



BODENHOLM

ÅRSBERÄTTELSE 2018

BODENHOLM MASTER
BODENHOLM ONE
BODENHOLM TWO



BRUMMER & PARTNERS

BODENHOLM I KORTHET

Strategi:

Bodenholm Master: Absolutavkastande specialmottagarfond fokuserad på lång/kortaktier
Bodenholm One och Bodenholm Two: Absolutavkastande specialmatarfonder fokuserade på investering i specialmottagarfonden Bodenholm Master

Valuta:

Bodenholm Master och Bodenholm One: Svenska kronor
Bodenholm Two: US-dollar

Startdag:

Bodenholm Master och Bodenholm One: 1 september 2015
Bodenholm Two: 1 oktober 2015

Portföljförvaltare: Per Johansson

FÖRVALTNINGSMÅL

Avkastningsmål: Absolut avkastning

Avkastningsnivå: 10–15 procents genomsnittlig årlig avkastning

Risk (standardavvikelse): 10–15 procents årlig standardavvikelse

Korrelation med aktiemarknaden: Relativt låg

AVGIFTER OCH TECKNING

Fast arvode:

Bodenholm Master: 0 procent per år (inget)
Bodenholm One: 1 procent per år, debiteras månatligen
Bodenholm Two: 1 procent per år, debiteras månatligen

Prestationsbaserat arvode:

Bodenholm Master: 0 procent (inget)
Bodenholm One: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln¹, debiteras månatligen
Bodenholm Two: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln², debiteras månatligen

Teckningsavgift:

Bodenholm Master: 0 procent (ingen)
Bodenholm One och Bodenholm Two: Maximal avgift är 10 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen. Gällande avgift är 0 procent. Teckningsavgift utgår inte vid tilläggsinvestering.

Inlösenavgift: Ingen

Teckning av andelar: Månadsvis

Inlösen av andelar: Månadsvis

Minimiinvestering vid första teckningstillfället:

Bodenholm One: 500 000 kronor, därefter minst 100 000 kronor per teckningstillfälle
Bodenholm Two: 100 000 US-dollar vid första teckningstillfället, därefter minst 20 000 US-dollar per teckningstillfälle

TILLSYN

Tillståndsgivande myndighet: Finansinspektionen. AIF-förvaltaren har stått under Finansinspektionens tillsyn sedan den 22 juli 2015.

Förvaringsinstitut: Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sergels torg 2, 106 40 Stockholm

Revisor: KPMG AB, Anders Bäckström, Box 382, 101 27 Stockholm

AIF-FÖRVALTARE

Bodenholm Capital AB

Organisationsnummer: 559007-1790

Fonder under förvaltning: Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two

Ägare: Brummer & Partners AB (41,3 procent) och nyckelpersoner inom Bodenholm Capital AB (58,7 procent)

Aktiekapital: 1 500 000 kronor

Adress: Norrmalmstorg 14, Box 7030, 103 86 Stockholm

Telefon: +46 8 566 214 80

E-post: info@brummer.se

Webbplats: www.brummer.se

Kontakt: Client Desk (B & P Fund Services AB)

Verkställande direktör: Erik Orving

Styrelse: Per Johansson, Ola Paulsson och Svante Elfving (ordförande),

Chief Compliance Officer: Kristofer Wallstén, B & P Fund Services AB

Klagomålsansvarig: Fredrik Stjernström, B & P Fund Services AB

Oberoende riskkontrollansvarig: Alexander Argiriou, B & P Fund Services AB

- 1) Definieras som Riksbankens fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har kompenseras. Bolagets styrelse har beslutat att tillsvidare tillämpa en tröskelräntesats om 0 procent i stället för en negativ räntesats.
- 2) Definieras som amerikanska centralbankens (Federal Reserve System) fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har kompenseras.

Detta är en gemensam årsberättelse med verksamhetsberättelser för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two. För information om respektive fond, se respektive fonds verksamhetsberättelse.

BODENHOLMS ÅRSBERÄTTELSE

1 JANUARI TILL 31 DECEMBER 2018

Styrelsen och verkställande direktören för Bodenholm Capital AB avger härmed följande årsberättelse för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two för perioden 1 januari till 31 december 2018.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	13
Bodenholm Master	14
Verksamhetsberättelse	14
Räkenskaper.....	16
Bodenholm One	24
Verksamhetsberättelse	24
Räkenskaper.....	26
Bodenholm Two	30
Verksamhetsberättelse	30
Räkenskaper.....	32
Revisionsberättelse.....	37
Förvaltningsorganisation	39
Brummer & Partners.....	40
Ordlista	41

VIKTIG INFORMATION

Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two är specialfonder enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Detta material utgör inte investeringsrådgivning. En investerare som överväger att investera i någon av fonderna bör först noggrant läsa fondens faktablad, teckningsdokumentation och informationsbroschyr innehållande fondbestämmelserna. Dessa dokument finns tillgängliga på fondens hemsida www.brummer.se.

Att placera i fonder innebär en risk. Historisk avkastning är ingen 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.

Avkastning som redovisas i rapporten är inte justerad för inflation.

Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two (tillsammans "fonderna") är inte så kallade UCITS-fonder. Andelarna i fonderna har inte registrerats och kommer inte att registreras i enlighet med värdepapperslagstiftning i USA, Kanada, Japan, Australien eller Nya Zeeland eller i något annat land och får inte säljas eller erbjudas till försäljning till eller inom USA, Kanada, Japan, Australien eller Nya Zeeland eller i sådana länder där sådant erbjudande eller försäljning skulle strida mot gällande lagar eller regler. Utländsk lag kan innebära att en investering inte får göras av investerare utanför Sverige. Bodenholm Capital AB har inget som helst ansvar för att kontrollera att en investering från utlandet sker i enlighet med sådant lands lag. Det åligger envar att tillse att sådan investering sker i enlighet med gällande lag eller andra regleringar, såväl i Sverige som utomlands. En investering i fonderna bör betraktas som en långsiktig investering. Tvist rörande fonderna eller information om fonderna ska avgöras enligt svensk lag och av svensk domstol exklusivt. Bodenholm Capital AB tillhandahåller inte sådan finansiell rådgivning som avses i lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter eller sådan investeringsrådgivning som avses i lagen (2004:46) om värdepappersfonder. Förvaltaren har inte tillstånd enligt 3 kap 2 § andra stycket 4 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder att lämna investeringsråd.

Global Industry Classification Standard ("GICS")-branschklassificering har utvecklats av och är exklusiv egendom och varumärke tillhörande MSCI Inc. ("MSCI") och Standard & Poor's Financial Services ("S&P") och får användas av B & P Fund Services AB med stöd av licens. Varken MSCI, S&P eller någon tredje part delaktig i skapandet eller framtagandet av GICS eller GICS-klassificeringar av något slag lämnar någon uttaland eller underförstådd garanti eller utfästelse avseende sådan standard eller klassificering (eller resultat framtagna med användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen alla garantier gällande originalitet, exakthet, fullständighet, säljbarhet och lämplighet för ett specifikt syfte avseende sådan standard eller klassificering. Utan att begränsa något av ovanstående: under inga omständigheter ska MSCI, S&P, någon av deras affärspartners eller någon tredje part delaktig i skapandet eller framtagandet av GICS eller GICS-klassificeringar av något slag hållas ansvariga för någon direkt, indirekt, särskild, straffrelaterad, efterföljande eller annan skada (inklusive inkomstbortfall) även om dessa underrättats om möjligheten att sådan skada skulle uppstå.

