

ORIGO QUEST 1

Årssammanfattning 2016



ORIGO CAPITAL

Detta är en sammanställning över fondens utveckling och placeringar 2016. Årsberättelsen kommer som vanligt att distribueras senare under våren.

Innehåll

Fondens utveckling	3
Strategi	6
Team	6
Innehav	7
Ordlista	14
Om förvaltaren	15
Investera i Quest	16



Origo Quest 1
"Best L/S Equity Hedge Fund - 3 Years"
/AI Awards



Origo Capital
"Hedgefund manager of the Year"
/Wealth & Finance



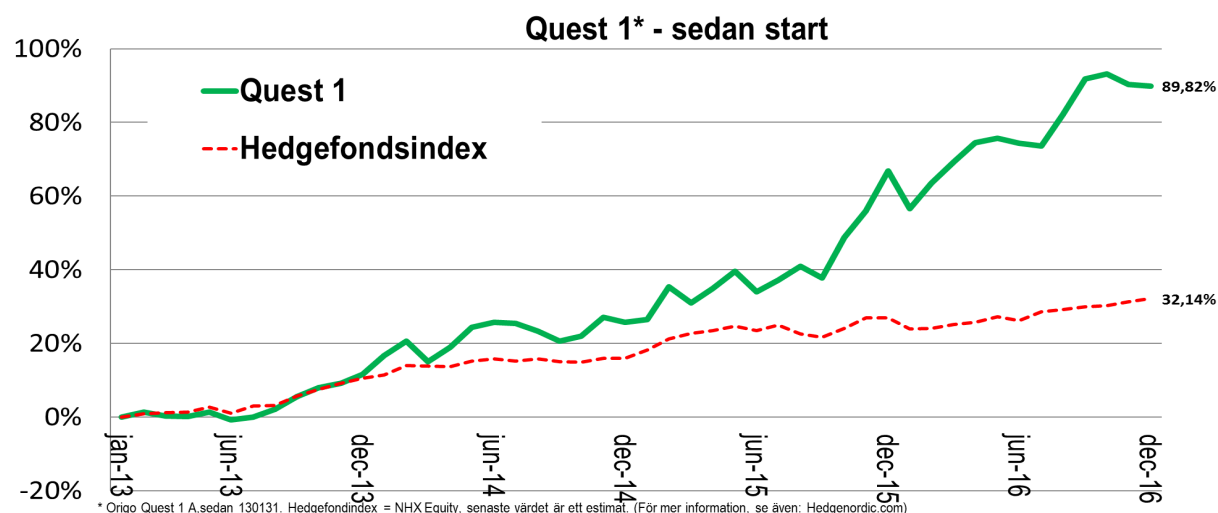
Origo Quest 1
"Nominated to EuroHedge Award"
/Hedgefund Intelligence

Årssammanfattning 2016

Fondens utveckling

2016 var Origo Quests fjärde år och vi kan konstatera att fonden fortsatte att leverera ett resultat för helåret i linje med de långsiktiga finansiella målen. Avkastningen för 2016 blev 13,8% vilket innebär att årsavkastningen sedan start uppgår till knappt 18%.

Svenska börsen (OMX Stockholm Total Return) steg med 9,8% och Småbolagsindex (CSX Return) gav 12,2%. Hedgefonds-index (NHX Equity), som är en mer närliggande jämförelse med Quest, steg med 4,2%. Sedan starten 31 januari 2013 har fonden stigit med 89,8% och hedgefonds-index med 32%.



Fonden har ett absolut avkastningsmål och har därför inte något officiellt jämförelseindex. Fondens långsiktiga mål är att leverera 10-15% årlig avkastning mätt som ett genomsnitt över 3-5 år. Ett minst lika viktigt mål är också att risken ska under understiga aktiemarknadens över samma period. Quest har levererat på båda dessa mål sedan start och under 2016.

Nyckeltal 24 månader*	QUEST	NHX	CSX	OMX
Avkastning 24 mån	51,00%	14,03%	45,91%	12,80%
Snitt avk/ månad	1,73%	0,55%	1,59%	0,50%
Annualiserad avkastning	22,88%	6,78%	20,79%	6,21%
Överavkastning VS riskfri ränta	23,26%	7,16%	21,17%	6,58%
Total risk	12,70%	4,29%	16,39%	14,97%
SHARPE KVOT	1,83	1,67	1,29	0,44

* NHX Equity=Hedgefondsindex aktier, CSX Return =Småbolagsindex, OMX SP= Börsen totalt. 24 månader om inget annat anges. Se hedgenordic.com för mer info.

Det svenska börsåret 2016 slutade med en god totalavkastning inklusive utdelningar väl i linje med börsens långsiktiga snittavkastning. Men resan dit var präglad av mycket nervositet och tvära kast. De 30 största bolagen (OMXS30) tappade exempelvis 7% under första halvåret, för att sedan svänga upp rejält i fjärde kvartalet. Norge och Finland slutade på lite mer mediokra 3,2% respektive 6,1%. Den danska börsen var sämst i Norden och slutade på minus 5,7% trots en uppgång på hela 7,4% i december.

Småbolagen gick bra under 2015 och trenden fortsatte fram till och med september 2016. I slutet på året var det dock snarare medelstora och stora bolag som stod bakom uppgången på börserna.

Makroåret 2016 handlade mycket om centralbankernas fortsatta stödpaket. Kina uppvisade lite bättre tillväxt igen och en del råvaror vände rejält upp. Oljan handlades som lägst i 27 dollar i januari men stängde på 55 dollar, en uppgång på 104% sedan botten. Men framförallt handlade fjolåret om två gigantiska politiska smällar; Brexit och Trump. Vi tänkte dock inte avhandla så mycket mer om dessa händelser här, utan bara konstatera att "omöjliga" och fullkomligt oväntade saker faktiskt sker då och då.

