Som aktiva ägare till mindre företag har vi också större inflytande och det är möjligt för oss att få igenom viktiga förändringar.

Hur är fonden positionerad?

Huvudfokus ligger på svenska småföretag, eftersom Sverige har det största investeringsuniverset för mindre företag i Norden, med cirka 350 av 675 företag totalt. Företagen i ODIN Small Cap har alla en hållbar profil i linje med vår investeringsfilosofi, ODIN-modellen. Vi investerar i företag med en stark företagskultur, som ständigt förbättras genom etablerade varumärken, tydliga nischer, effektiviseringar och förvärv.

Läs om ODIN-modellen här>>

Negativa bidragsgivare

De två största negativa bidragsgivarna under 2022 har varit CTEK och SwedenCare men även Sdiptech. CTEK börsnoterades under 2021 och har haft ett antal utmaningar medan SwedenCare och Sdiptech gjorde flera stora förvärv under förra året. Då älskade börsen förvärv, men i år är sentimentet det motsatta – alla förvärv anses (med viss rätt) vara riskabla, och det har man velat undvika i år.

Vår helhetsbedömning är dock att de förvärv som gjordes har varit värdeskapande över lag för bolagen. Både SwedenCare och Sdiptech har erfarenhet av att göra värdeskapande förvärv, och vi tror inte det som köptes 2021 varit mycket sämre än det som förvärvades under tidigare år. Ett absolut facit på frågan kommer dröja ytterligare något år. Gemensamt för alla tre bolagen är att de hade mycket starka kursuppgångar under 2021.

CTEK köpte vi in i samband med börsnoteringen under det tredje kvartalet 2021. Aktien fick en extremt stark kursutveckling – upp 99 procent redan första dagen, och fortsatte sedan upp, trots att första kvartalsrapporten som släpptes var en besvikelse.

Under 2022 tvärvände dock sentimentet, och aktien rasade 80 procent under 2022, förstärkt av två riktigt svaga kvartalsrapporter. Trots en stark rapport för det andra kvartalet var det inte tillräckligt för att bromsa den svaga utvecklingen. Bolaget har drabbats av en mängd extraordinära händelser och vårt fokus under året har varit att bedöma vad som är tillfälligt, och vad (om något) som är en permanent försvagning av affären. Slutsatsen blev att mycket av det som hänt i år troligen har varit olyckliga tillfälligheter, men vi har fått en större respekt för den extrema konkurrensen som råder på marknaden för elbilsaddare. I dagsläget bedömer vi CTEKs långsiktiga position som svagare än vad vi gjorde för ett år sedan. Vi beslutade därför att sälja ut innehavet under december, trots att aktien blivit väsentligt mycket billigare. Vi tycker om bolaget och dess hårt arbetande medarbetare och vi hoppas verkligen att de lyckas vända utvecklingen och återigen förstärka sina positioner.

SwedenCare har också haft en mycket svag kursutveckling under året med en nedgång på 80 procent, efter en uppgång om 137 procent under 2021. Bolaget genomförde flera stora förvärv under 2021 och även ett mycket stort förvärv i januari 2022. Vi valde då att stötta bolaget i den riktade nyemission som genomfördes i samband med förvärvet och ökade därmed vår position. Sedan dess har vi successivt minskat vår position under året eftersom kvartalsrapporterna (särskilt Q1 och Q3) inte levde upp till förväntningarna, samtidigt som förvärven ökat skuldsättningen och därmed den finansiella risken. Vid utgången av året har vi därför nästan lika många aktier som vid ingången av året, men en portföljvikt på låga 1,1 procent. Vår bedömning är fortfarande att kosttillskott m.m. till husdjur är en attraktiv nischmarknad och att SwedenCare fortfarande är väl positionerat. Än så länge bedömer vi också

att genomförda förvärv skapar värde, men vi kommer att följa det noga framöver.

Sdiptech har också varit en svag bidragsgivare under året. Vi har haft en relativt hög portföljvikt i Sdiptech, trots att vi minskade positionen med 25 procent under januari, varför det blivit en av de svagare bidragsgivarna. Sdiptech kan klassificeras som en serieförvärvare, och eftersom de ökade sin skuldsättning i samband med förvärv det senaste året har aktiemarknaden varit skeptisk till bolaget. Ett av fjolårets förvärv, Rolec, som erbjuder elbilsaddare har också haft utmaningar på grund av stora oförutsedda ändringar på den brittiska marknaden. Detta är bara ett av många portföljbolag, och de flesta dotterbolagen går mycket bra. Som helhet förväntas därför Sdiptech ändå förväntas öka sin vinst per aktie med 36 procent under 2022 varför vi ändå är komfortabla med en fortsatt relativt hög portföljvikt om ca. 4 procent.