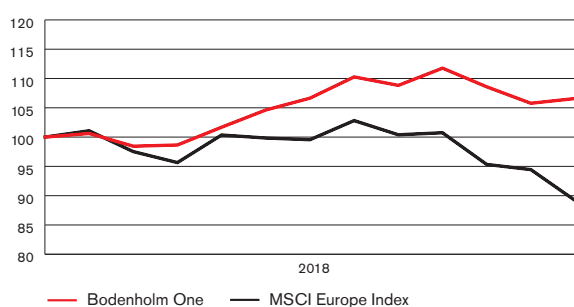
I den här rapporten har vi använt data från MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Varken MSCI, eller någon annan part som är involverade i att samla in, bearbeta eller skapa jämförelseindex lämnar några uttryckliga eller underförstådda garantier eller utfästelser vad gäller sådan data (eller de resultat som uppnås genom användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen allt ansvar för tillförlitlighet, riktighet, fullständighet eller lämplighet för ett visst ändamål med avseende på någon av sådana uppgifter.

Portföljförvaltarna har ordet

ÖVERSIKT OCH RESULTAT

Under 2018 redovisar fonderna Bodenholm One och Bodenholm Two en avkastning på 6,58 respektive 8,87 procent (efter avgifter). Resultatet är tillfredsställande och i linje med vårt mål, som är att leverera konkurrenskraftig riskjusterad absolut årsavkastning, även när aktiemarknaden går ner. Jämförelsevis presterade fonden bättre än aktieindex i Europa, som avkastade -10,81 procent (MSCI Europe) under året. Fondens resultat nåddes dessutom till en lägre risk än marknadens.

1. Värdeutveckling (%) under 2018



Sedan Bodenholm One startade i september 2015 har fonden redovisat en avkastning på 23,98 procent jämfört med MSCI Europe (lokal valuta) som under samma period avkastat 9,25 procent. Aktiehedgefonder överlag, om man använder HFRX Equity Hedge Index som jämförelse, har avkastat -0,68 procent under samma period.

Bodenholm One har sedan fondens start haft en årlig standardavvikelse beräknad från dagliga avkastningar på 6,28 procent, medan standardavvikelsen för MSCI Europe (lokal valuta) var 10,33 procent.

2. Värdeutveckling (%) sedan fondens start

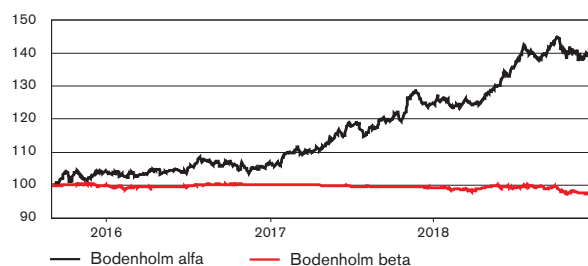


3. Hedge Fund research HFRX Equity Hedge Index utveckling (%) sedan Bodenholms start



Vi kan konstatera att fondens historiska avkastning är drivet av positivt aktieurval, så kallad alfa. Graf nummer 4 illustrerar att marknadens rörelser inte har bidragit till fondens avkastning, vilket främst beror på att marknadsexponeringen (betat) i fonden har varit lågt. Kombinationen av den låga marknadsrisken och ett framgångsrikt aktieurval har medfört att fonden har kunnat leverera positiv absolut avkastning under perioder där aktiemarknaden utvecklats negativt.

4. Bodenholms alfa och beta (brutto) sedan fondens start



Under 2018 har vi analyserat de tre senaste årens resultat och ser tydliga trender när, var, och hur vi genererar positiv alfa. Insikten om investeringsteamets styrkor och svagheter är ovärderlig när vi nu går in i en ny fas av fondens liv. Det är glädjande att konstatera att både den korta och långa boken genererar positiv alfa över tid, vilket gör att vi har fortsatt stort förtroende för vår investeringsstrategi och våra processer.

Att vi inom ramen för vår strategi anpassat vår portfölj och levererat konkurrenskraftig positiv avkastning på helåret, framför allt i en miljö där de europeiska och amerikanska marknaderna bevitnade en historisk nedgång, är ett tydligt kvitto på att vårt kontinuerliga arbete med riskhantering ger resultat när marknaderna upplever oroliga tider.

Bodenholms resultat, processer och riskhantering har under året uppmärksammats internationellt, då vi vann både *Investor Choice Awards* för "Best Global Equity Fund \$500m to \$1Bn 2018" samt *Hedge Funds Review European Performance Awards* för "Best Long/Short Equity Hedge Emerging Manager 2018".

OMVÄRLDEN 2018

Ett svårt år för marknaderna

2018 blev året då de flesta tillgångsklasser slutade med negativ avkastning. Det fanns enkelt uttryckt väldigt få ställen att gömma sig. Obligationer med hög eller låg kreditrisk, FX (mätt i USD), råvaror samt aktiemarknader har alla genererat negativ avkastning.

Inte heller levererade någon aktiefaktor positiv avkastning i större utsträckning. ETF:er (börshandlade fonder) som investerare använder för att få exponering mot exempelvis kvalitet, värdeaktier, "momentum" eller tillväxt har inte genererat positiv avkastning under året. Vår slutsats från detta är att det varit ett år där man inte kunnat ta lång exponering mot vad som helst för att generera avkastning. Framgångsrikt aktieurval i kombination med strikt riskhantering har varit absolut nödvändigt för att generera avkastning 2018.

Under året har vi fortsatt att vara kontracykliska vad gäller aktieurval och portföljkonstruktion. I början av året sålde vi flertalet vinnare, speciellt vinnare med cyklisk karaktär och högre skuldsättning. Den kontracykliska omviktningen hjälpte oss under den andra halvan av året då dessa bolag överlag levererade sämre avkastning än börsen. Vi hade dock kunnat vara bättre på att exekvera i andra innehav. Exempelvis var vi inte disciplinerade nog med vår riskhantering i ett innehav där vi var mer oroliga än vanligt under andra halvan av året. Vi hann inte lämna positionen innan de vinstvarnade och följaktligen upplevde vi en väldigt dålig utveckling i den positionen.

I halvårsrapporten 2018 skrev vi om FAANG aktierna och deras roll som drivare av de amerikanska börsernas avkastning, vilket var korrelerat med "momentum" som faktor. Förhoppningen om framtida vinster och kassaflöden var relativt hög samtidigt som riskaversionen var låg.

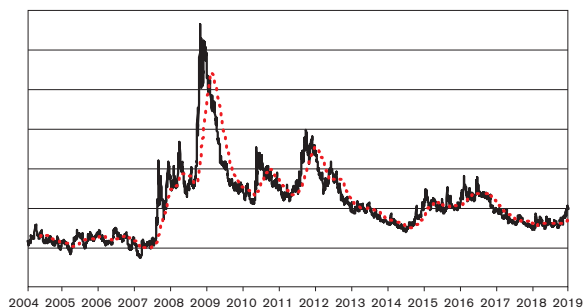
S&P 500 toppade under året på ungefär 18,5x värdering av nästa 12 månaders vinster (se graf 6). En historiskt hög värdering som rättfärdigades i en omvärld av låga räntor, stark EPS-tillväxt på grund av lägre skatter och aktiers relativa attraktivitet jämfört med obligationer.

Cykliskt justerade vinstmultiplar som CAPE var förbisedda, vilket de ofta blir kring toppen av en lång, positiv marknad. Som bekant skedde en marknadskorrigering under fjärde kvartalet i år, där bland annat momentum sålts av och värderingar har kommit ned (se graf 7). Dock är aktiemarknadens värderingar fortfarande på relativt höga nivåer om vi använder framåtblickande 12 månaders P/E-tal som måttstock och betänker att EPS är på rekordhöga nivåer.