Lite förenklat kan man säga att Quest har tre olika "bets"; Långa positioner, korta positioner och exponering mot marknaden. I vår förvaltning av fonden har vi fokuserat på att identifiera bra långsiktiga småbolagscase i förändringsfas och lämpliga hedgar till dessa. Långa och korta positioner är alltså vanligtvis en integrerad position. Ofta återfinns hedgarna inom samma sektor och har liknande omvärldsförutsättningar som den långa positionen. Exempelvis har vi under lång tid haft en stark tro på danska NKT Holding. Denna position har kompletterats med en hedge (blankning) av Trelleborg. Genom denna strategi har vi minskat marknadsrisken i NKT-caset avsevärt. Vänder konjunkturen och börserna ned så riskerar båda aktierna att tappa värde, men eftersom vi har blankat en av dem så har vi sannolikt minimerat positionens kursnedgång. Vår strategi syftar till att minimera börsens och konjunkturens allmänna påverkan på vår portfölj och istället lyfta fram den bolagsspecifika förändringen som vi har identifierat. Längre fram i denna rapport går vi igenom de olika investeringarna var för sig.

När det gäller exponeringen mot marknaden, dvs. de långa positionerna minus de korta, så minskade vi den redan under 2015. Vi fortsatte ha en relativt låg exponering hela 2016 givet vår vy att aktiemarknaden är relativt högt värderad och att räntorna troligtvis har passerat botten. Dessutom såg vi flera politiska utmaningar och geopolitiska risker under året. Med facit i hand kan vi slå fast att mycket av det negativa i vårt scenario faktiskt har inträffat, men att börserna som helhet, och amerikanska S&P500 i synnerhet, har ignorerat detta. Speciellt årets sista kvartal var urstarkt, något vi inte alls hade räknat med.

Vi kan konstatera att vår strategi fungerade även 2016, trots en nyckfull aktiemarknad och ett oväntat börsrally under slutet av året. 13,8% ligger väl i linje med vårt långsiktiga mål på 10-15%. De största avkastningsbidragen kommer från våra kärninnehav Cherry och B&B Tools. Även norska Grieg Seafood och danska NKT Holding har givit starka bidrag under 2016. Smärre negativa bidrag har kommit från bland andra Qliro och Doro.

Bruttoavkastningen för de långa aktiepositionerna blev 22,0% medan de korta aktiepositionerna kostade 1,6%. Spreaden mellan de långa och korta blev alltså hela 20,4%, ett resultat som vi är mycket nöjda med.

Fonden har gjort några nya investeringar och avyttringar under året. Alimak, Hoist Finance och Paynova är nya innehav. Innehaven i Byggmax, Ratos och Cloetta har sålts. B&B Tools, Cherry och NKT är fondens största långa innehav. Portföljen, dvs. nettot av långa och korta, domineras per 16-12-31 av IT (19%) och Dagligvaror (15%). Vi ligger netto-korta i Material (-5,1%) och Telekomoperatörer (-4,4%).

Topp 5 långa innehav	Värde drivare	% av Fond
B&B Tools	Tillväxt	13,86%
Cherry	Tillväxt	11,87%
NKT Holding	Omstrukturering	11,09%
Catena	Tillväxt	11,02%
Doro	Tillväxt	8,44%
		56,28%

I våra långa småbolagscase fokuserar vi som vanligt alltid på "värde drivarna", d.v.s. de faktorer som på 3-5 års sikt ska ligga bakom omvärderingen av bolaget. Vi är själva aktiva ägare och bidrar på olika sätt där vi kan. Vår definition av aktivt ägarskap innebär framför allt att vi "är väldigt nära bolagen" och att vi ser oss själva som en långsiktig delägare av bolaget. Som delägare engagerar vi oss och bryr oss särskilt om frågor som rör ledning/styrelse, strategi och kommunikation. Vi samarbetar ofta med andra ägare och vi har en långsiktig syn på detta ägararbete.

I september kom en väldigt positiv nyhet för fonden då det blev klart att NKT Holding delas upp i två bolag. Vi investerade redan 2013 i NKT med en uppdelning som huvudsaklig värde drivare.

Exempel på ägarrelaterade händelser under 2016:

- Valberedningen i Pricer (2015/2016)
- Ordförande i valberedningen för Paynova (2016/2017)
- Kapitalinjektion till Paynova (2016)
- Catenas uppköp av Tribona (2015/2016)
- Uppdelning av NKT Holding (2016/2017)

När vi nu blickar framåt kan vi konstatera att världsekonomin går in i 2017 med en högre aktivitet och stigande inflation. Tillväxten har ökat i de flesta regionerna och den senaste tidens råvaruprisuppgång kommer leda till att inflationen närmar sig centralbankernas 2%- mål.

Utsikterna för helåret 2017 är dock mer grumliga. Kinas relativa förbättring under 2016 kan komma att klinga av då stimulansåtgärderna avtar. I USA pekar pilarna just nu uppåt och marknaden förväntar sig skattesänkningar och infrastrukturinvesteringar, men hur stabil är den politiska situationen och hur snabbt kommer Fed höja räntan? Den europeiske konsumenten verkar vara något piggare vilket kan driva fram nya och efterlängtnade investeringar, men politiskt är 2017 något av ett ödesår för Europa, med parlamentsval i Nederländerna, Frankrike och Tyskland. Låga räntor har fungerat som en kudde, men sannolikt blev 2016 året då räntebotten passerades för den här cykeln.

De nordiska ekonomierna är ganska splittrade för närvarande, där Finlands BNP-tillväxt förväntas ligga på runt 1 procent medan den svenska ekonomin leder Norden-ligan med nästan 3 procents tillväxt. För svensk del är den tunga verkstadssektorn avgörande för om børsuppgången skall hålla. De senaste åren har präglats av svag organisk tillväxt och prispress och med ett P/E-tal på omkring 17 för den svenska börsen krävs nog 2-siffrig vinsttillväxt för 2017.