Positiva bidragsgivare

Två av de bästa bidragsgivarna är nytillskott som vi köpte in i början av året, vilket är glädjande. Det är också särskilt glädjande att MedCap, som var en av de svagaste bidragsgivarna förra året, finns i toppen i år.

Chemometec blev årets första nytillskott i samband med att vi köpte in det i februari. Chemometec är ett danskt bolag som är världsledande på att räkna och analysera celler med hjälp av deras NucleoCounter-produkter. Produkterna används exempelvis för analys och bearbetning av blod från patienter med blodcancer. Bolagets historiska utveckling har varit exceptionellt god och vi bedömer positionen inför framtiden som mycket stark. Aktien värderas högt, men hade fallit med över 40 procent från toppen i september 2021 till slutet av januari 2022 när vi började köpa in oss. Vi har försökt passa på att utöka positionen när aktien kommit ned vid olika tillfällen under året vilket än så länge fungerat bra givet bolagets starka fundamentala utveckling. Vid årsskiftet väger positionen 4,4 procent av portföljen.

Engcon är också ett nytt innehav som vi köpte in i samband med bolagets börsnotering i juni, vilket var efter det värsta börsfallet under det första halvåret. Engcon är världsledande på tiltrotatorer som kraftigt ökar grävmaskinens produktivitet. Bolaget har en lång historik av lönsam tillväxt, som hittills främst drivits av Norden där penetrationen kommit långt. Men man har också börjat bygga positioner i många fler länder där tiltrotatorer nästan inte används idag. Det tror vi ger bolaget goda möjligheter för fortsatt lönsam tillväxt under många år, även om byggbranschen kommer ha sina utmaningar den närmsta tiden. Vi har i princip låtit innehavet ligga still under året och har vid utgången av 2022 en portföljvikt om strax över 2 procent.

MedCap är den enda aktien som faktiskt haft en stigande aktiekurs under helåret 2022 (+22%). Detta beror troligen delvis på att sjukvårdssektorn över lag anses vara defensiv och tryggare i oroliga tider, men även på att bolaget överlag levererat fina

rapporter under året och även gjort ett par förvärv under året som vi tror kommer skapa värde för aktieägarna. Vid utgången av året har MedCap också en portföljvikt om strax över 2 procent.

Under 2022 har vi köpt in fyra nya bolag och sålt sex bolag, vilket har tagit antalet innehav från 35 till 33 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 i vissa fall varit 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

Chemometec har än så länge blivit en god investering. I mars tog vi in **Fortnox** som därmed blev årets andra nytilskott i portföljen. Vi har följt det Växjö-baserade mjukvarubolaget i flera år eftersom det är ett av de svenska bolag med bäst historisk prestation, 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 alltför höga värderingen stannade vi dock på en initialt låg portföljvikt strax under 2 procent som under året vuxit till 3,5 procent - dels på grund av kursuppgång sedan initiala inköpet, dels även genom att vi utökade positionen med 30 procent under slutet av året, främst i oktober när aktien kommit ner lite igen. Så länge de fortsätter att växa lönsamt och förstärka sin position tror vi att Fortnox kommer vara en utmärkt långsiktig investering.

Engcon blev årets tredje nyförvärv och kom in i portföljen i samband med bolagets börsintroduktion i juni. Även Engcon har blivit en god bidragsgivare under sin första tid i portföljen och en beskrivning av detta finns under avsnittet Bidragsgivare 2022 ovan. **Avanza** blev årets fjärde och sista nya innehav och det köpte vi 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. Sedan tredubblades omsättningen 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. Även denna aktie har utvecklats relativt väl sedan den köptes in i portföljen vilket, tillsammans med att vi köpt fler aktier, bidragit till att utöka den initialt mycket låga portföljvikten till ca. 2,5 procent av portföljen vid utgången av året.