Makroekonomiska osäkerheter möjliggör aktieurval

De fundamentala faktorerna i makroekonomin har sett positiva ut under en lång tid. Intressant nog började aktiemarknaden ge signaler redan under årets första hälft om att

5. Risk-aversion Index (GRAMI) från Citigroup och rullande medelvärde



Källa: Citi Research och Bloomberg

6. S&P 500 P/E-tal på nästa 12 månaders vinster



Källa: Bloomberg

7. MSCI globalt momentum index



Källa: MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. och Bloomberg

allt inte stod rätt till. Exempelvis observerade vi en kraftig nedgång av bil-, bygg- och bankaktier redan innan den bredare nedgången inleddes. Det är intressant att reflektera över aktiemarknaden som makroindikator relativt andra experter och indikatorer. På många sätt är den bästa makroekonomen aktiemarknaden själv. Man kan säga att aktiemarknaden har förutspått nio av de senaste recessionerna i USA och den har haft rätt vid fem av de tillfällena. Det är på många sätt en bättre indikator än USA:s centralbank, Federal Reserve (Fed) som egentligen inte förutspått någon av recessionerna. Följaktligen är vi fortsatt ödmjuka inför vad vi inte kan förutspå och håller oss generellt undan från sektorer som drivs alltför mycket av den ekonomiska cykeln.

MÅNADSAVKASTNINGAR 2018 BODENHOLM ONE OCH BODENHOLM TWO

	Bodenholm One (SEK)	Bodenholm Two (USD)	Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index (USD)	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) ¹⁾	MSCI Europe NDTR Index (lokal valuta) ¹⁾	MSCI Emerging Markets NDTR Index (lokal valuta) ²⁾
AVKASTNING 2018, %						
Januari	0,62	0,65	3,11	3,77	1,08	8,30
Februari	-2,16	-2,18	-1,93	-3,53	-3,52	-4,73
Mars	0,21	0,44	-0,12	-2,37	-1,92	-2,17
April	3,08	3,17	0,27	2,01	4,92	-0,41
Maj	2,89	3,07	0,38	1,27	-0,52	-3,75
Juni	1,93	2,02	-0,99	0,33	-0,29	-4,57
Juli	3,40	3,59	1,43	3,15	3,28	1,68
Augusti	-1,31	-1,05	0,05	1,34	-2,35	-2,90
September	2,70	2,96	0,06	0,73	0,34	-0,76
Oktober	-2,85	-2,61	-4,48	-6,80	-5,36	-8,78
November	-2,59	-2,32	0,17	1,15	-0,93	4,06
December	0,76	1,10	-2,46	-8,43	-5,57	-3,23
JANUARI-DECEMBER	6,58	8,87	-4,62	-7,95	-10,81	-16,90

1) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Över tid har räntekurvan (skillnaden i utlovd avkastning mellan långa och korta räntor) också fortsatt planats ut, vilket många ser som ett tecken på dåliga tider både för ekonomin och för prisförändringar på tillgångslag som aktier. Lutningen på räntekurvan har historiskt varit en ledande indikator på en kommande nedgång i både ekonomisk aktivitet och på aktiemarknaden. Under sista kvartalet 2018 var räntekurvan ett av de stora fokusområdena för aktiemarknaden, vilken prisade in mer cyklisk osäkerhet när korta räntor rörde sig uppåt tillsammans med Fed:s räntehöjningar, och långa räntor var mer eller mindre oförändrade.

Likt under 2017 har Trumps handlingar under 2018 påverkat aktiemarknaden och skapat volatilitet utan tydliga trender. En alltmer aggressiv handelspolitik mot Kina har fortsatt under 2018. Eftersom båda parter är högst intresserade av att få igenom ett avtal är det sannolikt att ett avtal är på plats i närtid. Även om det är svårt att analysera Trumps ageranden utifrån en längre investeringshorisont, har det under året varit viktigt att följa detta nyhetsflöde. För vår egen portfölj har bevakningen haft som följd att vi simulerat och kvantifierat olika scenarier för våra innehav, i termer av

tullar och operationellt beroende av specifika regioner. För våra korta positioner har vi sett dessa oroligheter som en möjlighet att hitta ytterligare optionalitet på nedsidan. En snabb och/eller mindre aggressiv lösning på tullsituationen kommer troligen att tolkas positivt av aktiemarknaden. I den situationen kan samma bolag som har gått dåligt se en tillfällig förbättring i sentimentet.

När vi ser tillbaka på året kan vi sammanfatta att 2018 gav synnerligen fina möjligheter till att generera avkastning genom aktieurval. Dispersion både mellan sektorer i Europa och mellan vinnare och förlorare inom vissa sektorer har varit högre än på många år. Det kan till och med argumenteras för att det var möjligt att leverera bättre avkastning än vad vi har gjort. Med ökad volatilitet gav marknaden oss många möjligheter att på nytt granska gamla innehav och nya bolag som vi tidigare inte ägt av olika anledningar. I Norden fick vi bland annat möjligheten att köpa in oss i två gamla favoriter som *Swedish Match* och *ICA-gruppen*. Inom konglomerat-kategorin tog vi tillfället i akt att ta en position i *Danaher* som återigen skall dela upp sitt bolag i två delar.

Anledningen till att vi inte fångat upp fler av dessa bolag är delvis att vi inte varit snabba nog att göra den analys vi vill göra innan vi tar in ett nytt bolag i portföljen. En annan anledning till att vi inte investerat i fler bolag är att vi inte haft tillräckligt stark övertygelse i hur vår syn skiljer sig från marknaden vilket skulle riskera att vår tes spelas ut. Dessutom har nya bolag många gånger inte ansetts ha tillräckligt god risk/reward för att platsa på den övre halvan i den relativa rankingen av portföljens innehav som görs fortlöpande. Att utveckla övertygelse vid kortsiktiga marknadsrörelser är dock något som vi har blivit bättre på över tid då vi kontinuerligt bygger upp Bodenholms "institutionella minne". Bolag som vi har analyserat de senaste åren, men som av någon anledning avyttrats eller inte inkluderats i portföljen, kommer vi att kunna agera snabbare på om det uppstår en möjlighet i framtiden.

2019 kräver fortsatt hög aktiespecifik risk

När vi blickar framåt i 2019 ser vi ett försök att neutralisera centralbankspolitiken efter att svällande balansräkningar varit behjälpliga för tillgångspriser och likviditet under många år. Likviditet har redan nu börjat försvinna från marknaderna. Detta i ett läge då ekonomin sannolikt blir mer ifrågasatt och osäkerhet kring USA:s statsfinansiering, samt ett potentiellt höjt skuldtak rimligen kan komma att ligga som en våt filt över kapitalmarknaderna. I december underträffade konsumentförtroendet för den amerikanska ekonomin kraftigt alla förväntningar och kom ner till ett tvåårslägsta. Antalet amerikaner som förväntade sig fler jobb de kommande månaderna minskade med 6,1 procentenheter, vilket var det största fallet på 41 år. Eftersom lönetillväxten har varit snabbare än inflationen under en tid av låg arbetslöshet har motorn i USA:s ekonomi, konsumenterna, varit fortsatt stark. Men när osäkerheten ökar och optimismen avtar, samtidigt som räntor på huslån ökar, blir vi mer skeptiska till hur stark denna motor kommer vara under 2019. Det ska också tilläggas att oljepriset, som påverkar en stor del av den industriella ekonomin, gått ner med 25 procent, samtidigt som aktiviteten på husmarknaden minskar. Det finns sammanlagt många osäkerheter i världens största ekonomi.