För fondens del så påverkar makrobilden så klart våra prognoser på bolagen. Vi tar dock inga positioner baserade på enbart makrofaktorer utan söker alltid efter bolagsspecifika förändringsfaktorer. Vi har identifierat ett 15-tal bolag i Norden, bland drygt 500, som har mycket spännande utsikter för de kommande 3-5 åren. Det är en av tjugningarna med småbolagsförvaltning; det finns alltid några pärlor därute, bara man dyker där inte alla andra dyker.

Vi vill också påminna er om att vi finns på Twitter och LinkedIn. Följ @OrigoCapital för enkla och kortfattade nyheter om våra investeringar och en del annat!

Till sist vill tacka för ert förtroende under året. Vi ska göra vårt bästa för att nå målen även 2017!

Bästa hälsningar,

Stefan Roos
stefan.roos@origocapital.se

Staffan Östlin
staffan.ostlin@origocapital.se

Anders Nilsson
anders.nilsson@origocapital.se



Strategi

Origo Quest 1 är en specialfond enligt lagen 2013:561 om förvaltare av alternativa investeringsfonder och förvaltare är Origo Capital AB. Fonden är analysdriven och är en s.k. lång/kort aktiehedgefond, vilket innebär att fonden både tar långa och korta (blankade) positioner. Fonden har en koncentrerad strategi och fokuserar främst på nordiska små- och medelstora bolag.

Fondens långa positioner består normalt av 12-20 investeringar med en investeringshorisont på 3-5 år, där *förändring* och *engagerat ägarskap* är viktiga ledstjärnor. Förvaltarteamet söker efter fundamentalt undervärderade bolag där man samtidigt kan identifiera tydliga värde drivare. Omstrukturering, styrning, tillväxt, kapitalstruktur samt förvärv och avyttringar är viktiga fokusområden i strategin. Teamet tar ofta en aktiv roll i förändringsarbetet.

De korta positionerna består främst av blankade innehav där teamet ser fundamentala utmaningar i kombination med en oattraktiv värdering och riskprofil. Syftet med de korta positionerna är att bidra till fondens riskjusterade totalavkastning.

Team

Förvaltarna har i genomsnitt mer än 25 års erfarenhet av den nordiska kapitalmarknaden.

Stefan Roos har en bakgrund som fondförvaltare och teamchef på Handelsbanken och SEB och har flera gånger fått utmärkelser för sin småbolagsförvaltning. Bland annat blev Stefan nominerad till "Årets Förvaltare - alla kategorier 2006" av Privata Affärer.

Staffan Östlin har hunnit med att vara både topprankad verkstadsanalytiker, institutionsmäklare och aktiestrateg. Under sina åtta år i USA bidrog Staffan till att Enskilda Inc. under flera år rankades som nummer ett bland de nordiska mäklarhusen av amerikanska investerare.

Anders Nilsson har en lång och gedigen bakgrund som kundansvarig på ränte- och valutamarknaden. I slutet på 90-talet var Anders också med och byggde upp Unibanks handlarbord i Stockholm.

Innehav (långa positioner)

Cherry

Efter en del mindre och medelstora förvärv slog Cherry till i maj och köpte 49% av onlinecasinot ComeOn. I december utnyttjande man optionen att köpa de återstående 51%. ComeOn är en jätte i branschen med spel som bl.a. Casinostugan, Folkeautomaten och Mobilbet och affären stärkte väsentligt Cherrys konkurrenskraft på den skandinaviska marknaden.

”Under de tre år som vi ägt aktien har omsättningen ökat från cirka 300 mkr till att nu ligga omkring 2,500 mkr!”

Under de tre år som vi ägt aktien har omsättningen ökat från cirka 300 MSEK till att nu ligga omkring 2,500 MSEK! En viss förlust har vänts till en vinstmarginal över 15% och det som var en liten och nystartad onlinecasinodel är nu Sveriges tredje största efter Kindred (Unibet) och Betsson.

Vår inledande analys från 2013 pekade på att onlinecasinot kunde växa kraftigt och att spelutvecklaren Yggdrasil var en intressant start-up som kunde bli värdefull i framtiden. Dessutom gillade vi den gamla delen, restaurangcasinot, som gav kassaflöde och stabilitet åt bolaget. Tre år senare har detta med råge infriats, och dessutom har ledningen skapat två nya affärsområden; Prestationsbaserad marknadsföring (Game Lounge) och Spelteknologi (XCaliber). Dessa nya enheter är precis som Spelutveckling (Yggdrasil) och Nätspel (Cherry iGaming) verksamheter som växer snabbt och som vid något tillfälle kan komma att delas ut till aktieägarna.

Aktien steg med 88% under 2016, och vi förväntar oss en fortsatt offensiv strategi där Yggdrasil kan komma att knoppas av under 2017 och där bolaget också noteras på Stockholmsbörsen.

Qliro

Qliro-aktien startade 2016 på 12,1 och stängde på 8,65 SEK, d.v.s. en nedgång på 29%. Vi förstår till viss

del reaktionen då vinstprognoserna ännu en gång visade sig vara för höga. SEB Equity Research publicerade nyligen en rapport med rubriken *”A growth exposure, but without growth”*, vilket säger en del om problematiken.

Vi valde dock att öka på vårt innehav relativt mycket under januari-februari 2016 till en snitt-kurs runt 7 SEK. Varför investerar vi då mer i ett bolag som uppenbarligen inte levererar? Det snabba svaret är att vi ser ett betydande värde i bolaget och bedömer att det kommer synliggöras på ett eller annat sätt de kommande åren.

Med en multipel på 13 och ett förväntat nettoresultat på 75 MSEK får vi fram ett värde på 1,000 MSEK, eller 6,7 SEK per aktie, för enbart finansrörelsen.