Avyttrade innehav

Eolus Vind sålde vi i februari. Eolus är ett mycket fint bolag som vi gillar men de drabbades av ett antal större förseningar och det blev då inte möjligt att bibehålla den goda kostnadskontroll som vi hade hoppats på. Vi tror fortfarande framtiden är ljus för bolaget, men givet den ökande osäkerheten valde vi att omallokera kapitalet (till Chemometec). **AFRY** blev i mars det andra bolaget vi sålde under året. AFRY är också ett välskött bolag som verkade ha tagit sig igenom den tuffa pandemiperioden på ett relativt bra sätt. Vi bedömde dock den långsiktiga potentialen i Fortnox som mer attraktiv, varför vi valde att sälja AFRY för att finansiera inköpet av Fortnox. **Axfood**, som varit en av få aktier som gått bra under 2022, sålde vi i samband med att Engcon köptes in i juni. Axfood är ett mycket fint och välskött bolag som vi gärna skulle fortsätta att äga på lång sikt, men eftersom ODIN Small Cap ska vara en riktig småbolagsfond säljer vi konsekvent av bolag som börjar bli för stora. Eftersom Axfood med sin positiva aktiekursutveckling blev allt större och började hamna mycket nära den yttre gränsen för när man fortsatt kan kalla ett bolag för ett småbolag, så var det den enda naturliga kandidaten att sälja för att ge plats åt Engcon.

Cary Group hade en mycket svag kursutveckling under början av året och blev i slutet av juni föremål för ett offentligt uppköpserbud från huvudägaren Nordic Capital som tillsammans med CVC önskade att köpa tillbaka bolaget och avnotera det från börsen. Vi ägde Cary via både ODIN Sverige och ODIN Small Cap och 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 vi hade haft ett stort antal möten med bolagets styrelse och ledning, andra större aktieägare, budgivarna, aktieanalytiker m.fl. valde vi till slut att acceptera budet. Cary är ett mycket välskött bolag med en stark marknadsposition och goda tillväxtmöjligheter 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 ibland annat i Avanza (se ovan).

NP3 Fastigheter sålde vi i november, vilket var ett svårt beslut eftersom det är ett bolag vi gillar väldigt mycket. NP3 hade dock en väldigt låg portföljvikt innan försäljningen och i ett sådant läge har frågan varit om vi ska öka portföljvikten ordentligt eller sälja ut innehavet helt. Givet de utmaningar hela fastighetssektorn står inför i dagsläget, med höga skuldsättningar och kraftigt ökande räntor, så var vi mer bekväma med att låta dessa pengar arbeta på annat håll tills vidare. **CTEK** blev det sista bolaget vi sålde precis innan årsskiftet och möjligen var det årets svåraste beslut. Vår syn är att även CTEK i grund och botten är ett kvalitetsbolag som vi är mycket förtjusta i, och när aktien till ett sådant fint bolag fallit så pass mycket är det inte roligt att sälja.

Vi har dock blivit mer osäkra på styrkan i den långsiktiga konkurrenspositionen, och om vi inte känner oss helt trygga med den långsiktiga positionen väljer vi att prioritera innehav där vi bedömer styrkan i positionen som starkare. En längre beskrivning av CTEK-investeringen finns under avsnittet Bidragsgivare 2022 ovan.

Hur börsen kommer utvecklas 2023 har vi ingen aning om

För tre år sen hade vi ingen aning om att en global pandemi låg precis runt hörnet, eller 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 kunde vi inte förutspå att börsen skulle komma tillbaka så starkt som den gjorde under 2020 och 2021. För ett år sen hade vi ingen aning om att Ryssland skulle invadera Ukraina och att det skulle få energipriser, och därmed alla möjliga andra priser, att skjuta i höjden och omvandla den lilla förväntade inflationspuckeln till en flodvåg av skyhöga priser på allt från mat till bensin och el. Att kunna förutspå och parera den här typen av globala händelser är ingen enkel uppgift. Så vi försöker inte heller att göra det. 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 alldeles oavsett hur omvärlden ser ut för tillfället. Så länge det fundamentala värdeskapandet fortsätter, och bolagen fortsätter att stärka sina positioner, så tror vi det är en god idé att fortsätta att 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 äga dem. Även om det kommer innebära att vi äger dem i

perioder då deras aktiekurser faller. De bästa bolagen är 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, och även om aktiekurserna år 2022 säger något annat så menar vi ändå att 68 procent vinsttillväxt (eller 19 procent exkl. CTT)* 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 i 2023.

Konsensusförväntningarna verkar nu vara att 2023 blir ett år med lågkonjunktur. Alla bolag kommer såklart påverkas av en lågkonjunktur. Men de bästa bolagen kommer utnyttja den tuffare omvärlden och ta desto större marknadsandelar. Det är precis som i idrottsvärlden – det är i de brantaste motbackarna som man verkligen 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 överlag 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!