Vidare är det föga troligt att vi ser ett Europa och Asien som kan påverka tillväxten i positiv riktning. Speciellt när ECB också kommunicerat sin strävan att krympa sin balansräkning, och när Kinas tillväxt, mest troligt, kommer att minska framgent även om stimulans sannolikt kommer att fortsätta under 2019.

Med detta som bakgrund blir 2019 ett intressant år. Dels är många investerare fokuserade på att skydda sitt kapital och dels är det många investerare som ser en närtida lågkonjunktur som ett sannolikt alternativ. Riskkapiten har gått från väldigt hög till att nu vara mycket lägre. Det är också intressant att reflektera över hur kraftig 2018 års nedgång egentligen varit och om de möjligheter som dykt upp varit till följd av den nuvarande riskaversionen. En 20-procentig

nedgång för S&P 500 från absoluta toppen är egentligen en genomsnittlig nedgång i en björnmarknad. Det må ha varit en snabb nedgång under årets sista kvartal, med många förlorare som följd, men det är fortfarande bara en genomsnittlig nedgång i historisk jämförelse. Från den här typen av nedgångar brukar det uppstå väldigt intressanta investeringsmöjligheter för den långsiktiga investeraren. Detta är ännu mer aktuellt när det inom vissa sektorer varit villkorlös säljtryck i bolag som trots allt uppvisar lönsam tillväxt oavsett makroekonomiskt klimat. Att dessa bolag i september var relativt högt värderade, på kortsiktiga fundamenta, är inte längre lika problematiskt. Dessutom har mindre långsiktiga investerare, som hoppade på tåget i en del av dessa aktier, nu lämnat sina positioner. Samtidigt som marknaden sålde av i fjärde kvartalet noterar vi att investerare har flockats till sektorer som Dagligvaror och Hälsovård, vilka är sektorer som är stabila och som vi har ägt över tid. Ett varningstecken är att värderingar på Dagligvaror, relativt marknaden dock börjar komma tillbaka till högstanivåer, vilket gör det ännu viktigare att ha rätt vad gäller aktieurvalet om man ska äga bolag i den sektorn under 2019.

Mot bakgrund av var marknaden befinner sig, har vi under 2018 och det kommande året konstruerat portföljen med en hög aktiespecifik risk i vissa icke-cykliska bolag snarare än att öka generell cyklisk risk när dessa bolag kommit ned i värdering. Således riskerar vi hellre att tappa avkastning i en stark aktiemarknad än att bli relativa och absoluta förlorare i en fortsatt björnmarknad. Vi tar fortsatt relativt stora positioner för att, som under 2018, kunna leverera god riskjusterad avkastning oavsett marknadens rörelser genom positivt aktieurval med hög säkerhet. Det är därför av största vikt att vi går in i 2019 med ännu bättre kvalitet och säkerhetsmarginal i fonden än vad vi i genomsnitt har haft sedan fondens start. Mer tid spenderas på att avgränsa investeringsuniversumet inom vår kompetens, samtidigt som vi kontinuerligt utvärderar och jämför vår övertygelse mellan innehav oftare. Vi är ett större team som har jobbat ihop i över tre år och alla har individuellt blivit ett år mer rutinerade.

BODENHOLMS STRATEGI

Bodenholms strategi är baserad på två tydliga investeringsfilosofier. Den första är att äga undervärderade kvalitetsbolag i en koncentrerad portfölj med en längre investeringshorisont. Den andra inriktningen är att ta korta positioner i övervärderade aktier. Fyra analytiker i investeringsteamet fokuserar enbart på att identifiera företag med övervärderade aktier. Det kan vara olika typer av problem, ofta dolda med hjälp av aggressiva redovisningstekniker i syfte att dölja det underliggande resultatet.

Grunden i Bodenholms strategi är att identifiera bolag där priset på bolaget är lägre än bolagets verkliga värde i absoluta termer. Vi investerar inte i bolag baserat på att de är relativt lågt prissatta jämfört med liknande bolag. Vi anser att det är en riskfylld strategi, när en relativvärdering visar

att ett bolag är undervärderat med 20 procent, jämfört med sina konkurrenter, kan jämförelsebolagen snarare vara 25 procent övervärderade.

Överlag jobbar vi med att identifiera var vi är, och kan vara, experter. Experter kan vara ett missvisande ord, men det vi vill belysa är att om vi inte kan vara världsklass på att hitta intressanta bolag att investera i ska vi rimligen inte vara aktiva inom det området överhuvudtaget.

DEN LÅNGA PORTFÖLJEN

När det gäller långa investeringar är vår strategi att köpa undervärderade kvalitetsbolag. Vi strävar efter att identifiera och analysera investeringar inom tre segment av marknaden där vi anser oss vara experter: "Nordiska bolag", "Market giveaways" såsom spin-offs och konglomerat som är i en fas av avknoppningar eller stora förändringar, samt "Växande kvalitetsbolag" i Europa.

Varför anser vi att vi är specialister inom dessa tre segment av marknaden? Vi har under lång tid investerat i Norden och har haft bra avkastning i vår hemmamarknad redan innan vi startade Bodenholm. I vår hemmamarknad ska vi vara skickliga över tid då vi har en tydlig bild över vad vi vill äga och varför. När vi blickar ut i Europa på "Växande kvalitetsbolag" behåller vi disciplinen att fortsätta vara fokuserade på sektorer där vi bevisat för oss själva att vi kan leverera avkastning över tid. Fokuseringen ger oss också självförtroende och möjlighet att ta koncentrerade positioner i de bolag vi gillar. Koncentration och övertygelse i våra innehav är en viktig ingrediens i vår portföljkonstruktion. Därför är det viktigt att vi är disciplinerade och enbart investerar i en handfull av aktiemarknadens sektorer. Några exempel är industri, konsument, hälsovård och TMT, där vi har expertis och kan hitta bolag som går bättre än både marknaden och sina sektorer över tid.

Market giveaways

"Market giveaways" innebär nischer i marknaden där det är möjligt att hitta signifikant undervärderade kvalitetsbolag. Exempel är företagsavknoppningar (så kallade spin-offs) och konglomerat i en fas av flertalet avknoppningar eller stora förändringar. Varje år tillkännager 5–10 stycken stora konglomerat i Europa och USA att de avser bli mindre och

mer snabbfotade. Detta är ofta en process på flera år som bolaget leder på egen hand i syfte att skapa värde för aktieägarna, men det kan också vara en process som initieras av påtryckningar från större aktieägare. Ofta kommer inte dessa värden att kristalliseras direkt vid tillkännagivandet, utan blir tydliga ett par år efter att processen initieras.

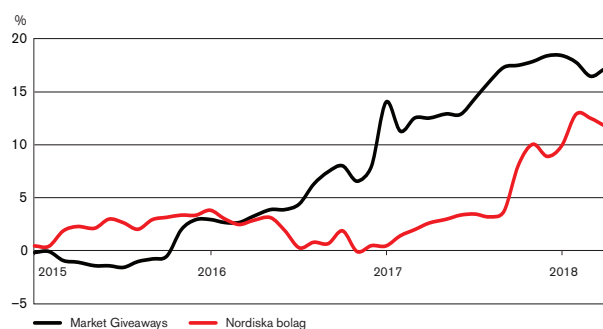
Dessa situationer är en nischad del av aktiemarknaden som vi uppskattar och följer väldigt noggrant. Historiskt har vi varit väldigt framgångsrika i denna kategori, både innan vi startade Bodenholm och under fondens livstid. Det är även inom detta segment som vi har högst träffsäkerhet (så kallad "batting average") på att hitta vinnare i relation till förlorare. Konglomerat har dessutom bäst absoluta bidrag till fondens avkastning relativt det kapital vi allokerar till segmentet.