De lönsamma och välpositionerade handlarna Nelly.com och Gymgrossisten med en total försäljning på cirka 2,000 MSEK 2017 bör ha ett företagsvärde på minst 1,000 MSEK. Lekmer har ständigt underpresterat och trots en försäljning på omkring en halv miljard, och en stark position i sin nisch, så sätter vi ett värde på bara 100 MSEK här. CDON Marketplace är Nordens ledande handelsplats online och strategiskt klockrent, men behöver förmodligen investera rätt tungt i teknologi närmaste tiden. Med en god tillväxt av externa handlare framöver kan man nå 2,000 MSEK i försäljning i närtid. Lite sämre marginaler kompenseras av lite högre tillväxt. Vi tycker Marketplace bör kunna försvara ett värde på omkring 500 MSEK. Därtill har Qliro en nettokassa på ytterligare en halv miljard. Sammantaget landar vi alltså på ett värde på 3,100 MSEK mdr eller 21 kronor per aktie.

”En strukturförändring skulle sannolikt skapa aktieägarvärde...”

En strukturförändring skulle sannolikt skapa aktieägarvärde, något som aktieägarna inte har blivit bortskämda med sedan Qliro noterades på börsen 2010. I en bransch som växer snabbt men också behöver få fram skalfördelar och ökad lönsamhet räknar vi med att konsolideringen tar fart de närmaste åren. Jollyroom, MM Sports och Boozt är exempel på bolag som vill växa och förärva bolag inom de nischer där Qliro verkar.

Inom de närmaste veckorna ska nya Qliro-ledningen presentera sin strategi. Vi räknar med att man fortsätter satsningen på "banken" och att man kommer ta en aktiv roll i konsolideringen för att skapa starkare e-handlare. Något eller några av e-handelsbolagen kan vara på säljlistan.

B&B Tools

B&B Tools resa från spretig och olönsam helhetsleverantör fortsatte med full kraft under 2016. Förutom att rörelsemarginalen har fortsatt att förbättras under året har styrelsen föreslagit en uppdelning av bolaget; Momentum Group (distribution) och Bergman & Beving (produkter) kommer listas separat under 2017 förutsatt att bolagsstämman godkänner förslaget. Vi har tidigare kritiserat den krångliga strukturen i B&B så detta är ett beslut vi verkligen stödjer.

Aktien bidrog starkt till fondens resultat förra året med en uppgång på nästan 50%. Trots omvärderingen under 2016 tycker vi att B&B framstår som den mest attraktiva grossisten på börsen de kommande åren. EV/Ebit 2017E på 10 enligt vår prognos innebär en rabatt på omkring 30-50% mot jämförbara bolag. Dessutom är förändringstakten snabbare.

Doro

2016 blev ett svagt år för Doro trots att mobiltelefonverksamheten fortsatte att leverera. Nyligen aviserades också att Jerome Arnaud lämnar bolaget efter nio år som VD. Jerome har varit mycket framgångsrik och VD-bytet skapar kortsiktig oro. Aktiemarknaden verkar nu ha tappat tålamodet med Doro efter att ha bolaget "drabbades" av en stor valutasmäll 2015 och tvärstopp inom Care 2016. Aktien tappade 10% förra året när småbolagsindex var upp med dryga 12%.

Vi är dock inte oroliga då vi bedömer att den underliggande verksamheten fortsätter utvecklas åt rätt håll med bl.a. stärkta bruttomarginaler för mobilerna. Care-delens problem löste sig i slutet på året och vi tror Care kommer växa relativt kraftigt under 2017. Som helhet ser vi en tillväxt omkring 20% under detta år vilket ligger i linje med tillväxten de senaste fem åren.

Vår investeringsrationell baseras på att Doro Care har en utomordentlig strukturell tillväxtmöjlighet i Europa de kommande fem åren och att mobilerna fortsätter bidra med starkt kassaflöde. Vi bedömer

att Care kan ha en normaliserad rörelsemarginal på omkring 15-20%, jämfört med mobilernas 5-7%, och i takt med att Care blir en allt större del av Doro kommer bolagets lönsamhet att öka påtagligt.

"Här finns istället goda tillväxtmöjligheter på nya marknader..."

När det gäller risken att telefonerna plötsligt kan bli utkonkurrerade av exempelvis Apple eller någon kinesisk tillverkare, så anser vi att ett sådant scenario inte är troligt, åtminstone inte de närmaste fem åren. Doros enkla telefoner (feature phones) är mycket omtyckta och har en stark ställning hos operatörerna. Här finns i stället goda tillväxtmöjligheter på nya marknader. När det gäller satsningen på enkla smartphones så är nog konkurrensen tuffare, och Doros positionering inte lika tydlig.

Vi har passerat på att öka fondens innehav vid ett par tillfällen under året.

Catena

Catena är numera det största renodlade logistikfastighetsbolaget i Sverige. Tillväxten har skett genom nyproduktion och förvärv. Bl.a. annat har man satsat på fastigheter inom e-handel och livsmedel. Speciellt e-handeln är intressant då man kan förvänta sig en långsiktig strukturell tillväxt inom detta segment.

Quest kom in som ägare i Catena genom att Catena förvärvade Tribona i slutet på 2015. Tribona-förvärvet skapade ett betydligt större bolag samtidigt som nya Catenas nyckeltal försämrades något.

Under 2016 har förbättringsarbetet löpt på ungefär enligt plan och man har också sålt av en del fastigheter som inte passar in. Nettoskulden har sjunkit till omkring 53% vilket är lågt jämfört med fastighetssektorn. Drygt 55% av låneportföljen kommer omförhandlas under 2017 och givet att bolaget nu är större och stabilare bör finansieringskostnaden sjunka framöver. Catena fokuserar även på att fortsätta trimma rörelsekostnaderna.

Aktien steg med 17% under 2016, och blev därmed fondens femte bästa avkastningsgivare. Här kan vi konstatera att det helt klart har lönat sig att vara en engagerad och långsiktig ägare.