Historiskt sett är företagsavknoppningar ett gynnsamt område för att hitta undervärderade och underanalyserade bolag. Varje år genomförs ett flertal spin-offs globalt som är sämre bevakade av banker och mäklarfirmor, och som följd får investerare inte fullständig kännedom om dessa. Tittar vi tillbaka tio år på den amerikanska marknaden så har spin-offs, som grupp, haft markant bättre avkastning än den amerikanska marknaden. Det är en kategori av bolag som länge tilltalat oss och som flera medlemmar i investeringsteamet analyserat under hela sina karriärer.

Vårt mål är att utvärdera alla spin-offs som kommer till marknaden och bedöma om de uppfyller våra investeringskriterier. Det ska, precis som i andra bolag vi köper, vara tillräckligt hög kvalitet på bolaget baserat på Bodenholms fyra kvalitetskriterier (Bodenholms 4K, se illustrationen som visar vår urvalsprocess) samtidigt som vi ser ett intressant läge att investera i bolaget. Oftast avstår vi från att investera då vi är lika selektiva i denna kategori som i de andra. Vårt mål är inte att investera i alla spin-offs, utan att använda kategorin som en fruktbar, nischad del av marknaden där sannolikheten för att hitta oupptäckta bolag och kloka investeringar är hög. Hittar vi de bästa situationerna och tydligt kan artikulera vad marknaden missar vet vi att vi har en god chans att leverera alfa inom detta segment.

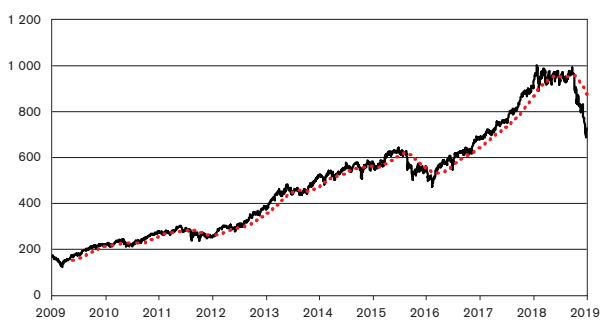
Som vi visar i graf 9, har spin-offs varit mycket starka under en lång tid, men under 2018 har de avkastat sämre än den generella aktiemarknaden från slutet av september.

8. Kumulativ alfa över tid



Källa: Bodenholm

9. USA Spin-off index 10 års avkastning



Källa: Bloomberg

De spin-offs som vi har ägt under 2018 har dock bidragit signifikant till vår avkastning, med namn som *Lamb Weston*, *Siemens Healthineers* och *Puma* i spetsen. Lamb Weston har vi ägt sedan bolaget knoppades av från Conagra och det har varit den största bidragande aktien tre år i rad inom detta segment.

Genom att noggrant följa diagnostikbolagen och fundamentala drivarna bakom Siemens Healthineers värde blev det tydligt att detta bolag var undervärderat, även om en av divisionerna skulle sluta ta marknadsandelar, vilket den gjort historiskt. Detta scenario var dock högst osannolikt, vilket gav vidare uppsida på lönsamheten då divisionen i fråga också har en framtung kostnadsstruktur. Siemens Healthineers värderades i linje med lågkvalitativa europeiska medtech bolag vid noteringen och därför var nedsidan relativt begränsad när bolaget fick mer uppmärksamhet av andra investerare.

Puma, som delades ut till aktieägare av Kering, hade som världens tredje största tillverkare av sportartiklar flertalet tillväxtpotentialer, utöver en 7 procent underliggande tillväxt, genom nya produkter, nya marknader och nya kanaler med bättre lönsamhet. Med en starkare balansräkning och operativ hävstång på växande bruttomarginaler såg vi en mycket starkare vinsttillväxt än marknaden redan in i 2019.

Under 2018 utvärderade och analyserade vi 18 spin-offs i Europa och USA och valde att investera i en handfull av de som vi identifierade som mest attraktiva.

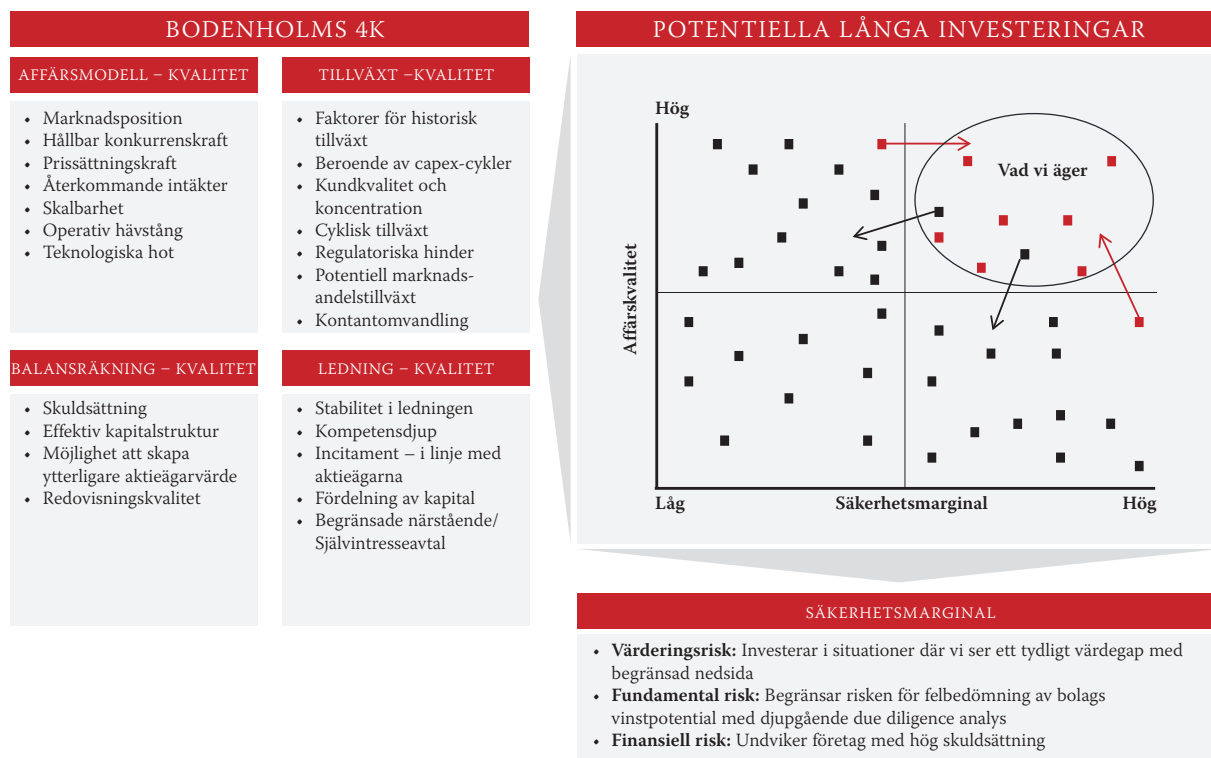
Sammantaget blev 2018 ett år där spin-offs producerade vinnare och förlorare med extremt stor dispersion. I USA har nästan hela 2017 års uppgång för spin-offs uttraderats. Det som gör oss speciellt nöjda med vårt alfa i denna kategori, även detta år, är att vi undvikit många av de stora avknoppningsförlorarna i sektorer som bilar, cykliska bolag och fastigheter.

Nordiska bolag

Inom kategorin "Nordiska bolag" kan vi utnyttja hemmamarknadens fördelar i vår investeringsprocess av att vara närmare bolagen och dess omgivning. Årets vinnare i denna kategori är *Kambi*, följt av *Swedish Match* och *ICA-gruppen*.