Hoist Finance

Hoist är en ny investering i fonden. Bolaget är en av Europas största inom nischen förfallna konsumentkrediter. Krediterna köps i stockar av banker och finansinstitut runt om i Europa. Värdet på fordringarna uppgår till drygt 11 mdr sek och intäkterna uppgår till ca 2,5 mdr sek. På dessa 2,5 mdr i intäkter får man ut en rörelsemarginal på över 35% med målet att komma upp till 40%.

Europas banksektor är inte i bästa form och lider fortfarande av finanskrisen 2008-2009, vilket i sin tur driver på ett ökat behov av att renodla och stärka upp balansräkningarna. Outsourcing av förfallna krediter är därför en nisch som växer snabbt och Hoist är enligt vår bedömning en av de aktörer som bäst kan möta denna efterfrågan.

"Vi betraktar Hoist som ett tillväxtbolag, samtidigt som aktien värderas som en medioker bank..."

Vi betraktar därmed Hoist som ett tillväxtbolag, samtidigt som aktien värderas som en medioker bank med en P/BV under 2X.

Pricer

Omsättningen bedöms landa på omkring 750 MSEK för 2016 vilket är drygt 100 MSEK mindre än för 2015. Det är definitivt en besvikelse, speciellt med tanke på att ESL-marknaden har växt rejält under samma period.

Det finns dock en hel del positiva tecken i bolaget om man gräver lite djupare. Den låga bruttomarginalen har länge varit ett problem, men vände tydligt upp under förra året. Bolaget har också framgångsrikt arbetat med kostnadsstrukturen. Dessutom har man börjar få allt fler små uppföljningsbeställningar vilket är positivt för lönsamheten. Kassaflödet och balansräkningen har därför stärkts markant under året och vi går nu in i 2017 med en nettokassa på uppskattningsvis 225 mkr och en rörelsemarginal på omkring 8-9%.

Vi har ända sedan den första aktien köptes i början på 2013 argumenterat för att bolaget måste blir mer kundorienterat och vassa sin marknadsorganisation. Små steg i rätt riktning syntes under 2015-2016 men tempot måste ökas under 2017-

2018. Pricer bör enligt vår mening ta ett större eget grepp över försäljningen (på bekostnad av agenter i vissa länder) och också bredda sin produktportfölj för att bli en attraktivare spelare för olika typer av retailkunder. Fler digitala tjänster och en fortsatt satsning på prenumerationsintäkter är också viktiga värde drivare framöver.

Aktien har i två års tid handlats i en "range" mellan 8-10 kr, vilket innebär ett börsvärde på 880-1,100 MSEK. Drar vi av den förväntade nettokassan på 225 mkr landar vi på ett företagsvärde (EV) på 655-875 MSEK. Med en normaliserad försäljningsprognos i linje med 2015 års försäljning (870,6 MSEK) hamnar vi på ett EV/S på 0,75-1,00. Det kan jämföras med den närliggande franska konkurrenten SES-Imagotag som värderas på 1,75X.

NKT Holding

Vi började investera i NKT Holding (NKT) för snart fyra år sedan med ett antal tydliga värde drivare; förändringar av styrelsen och ledningen, omstrukturering av kabelverksamheten och marginalexpansion inom Nilfisk. Högt upp på vår lista låg också en uppdelning av bolaget, något som vi emellertid betraktade som en bonus eller en option. När ledningen fått frågor om en uppdelning har kommentaren varit att det inte finns på agendan och att NKT Cables varit för svagt för att stå på egna ben.

Förvärvet av ABB:s verksamhet inom högspänningskabel, som annonserade i september 2016, är en avgörande förändring i omdaning av

"Vi kan således vänta oss mycket starka kassaflöden framöver."

NKT Cables. NKT, som hittills varit verksam inom växelström, får nu tillgång till ledande teknologi inom likström. Produktmässigt kompletterar bolagen varandra mycket väl och NKT:s ställning för kraftöverföring över långa distanser stärks markant. Överföring via likström är nödvändigt när kraft ska transporteras över riktigt långa sträckor. Det finns idag ett flertal sådana projekt planerade vilket torde borge för god beläggning framöver. ABB Cables har genomfört stora investeringar de senaste åren. NKT Cables genomgick också en stor investeringsfas för några år sedan och det nya bolaget kommer initialt att ha låga investeringsbehov.

Vi kan således vänta oss mycket starka fria kassaflöden framöver. ABB och NKT har också tecknat ett långsiktigt strategiskt partneravtal för framtida kraftprojekt. NKT övertar verksamheten, inklusive ett helt nytt kabellägningsfartyg, till ett EV om 836 MEUR. Inklusive förväntade synergier motsvarar priset en EV/EBITDA-multipel om 6,5x på snittvinsten 2014-2016.

I samband med förvärvet annonserade NKT att bolaget kommer att delas upp i två separata börsnoterade bolag, NKT Cables och Nilfisk. En förutsättning för uppdelningen var sannolikt ABB-förvärvet vilket gav Cables en mycket starkare marknadsposition. NKT Cables kommer vara ett bolag med starka kassaflöden och med bra utdelningskapacitet. Nilfisk, som vi ser det, kommer också ha goda kassaflöden och får nu dessutom tillgång till en egen valuta och kan fokusera på tillväxt.

Ett par veckor efter ABB-affären sålde NKT sin kabelverksamhet inom APAC-området, en verksamhet som varit en kronisk förlusthärd. Dessutom avyttrades verksamheten inom Automotive. Strukturen förbättrades därmed ytterligare.

Utvecklingen inom Nilfisk var svajig under första halvåret med svag organiskt tillväxt i Nordamerika samtidigt som marginalerna åter börjat klättra uppåt. Omstruktureringen av försäljningsorganisationen har tagit längre tid än väntat och har också påverkat försäljningen negativt. Ledningen har dock enträget fortsatt arbetet och i det tredje kvartalet tog både tillväxt och marginal ett ordentligt skutt uppåt. Ledningen annonserade också ett kostnadsbesparingsprogram som ska leda till 35 MEUR lägre kostnader år 2019. Det motsvarar en marginalförbättring på i storleksordningen 3,5% och även om en del av besparingarna försvinner bör det innebära ett nivålyft för Nilfisk.