Kambi är en sportboksleverantör vars potential att penetrera nya marknader inte uppskattades förrän i juni i år. Bolaget rankade högt på Bodenholms fyra kvalitetskriterier men framförallt var vi tillräckligt nära bolaget, dess kunder, dess konkurrenter och dess framtida marknad i USA för att förstå hur intjäningen skulle accelerera samt att det fanns en enorm säkerhetsmarginal i investeringen. *Kambi* är också ett bolag som är en spin-off från ett större bolag som vi vid den tidpunkten var investerade i. Således har vi följt bolaget under en lång tid. Ofta blir investerare avskräckta av det höga P/E-talet, men då tar man inte i beräkning att *Kambi* har signifikanta investeringar som kraftigt belastar resultaträkningen i år. Dessa hänför sig till kunder som ännu inte

BODENHOLMS URVALSPROCESS FÖR LÅNGA INVESTERINGAR



börjat ge positiv påverkan på intäktssidan i resultaträkningen. Vi fortsätter ha en långsiktig vy på minst 2–3 år i Kambi. Höjer vi blicken ser bolaget fortsatt intressant ut då deras underliggande intjäningsförmåga i en fullt penetrerad marknad är signifikant högre än den bolaget uppvisar idag.

Swedish Match var, likt Kambi, ett bolag där vi kunde identifiera en stor potential från en ny produkt i en ny marknad, och därmed tydligt se framför oss hur perceptionen av bolaget borde förändras med dess ökade intjäningsförmåga. Uppsidan på 60–70 procent realiserades mycket snabbare än vad vi och många andra vågat hoppas på, och vår riskhantering gjorde att vi lämnade i en bra tidpunkt efter successiv försäljning av positionen. Möjligtvis finns det läge att under 2019 återigen initiera en position i *Swedish Match* nu när sentimentet fullständigt slagit över till det negativa, i och med de problem konkurrenter upplever med tobaksregleringen i USA.

Vi är sedan 2016 också investerade i *Schibsted*, som två år i rad levererat starkt alfa till portföljen. Vi tror även under 2019 på denna norska mediekoncern, som har en stark marknadsposition i många av sina vertikaler och geografier. Vidare ska bolaget delas upp i en nordisk och en internationell del. Ett konglomerat som delas upp i vår hemmamarknad är något som vi alltid hoppats skulle hända, och något vi nu noggrant följer.

Växande kvalitetsbolag

”*Växande kvalitetsbolag*” är högpresterande och välorganiserade bolag som vi bedömer vara fortsatta vinnare. Växande kvalitetsbolag är ofta relativt dyra mätt i P/E-tal, men perioder av kortsiktiga, svaga resultat eller generella nedgångar i aktiemarknaden kan påverka aktiepriset negativt och leda till fördelaktiga investeringstillfällen.

Ytterligare karaktäristika vi söker i dessa bolag, som ofta är svårare att garantera i nordiska bolag och speciellt spin-offs, är att de är defensiva. Det innebär för oss att de är motståndskraftiga till oväntade förändringar i marknaden, både i samma bransch och i systematiska rörelser. Det innebär ofta icke-cykliska affärsmodeller med en bas av investerare som ser bolaget som en säker grund i sin portfölj över tid. De behöver inte vara stora vinnare i uppgångar, men de genererar bättre avkastning än börsen i nedgångar. *Nestlé*, som vi ägt till och från över tid, visade sig vara en bra position när marknaden rusade och vi anser att fallhöjden i relativa mått varit begränsad.

I förra årets årsberättelse beskrev vi *Compass Group*, en global leverantör av måltidsservice och supporttjänster, som ett stort innehav. Det visade sig vara ett stabilt icke-cykliskt bolag som fortsätter leverera aktieägarvärde. Vi har kunnat addera vid svaghet relativt branschen och marknaden. Som mest var vår position i *Compass Group* 8,5 procent av portföljen.

Utöver *Compass Group* bidrog även *Experian* med signifikant alfa under året. Positionen i *Experian*, som verkar inom kredit- och marknadsföringstjänster, initierades tidigt under 2018 till ett högst attraktivt pris. Övertygelse kring

bolagets exceptionella kvalitet har byggts upp genom flertalet expertsamtal och genom egna utförda enkäter kring deras nya tjänster, vars resultat vi också kommunicerat till bolagsledningen. Under året har *Experian* accelererat sin organiska tillväxt, vilket våra undersökningar också pekade på och fortsätter peka mot under nästkommande år. *Experian* är fortsatt en signifikant position i fonden.

DEN KORTA PORTFÖLJEN

Under 2018 har våra korta positioner bidragit med alfa och därmed bidragit positivt till fondens resultat. Vi är ännu inte helt tillfredsställda med resultatet, även om trenden pekar uppåt över tid. När vi går in i 2019 är vi fyra analytiker som enbart är fokuserade på att blanka bolag. Dessutom har dessa analytiker support av två redovisningsspecialister som arbetar från Sri Lanka.

Vår blankningsstrategi utvecklas löpande och under 2018 har vi fokuserat på att strukturera riskhanteringen för att reducera förluster när vi missbedömer fondens korta positioner. När aktiekursen går åt fel håll utvärderas innehaven i ett tidigare stadium och när de ett visst maximalt negativt bidrag så minskar vi positionen. Som en del av riskhanteringen sätter vi upp och utvärderar sannolikheten för de potentiella scenarion som skulle kunna påverka varje innehav. Scenarion i vilka aktien skulle kunna stiga 20 procent, i absoluta termer, måste vara mycket osannolika. Dessutom måste samtliga positioner på den korta sidan ha en potentiell nedsida på minst 20 procent för att fortsatt vara attraktiva. Vi har fokuserat på att utvärdera sannolikheten för uppköp av våra blankade innehav, vilket även under 2018 visat sig vara ett värdefullt inslag i vår riskhanteringsprocess.

Inom den korta strategin fokuserar vi på aktier med absolut nedsida vilka åtminstone går sämre än börsen i en stigande marknad. Vi hittar potentiella företag främst genom en multifaktorprocess som vi har utvecklat för att driva idégenerering i företag med aggressiv redovisning. När vi väl har upptäckt bolag med aggressiv redovisning, vill vi identifiera ytterligare ”ben” att stå på, exempelvis bolag med operativa misslyckanden, strukturella motgångar eller kraftig skuldsättning. För oss är det viktigt att vi har visibilitet i den utlösande faktorn, oavsett om det gäller att redovisningen måste normaliseras, att en CFO avgår, eller något annat som kommer få marknaden att reagera negativt i närtid. Efter genomgående analys av historiska beslut, vilka argument som användes vid initiering, och den alfa som genererades, har vi identifierat tydliga mönster i vad vi är bra på. Vi tar med oss detta in i det nya året med ett ännu mer strukturerat tillvägagångssätt.

Några av våra korta positioner som utvecklats väl under året är *Royal Mail*, *Dometic*, *XXL*, *Ebix* och *Landis+Gyr*.

I *Royal Mail*, som är Storbritanniens största post- och kurirbolag, identifierade vi ett strukturellt ben som bestod av acceleration i nedgången av postmarknaden, ett kraftigt förändrat landskap med Amazon som sätter prispress, och en stark fackförening och därmed en fast kostnadsbas. Det

andra benet var ökad konkurrens där kapacitet växer snabbare än efterfrågan.

Dometic och XXL är två nordiska blankningar som bidrog med alfa under året. Vi anser att Dometic är ett högkvalitativt bolag där vi dock såg säkerhetsmarginalen försvinna och problem dyka upp på kort sikt som inte marknaden haft i åtanke. Återförsäljarledet för fritidsfordon i USA och Tyskland hade ackumulerat för stort varulager, vilket rimligen skulle påverka Dometic.