"Sedan vi började investera i NKT har aktien stigit med drygt 200%."

Sedan vi först började investera i NKT har aktien stigit drygt 200%. Trots den starka utvecklingen ser vi fortsatt en mycket god potential med ett flertal intressanta värdedrivare.

Enea

Enea har fortsatt bredda sin kundbas under 2016. Trots Ericssons stora problem lyckades bolaget öka omsättningen runt tre procent samtidigt som rörelsemarginalen stärktes ytterligare, efter tre kvartal uppgick den till 23,3%.

Övergången från proprietär mjukvara till öppen källkod, en trend som av vissa utmålats som ett hot mot Enea, har fortsatt. Enea har emellertid varit uppmärksam på detta under lång tid och byggt upp sitt erbjudande inom Linux.

Alltsedan Anders Lidbeck tog över som VD har han talat om att bygga ett lönsamt och väsentligt större Enea. Bolaget genererar kraftiga nettokassaflöden och med en urstark balansräkning har de egna finanserna inte varit något problem. Några mindre förvärv har gjort men takten har varit låg och Enea har inte vuxit i någon större grad omsättningsmässigt.

"I slutet av oktober presenterade dock Enea ett förvärv av betydelse."

I slutet av oktober presenterade dock Enea ett förvärv av större betydelse. För en köpeskilling om 53m EUR (motsvarande ett EV om 36,4 MEUR) köpte man det franska mjukvarubolaget Qosmos. Bolaget hade under 2016 intäkter i storleksordningen 14,2 MEUR) och hade 90 anställda. Genom förvärvet breddas Eneas produktportfölj ordentligt. Qosmos har en dominerande position inom det som kallas DPI, Deep Packet Inspection. Mjukvaran gör att kunderna (mer än 100 telekomnätverk använder lösningar från Qosmos) får detaljerad trafikinformation i realtid. Det är en, enligt Enea, "kritisk komponent inom mobil trafikhantering, it-säkerhet och nätverksanalys". Med DPI kan operatörerna automatiskt ta beslut om hur trafik ska dirigeras och därmed utnyttja nätkapaciteten på bästa sätt. I nästa generations virtualiserade nätverk kommer klassificering av IP-trafik blir alltmer viktigt för operatörerna när det gäller att erbjuda flexibla och öppna tjänstekombinationer.

Vi ser förvärvet som en mycket viktig milstolpe för Enea. Bolaget för ett bredare och vassare produkt-erbjudande. Enea och Qosmos hade redan innan förvärvet ett bra samarbete så Enea vet vad man köper. Finansiellt innebär det att Enea går från att

ha en stor nettokassa till att ha en mindre nettoskuld. EPS påverkas positivt redan 2017.

I början av november meddelade Enea att bolaget begärt ett skiljeförfarande gentemot en av de största kunderna. Bolagen har olika tolkningar vad gäller beräkningen av royalty gällande användandet av OSE, Eneas realtidsoperativsystem. Enea

"Det har skett en viss omvärdering av Enea under det senaste året och aktien har med råge slagit vårt avkastningskrav."

uppskattar kravet till 900 MSEK men säger att denna siffra kan revideras väsentligt i endera riktningen. För Enea finns bara uppsida från skiljeförfarandet. 900 MSEK motsvarar 55 kr per aktie i Enea så ett positivt utslag har en väsentlig betydelse för aktien.

Det har skett en viss omvärdering av Enea under det senaste året och aktien har med råge slagit vårt avkastningskrav. Dagens värdering, EV/EBIT om 13,1 på 2017, innebär att aktien värderas mer som ett konsultbolag än ett globalt mjukvaruföretag. Bolaget kan fortsätta växa organiskt samtidigt som det starka kassaflödet möjliggör fortsatta breddningar och kompletteringar av produktportföljen. Vi ser fortsatt goda utsikter till en bra avkastning.

Invisio

Efter en kursuppgång på närmare 500% under 2015 tog aktien en paus under 2016. Bolaget har dock fortsatt att leverera en mycket stark tillväxt med en omsättningsökning på runt 45% medan resultatet i princip fördubblades. Invisio har alltså fortsatt att öka marginalerna och i Q3 låg EBIT-marginal på rekordhöga 32,4%. Marginalutvecklingen speglar både skalbarheten i Invisios affärsmodell och valutarörelser. Med en stor andel försäljning i USD så påverkas bolaget mycket positivt av den rådande styrkan i USD.

Orderingången från storkunden US Army och från andra Nato-kunder har varit fortsatt god. Under sommaren la US Army den hittills största ordern motsvarande 100 MSEK. Orderingången för Invisio bör dock ses över lite längre perioder eftersom stora order är svåra att förutse och försvårar jämförelsen mellan kvartal.

Under året har bolaget rekryterat nya anställda både inom R&D och inom försäljning. Antalet anställda efter Q3 uppgick till 52 jämfört med 40 vid årsskiftet. Invisio satsar på att ta fram ett antal nya produkter där vi förväntar oss att se intiala order under 2017. Vi räknar med att bolaget kommer fortsätta anställa men att detta inte kommer ha någon nämnvärd negativ påverkan på marginalerna.

Den starka vinsttillväxten har medfört att Invisio till en del vuxit in i sin värdering. Lyckas bolaget i sina ambitioner att bredda produktportföljen får vi sannolikt se en bra tillväxt 2018-2019.