Även i XXL, som säljer sport-, friluftskläder och utrustning, hade vi flera ben till vår korta position. Det första benet var att redovisningen visade ökat varulager och kundfordringar drivet av en svag slutkundsefterfrågan. Det fanns även några ändrade definitioner av viktiga nyckeltal. Det andra benet var den svaga slutkundsefterfrågan i Norden och Centraleuropa, bland annat på grund av överkapacitet. Det tredje benet var strukturell press från E-handeln som ansträngde XXL:s marginaler. Förändringar i ledningen var också ett negativt tecken. Vi täckte tyvärr både positionerna i Dometic och XXL för tidigt, men var korta under en stor del av nedgången.

Ibland identifierar vi blankningar som vi anser vara exceptionellt intressanta. Ebix var, och fortsätter vara, en sådan. Ebix startade som en mjukvaruutvecklare, framförallt till försäkringsindustrin, men när flera av deras segment blev utsatta för högre konkurrens och strukturell press köpte Ebix under loppet av ett år, och med en stor mängd skuld, upp flertalet indiska bolag i orelaterade sektorer. Mot bakgrund av vad vi anser vara en dålig internkontroll, aggressiv och bristande redovisning, problem med skattemyndigheter och USA:s finansinspektion, en ledning utan respekt för aktieägarna och hög värdering tog vi en kort position i bolaget. Vi är fortfarande korta detta bolag efter en signifikant nedgång.

En annan kort position som också bidrog positivt under 2018 är Landis+Gyr, en schweizisk tillverkare av så kallade smarta mätare (elmätare). Marknaden var efter deras börsnotering övertygade om att detta var en tillväxtmarknad. Efter flertalet samtal med industriexperter, konkurrenter och tidigare anställda ansåg vi att konkurrensen istället ökade, i en bransch utan inträdesbarriärer och differentiering. Dessutom var bolaget börsnoterat med en redovisning som dolde underliggande försämring och det fanns indikationer på att tidigare lönsamma kontrakt skulle gå ut. Vi är fortfarande korta i Landis+Gyr.

HÅLLBARHETSINFORMATION

Ansvarsfulla investeringar

Ansvarsfulla investeringar handlar i mångt och mycket om sunt förnuft. Det ingår i en portföljförvaltares uppdrag att analysera relevanta risker och möjligheter oavsett om de benämns vara ESG²⁾-faktorer eller exempelvis teknologisk utveckling och politisk risk. Att fatta välinformerade beslut är nödvändigt för att vi ska nå vårt mål om att generera en långsiktigt hållbar god riskjusterad avkastning.

2) Environmental, Social and Governance (miljöfrågor, sociala frågor samt affärsetik och bolagsstyrning)

Bodenholm är en aktiehedgefond med en koncentrerad portfölj med 15-25 långa positioner och 25-35 korta positioner. För den långa portföljen är investeringshorisonten tre år eller längre medan den är ett till två år för korta positioner. När det gäller långa positioner investerar Bodenholm i kvalitetsbolag med duktiga ledningsteam och stark affärsetik. Governance är således av yttersta vikt. För korta positioner använder sig Bodenholm av så kallad forensic accounting där vi mycket noggrant analyserar bolags finansiella rapporter för att identifiera eventuella tecken på att något inte står rätt till. Det kan till exempel handla om att bolaget försöker dölja att de har byggt upp stora varulager eller kundfordringar eller något annat som tyder på att bolaget har problem. Förutom att bokföringen kan indikera att det finns oklarheter och risker i ett bolag letar investeringsteamet även efter andra tecken som visar på att bolag står inför svårigheter. Det kan exempelvis handla om att affärsmodellen är hotad på grund av strukturella förändringar, ändrade konsumtionsvanor, produkt- och konsumenttrender. Följaktligen har hållbarhet genom affärsetik, miljö och sociala faktorer en stor vikt i analysen av Bodenholms korta positioner.

Eftersom Bodenholms portfölj är relativt koncentrerad och de långa positionerna relativt långsiktiga anser Bodenholm att det i vissa fall är relevant att ta en dialog med bolagen angående olika ESG frågor. Under 2018 berörde många av dialogerna affärsetiska faktorer såsom kompensationspaket till ledningsgrupper, informationsgivning och transparens, interna kontroller, styrelsens sammansättning och minoritetsägares rättigheter. Andra frågor som togs upp under året handlade exempelvis om att utveckla organiska produkter och återvinningsbara förpackningar samt om delningsekonomin.

Bodenholms policy för ansvarsfulla investeringar

Bodenholms policy för ansvarsfulla investeringar utgår från PRI:s (UN Principles for Responsible Investment) sex principer för ansvarsfulla investeringar. Bodenholm Capital AB, genom Brummer & Partners AB, har undertecknat PRI och är även så kallade signatories till Standars Board for Alternative Investments (SBAI) som tar fram så kallade best practice-standards för bland annat affärsetik, bolagsstyrning, informationsgivning och fondvärdering. SBAI tillsammans med PRI och AIMA (Alternative Investment Management Association, som Bodenholm Capital AB också är medlemmar i) har exempelvis tagit fram en ESG DDQ (ett frågeformulär/branschstandard angående ESG) för hedgefonder som Bodenholm har som ambition att fylla i. Läs mer om hur Brummer & Partners aktivt deltar i arbetet inom SBAI på www.brummer.se.

Utöver PRI:s sex principer och SBAI:s ramverk innehåller policyn en exkludering av bolag som är direkt involverade i att utveckla, producera, underhålla eller sälja vapen som är olagliga, exempelvis för att de bryter mot fördraget om ickespridning av kärnvapen, eller som anses kontroversiella, till exempel klusterbomber; personminor, biologiska- och

kemiska vapen. Brummer & Partners risk-team, som är oberoende från fonderna, screenar också Bodenholm för bolag som påstås vara involverade i kränkningar av internationella normer avseende miljö, mänskliga rättigheter, arbetsrätt och korruption. Granskningen genomförs kvartalsvis och eventuellt identifierade bolag diskuteras med Brummer & Partners Responsible Investment team och sätts upp på agendan för nästkommande styrelsemöte där styrelseledamöterna har möjlighet att ställa frågor till den förvaltningsansvarige om de så önskar.

Bodenholm utvärderar kontinuerligt sitt arbete med ansvarsfulla investeringar. Som ett resultat av den utvärderingen har Bodenholm beslutat att förutom kontroversiella vapen även utesluta bolag som är involverade i kärnvapen som tillåts enligt det så kallade ickespridningsavtalet. Vi har också beslutat att utesluta långa innehav i värdepapper kopplade till bolag där mer än fem procent av omsättningen kommer från produktion av förbränningskol eller där mer än 30 procent av omsättningen kommer från elproduktion som genererats med hjälp av kol. Fonden har dock möjlighet att gå kort i den här typen av bolag. De utökade exkluderingskriterierna infördes den 1 januari 2019.

NYA REGELVERK

Nya regler för hållbarhetsredovisning började gälla den 1 januari 2018. Information om hållbarhet i en fonds årsberättelse ska lämnas första gången för det räkenskapsår som börjar närmast efter den 31 december 2017. Bodenholm Capital AB har uppdaterat fondernas årsberättelser för att efterleva de nya reglerna. Läs mer under rubriken "Hållbarhetsinformation".

Den 3 januari 2018 trädde EU-direktivet MiFID II jämte förordningen MiFIR i kraft. Reglerna gäller i första hand värdepappersbolag, men de träffar även helt eller delvis övriga aktörer verksamma på de finansiella marknaderna. Bolaget påverkas även av ökade transparenskrav vad avser rapportering och tillhandahållande av information till värdepappersbolag som erbjuder handel i bolagets fonder. Bolaget har anpassat system och processer för att efterleva de nya reglerna.