Paynova

Marknaden för betalningslösningar för e-handel har exploderat de senaste åren och många bolag slåss om en del av marknaden. I botten har Paynova en

"I botten har Paynova en kraftfull transaktionsplattform."

kraftfull transaktionsplattform. Transaktioner är emellertid en lågmarginalaffär. Med "faktura som service" siktar Paynova in sig på ett väl definierat segment där marginalerna är högre. Den lösning som Klarna med flera erbjuder är i mångt och mycket likt en traditionell factoringtjänst där handlaren får omedelbart betalt. I de fall kunden väljer att dela upp fakturan så sker detta i Klarnas regi. Handlaren får i detta fall inte någon del i den lukrativa finansieringstjänster. Dessutom har handlaren inte längre full kontroll över kunden vilket många ser som en klar nackdel.

Paynovas lösning kräver att handlaren har finansiella muskler och är beredd att ta kreditrisk. Fördelen för handlaren är att man har full kontroll över kunden och att man dessutom kan tjäna pengar på finansieringen. Paynovas upplägg med SJ, dess största kund, tjänar bra som exempel. Paynova sköter där allt från kreditkontroll till att skicka ut faktura och eventuella påminnelser. Allt sker emellertid med SJ som avsändare och med den tonalitet som SJ väljer. SJ har därmed fortsatt full kontroll över kunden även om Paynova sköter hela processen. Finansieringen av låneboken sköts av SJ. Parterna delar sedan på överskottet där Paynova erhåller en i förhand avtalad procentsats.

Vi har deltagit i två riktade nyemissioner under 2016. Vi bedömer att bolaget har goda chanser att teckna kontrakt med nya kunder under året. Med

stigande intäkter från affären med SJ bör bolaget också närma sig break-even.

Givet dagens börsvärde om cirka 200 MSEK är det uppenbart att aktiemarknaden intar en skeptisk hållning till Paynova. Vi tycker risk/reward är klart intressant varför vi har aktien bland fondens "kryddor" eller "bubblare".



Alimak

Alimak kom till börsen sommaren 2015. Bolaget, som är en globalt ledande tillverkare av vertikala transportlösningar.

Alimak grundades 1948 och hade i början av hösten 2017 en installerad bas om 22,000 enheter. Den installerade basen är viktig eftersom runt 35% av försäljningen och knapp 70 av EBIT avser eftermarknaden.

Bolaget var helägt av Triton mellan 2007 och 2015 och under den tiden gjordes både förvärv och en omstrukturering av produktionsstrukturen. Bolaget för en relativt anonym tillvaro till i höstas då två stora förvärv annonserades. Facade Access Group förvärvades i slutet av oktober för ett EV om 819 MSEK. Facade är en global marknadsledare inom permanent installerade lösningar för fasadunderhåll. I början av december annonserades förvärvet av Avanti Wind Systems som är ledande inom transportlösningar för vindkraftssektorn. Förvärven gjordes till EV/EBIT mellan 9,2 och 9,5, väl under Alimaks egen värdering.

De båda förvärven gör att Alimaks försäljning i princip fördubblas och att den installerade basen går upp till 66,000 enheter. Då Facade och Avanti inte har en lika utvecklad eftermarknadsaffär som Alimak finns det också utrymme för marginal-expansion genom att ge denna affär mer fokus. Alimak kommer delvis att finansiera förvärven med en nyemission som kommer genomföras under första halvåret.

"Vi räknar med att Alimak kommer lyckas höja marginalerna i de förvärvade bolagen."

Vi räknar med att Alimak kommer lyckas höja marginalerna i de förvärvade bolagen. Värderingen ligger skrivande stund runt EV/EBIT 12 på 2017. Våra beräkningar pekar mot en potential väl överstigande vårt avkastningskrav.

Korta positioner

Allmänt

Origo Quest 1 är en aktiehedgefond lång/kort, vilket innebär att fonden tar såväl långa (köpta) som korta (sålda) positioner.

Fondens mål är konkurrenskraftig absolut avkastning, och att avkastningen ska vara mindre beroende av den allmänna utvecklingen på aktiemarknaden än vad en traditionell aktiefond är.

Genom att kombinera exempelvis en lång position med en kort uppnås en bättre balans mellan avkastning och risk. Förutsatt att vårt bolagsval är framgångsrikt har vi därmed möjlighet att skapa en "aktieliknande avkastning" fast till en lägre risknivå än vad aktiemarknaden har.

Modellen innebär också att vi utnyttjar vår bolagsanalys maximalt, då vi inte enbart är hänvisade till att identifiera aktier som kan stiga eller överavkasta relativt sektorn.

De korta positionerna kan delas upp i:

- Pair-trades: En kort position som är en direkt hedge mot en lång position.
- Alfa-kortningar: En kort position som bedöms kunna bidra med absolut avkastning.
- Index-hedgar: En kort position i marknads-index, dvs. en "försäkring" mot marknads-risken.

2016

Merparten av fondens korta exponering var pair-trades och index-hedgar.

Avkastningsskillnaden mellan långa aktier och korta aktier uppgick till +14,5% (brutto) vilket indikerar att bolagsvalen har varit framgångsrika under året.

Om vi mäter avkastningsbidrag och därmed fångar in även exponeringen så uppgår lång/kort-spreaden till +20,4% (brutto).

Fondens bruttoexponering (summan av långa och korta placeringar) var vid årsskiftet 170,6 (147,0) och nettoexponeringen (långa minus korta placeringar) uppgick till 40,9% (57,6%).



Ordlista

Absolut avkastning

Origo Quest 1 har ett absolut avkastningsmål, vilket innebär att förvaltarna över tiden strävar efter en positiv avkastning. Detta står i kontrast till traditionella fonder som har ett relativt avkastningsmål, det vill säga fonden strävar efter att överträffa ett specifikt index.

Avkastningströskel

Det värde som fonden måste överstiga för att det ska utgå ett prestationsbaserat arvode. Avkastningströskeln räknas upp med tröskelräntan. Tröskelräntan för Origo Quest 1 definieras som SSVX 90 dgr + 5% och beräknas månadsvis.

Beta

Ett mått på tillgångens (ex. fondens) följsamhet mot marknaden.

Bruttoexponering

Summan av marknadsvärdet av fondens långa plus korta positioner samt exponering via derivat i relation till fondförmögenheten.

High watermark

En princip som innebär att andelsägaren endast erlägger prestationsbaserat arvode då eventuell underavkastning i förhållande till avkastningströskeln har återhämtats.

Hedgefond

Vanligvis en specialfond med friare placeringsregler och ett absolut avkastningsmål. Kan ex. ha en mer koncentrerad inriktning och även ta korta positioner, vilket normalt inte är fallet med traditionella fonder. Hedgefonder har ofta en prestationsbaserad arvodesstruktur och en specifik investeringsstrategi.

Kort position

Blankade värdepapper, det vill säga värdepapper som säljaren inte äger vid försäljningstillfället.

Lång position

Innehav av värdepapper.

Nettoexponering

Summan av marknadsvärdet av fondens långa minus korta positioner samt exponering via derivat i relation till fondförmögenheten.

NAV

NAV står för "Net asset Value" (nettoandelsvärde) och innebär värdet på en fondandel.

Sharpe-kvot

Ett mått på portföljens riskjusterade avkastning. Beräknas som avkastningen utöver den riskfria räntan i relation till investeringens risk definierad som standardavvikelse. En hög Sharpe-kvot är ett tecken på ett gott utbyte mellan avkastning och risk.

Specialfond

En beteckning på fonder som har fått Finansinspektionens tillstånd att placera med en inriktning som avviker från den fondlagstiftningen generellt tillåter.

Standardavvikelse

Ett statistiskt mått som anger spridningen i en datamängd. Måttet anges i procent. För en fond visar det hur mycket avkastningen har varierat från sin medelavkastning. (Se även Sharpe-kvot)

Volatilitet

Ett mått på hur avkastningen varierar över tiden. Beräknas som standardavvikelsen i fondens avkastning i årstakt.

Mer om fonden och förvaltaren

Strategi och förvaltare

Fondtyp	Analysdriven aktiehedgefond lång/kort
Strategi	Aktiv ägare i småbolag i förändringsfas
Ansvariga förvaltare	Stefan Roos & Staffan Östlin

Fondfakta - Quest 1 A

Startdatum	130131
Arvodesstruktur	Fast avgift 1,25% + ev. prestationsarvode
Prestationsarvode	20% av ev. överavkastning
High Water Mark	Ja, individuellt beräknad
Tröskelränta	90 d SSVX + 5%
Valuta	SEK
ISIN	SE 0005 003 134
Minimiinvestering	SEK 500.000, därefter SEK 100.000
Utdelning	Nej
Handel/ NAV	Månadsvis

Fondfakta - Quest 1 B

Startdatum	140331
Arvodesstruktur	Fast avgift 1,25% + ev. prestationsarvode
Prestationsarvode	20% av ev. överavkastning
High Water Mark	Ja, individuellt beräknad
Tröskelränta	90 d SSVX + 5%
Valuta	SEK
ISIN	SE 0006 452 959
Minimiinvestering	SEK 500.000, därefter SEK 100.000
Utdelning	Ja
Handel/ NAV	Månadsvis

Fondfakta - Quest 1 C

Startdatum	141231
Arvodesstruktur	Fast avgift 1,35% + ev. prestationsarvode
Prestationsarvode	20% av ev. överavkastning
High Water Mark	Ja, kollektivt beräknad
Tröskelränta	90 d SSVX + 5%
Valuta	SEK
ISIN	SE 0006 452 967
Minimiinvestering	SEK 100.000, därefter SEK 25.000
Utdelning	Nej
Handel/ NAV	Månadsvis

Teckning & inlösen

Handel med fondandelar	Sista bankdagen varje månad
Teckningsanmälan	Senast 5 bankdagar innan månadsskifte
Anmälan om inlösen	Senast 20 bankdagar innan månadsskifte
NAV	Månadsvis, samt indikativa vecko-NAV
Teckningshandlingar m.m.	origocapital.se

Risk & avkastningsmål

Investeringshorisont	Bör vara minst 5 år
Avkastningsmål	Konkurrenskraftig riskjusterad avkastning
Riskmål (volatilitet)	Under småbolagsmarknaden över tiden

Om Fondbolaget

Adress	Birger jarlsg. 18, 114 34 Stockholm
Web	www.origocapital.se
Verställande direktör	Stefan Roos
Faxnummer	08-24 11 00
Telefon	072-588 5200
E-post	kundservice@origocapital.se
Organisationsnummer	556851-7832

Tillsyn

Tillståndsgivande myndighet	Finansinspektionen
Tillstånd att bedriva fondverksamhet	2012-10-22
Tillstånd att förvalta alternativa fonder ("AIFM")	2014-08-15
Backoffice & riskfunktion	Wahldstedt Sageryd
Förvaringsinstitut	SEB
Regelefterlevnad	Karl Eckberg, Wistrands Advokatbyrå
Klagomålsansvarig	Barbro Lilieholm

Intresserad av att investera i Quest?

Det är enkelt att investera i Quest. Det går bra att investera direkt via Origo Capital eller att gå via bank eller fondförmedlare. På www.origocapital.se finns mer information med bl.a. informationsbroschyr, faktablad och teckningshandlingar. Kontakta din finansiella rådgivare eller oss för mer hjälp.



Anders Nilsson

Ansvarig för investerarrelationer

E-post: kundservice@origocapital.se

Handelsbanken



Max Matthiessen
Part of Willis Group

ÅLANDSBANKEN

AVANZA

Danske Bank



Nordea

fondmarknaden.se

Sigillet



ORIGO CAPITAL

Riskinformation: Denna rapport är producerad av Origo Capital AB. Informationen är baserad på källor som Origo bedömer som trovärdiga. Observera att Origo Capital inte ger enskilda råd om specifika investeringar. Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Läs mer i Informationsbroschyr och faktablad som kan laddas ned från www.origocapital.se eller beställas via e-post: kundservice@origocapital.se.