I början av året trädde även ett nytt regelverk för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter ikraft, PRIIPs. Bolaget träffas inte direkt av dessa regler i dagsläget, men har ändå tagit fram en process för att leverera data till berörda parter.

Den 25 maj 2018 trädde GDPR, en ny dataskyddsförordning, ikraft. Regelverket är avsett att stärka och standardisera dataskydd för enskilda personer inom EU. Förordningen gäller i princip för all automatiserad behandling av personuppgifter och i vissa fall även manuell behandling inom all slags verksamhet. Bolaget har anpassat system och processer för att efterleva den nya förordningen.

Stockholm i januari 2019

Per Johansson
Förvaltningsansvarig

Avkastning och risk

NYCKELTAL¹⁾ SEDAN RESPEKTIVE FONDS START²⁾

	Bodenholm Master (SEK)	Bodenholm One (SEK) ³⁾	Bodenholm Two (USD) ³⁾	Credit Suisse Hedge Fund Index L/S Equity (USD)	MSCI World Index (lokal valuta) ⁴⁾	MSCI Europe Index (lokal valuta) ⁴⁾	MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) ⁴⁾
AVKASTNING, %							
2018	10,30	6,58	8,87	-4,62	-7,95	-10,81	-16,90
2017	16,54	12,27	13,93	13,41	18,48	13,06	34,35
2016	1,93	0,38	1,18	-3,43	8,25	6,78	8,95
2015 ⁵⁾	4,37	3,22	0,22	0,44	3,16	1,46	-3,33
Total avkastning sedan start ²⁾	36,76	23,98	25,78	4,93	21,79	9,25	17,58
Genomsnittlig årsavkastning	9,87	6,68	7,33	1,46	6,11	2,70	4,99
Genomsnittlig årsavkastning senaste två åren	13,42	9,42	11,41	4,02	4,45	0,42	5,68
Genomsnittlig årsavkastning senaste fem åren	-	-	-	-	-	-	-
AVKASTNINGSANALYS							
Bästa månad, %	4,34	3,71	3,93	3,11	7,87	7,26	13,03
Sämsta månad, %	-2,77	-2,85	-2,71	-4,48	-8,43	-5,57	-8,78
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,79	0,54	0,59	0,12	0,50	0,22	0,41
Andel positiva månader, %	62,50	62,50	61,54	62,50	75,00	57,50	55,00
Största ackumulerade värdefall, %	-5,20	-5,36	-4,87	-7,50	-13,68	-13,25	-23,81
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	Minst 2	Minst 2	Minst 2	Minst 1	Minst 1	Minst 1	Minst 3
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	6	7	6	18	8	13	Minst 12

RISKMÅTT OCH ÖVRIGA

NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN⁶⁾

Standardavvikelse, %	7,81	7,11	7,12	5,53	10,17	9,39	13,59
Downside risk, %	3,74	3,89	3,92	3,93	8,55	6,77	9,31
Sharpekvot	1,81	1,43	1,41	0,86	0,31	0,12	0,32
Korrelation mellan Bodenholm Master och angivet index	-	-	-	0,35	0,36	0,40	0,12

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 41.

2) Bodenholm Master och Bodenholm One startade den 1 september 2015. Bodenholm Two startade den 1 oktober 2015. För jämförelseindexen redovisas nyckeltal sedan Bodenholm Masters startdatum den 1 september 2015.

3) Avkastningen för Bodenholm One och Bodenholm Two redovisas efter fast och prestationsbaserat arvode. Uppgifterna avser andelsägare som deltagit i fonderna sedan start.

4) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

5) Avser perioden 1 september till 31 december 2015 för Bodenholm Master, Bodenholm One och jämförelseindexen. För Bodenholm Two avses perioden 1 oktober till 31 december 2015.

6) Enligt Fondbolagens Förenings riktlinjer för redovisning av nyckeltal ska riskmått baseras på månadsdata de senaste 24 månaderna.

Verksamhetsberättelse Bodenholm Master

PERIODENS RESULTAT

Bodenholm Master redovisar en avkastning på 10,30 procent för 2018. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en avkastning på -4,62 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) gick ned -7,95 respektive -10,81 procent, medan MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) minskade -16,90 procent.¹⁾

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Portföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 31 december 2018 uppgick Bodenholm Masters fondförmögenhet till 7 614 miljoner kronor, vilket är en ökning med 1 781 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under året var andelsutgivningen 2 703 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 1 574 miljoner kronor. Årets resultat uppgick till 652 miljoner kronor.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden betalat 15,8 miljoner kronor i aktielånekostnader, 25,3 miljoner kronor i aktiecourtage, 12,6 miljoner kronor i brokerage OTC derivat samt 0,7 miljoner kronor i kostnader för handel i optioner/terminer. Kostnader för extern analys uppgick till 42,9 miljoner kronor.

Fonden betalar inga fasta eller prestationsbaserade arvoden.

Årlig avgift, baserad på kostnader för extern analys, uppgår till 0,57 procent av fondförmögenheten. För information om erlagda kostnader för köp av extern analys, se not 2 Övriga kostnader i resultaträkningen.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga väsentliga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Riskhantering är en integrerad och viktig del i förvaltningen av fonden. Förvaltaren har identifierat olika typer av risker och fastställer riktlinjer för hur dessa ska hanteras. Fondens hade per 31 december 2018 en riskprofil som berodde på ett antal olika typer av risker såsom marknadsrisk, likviditetsrisk, motparts- och kreditrisk samt operativ risk. Exempel på dessa är:

Marknadsrisk:

- att hela marknaden för ett tillgångsslag kan stiga eller falla i pris,
- att belåning eller investeringar i olika derivatinstrument kan göra fonden mer känslig för marknadsförändringar genom hävstångseffekt,
- risker som har samband med koncentrationer av tillgångar eller marknader, där en fond som placerar i färre värdepapper och på ett mindre antal geografiska marknader har högre risk,
- förändringar i den relativa värdeutvecklingen mellan olika värdepapper.

Likviditetsrisk:

- stora marginalsäkerhetskrav i samband med derivataffärer kan tvinga fonden att avveckla positioner vid en ogynnsam tidpunkt,
- att en position inte kan avvecklas i tid till ett rimligt pris,
- stora uttag ur fonden.

Motparts- och kreditrisk:

- att en emittent eller motpart kan komma att ställa in betalningarna,
- beroendet av clearingfunktioner, förvaringsinstitut och andra tjänsteleverantörer.

Operativa risk:

- risker kopplade till förvaltarens operativa verksamhet som kan avse beroende av portföljförvaltare, IT-system, rutiner med mera,
- andra systemrisker och förändrad lagstiftning som innebär förändrade förutsättningar för förvaltarens verksamhet,
- modellrisker på grund av förenklingar, antaganden och misstolkningar i modeller för riskhantering.

Outsourcingrisk:

- risker kopplade till tjänster genomförda av tredjepartsleverantör, såsom B & P Fund Services AB och Citco Fund Services (Ireland) Ltd.

HÄVSTÅNG

Fonden har använt sig av derivatinstrument för att optimera positionstagande och för att säkra andra exponeringar, vilket skapat hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde.

Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 138 och 324 procent under året med en genomsnittlig exponering på 179 procent. Per balansdagen utgjorde den 262 procent.

1) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under året varierat mellan 156 och 273 procent, med en genomsnittlig exponering om 216 procent. Per balansdagen var den 265 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 228 och 441 procent och i genomsnitt utgjort 297 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 378 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE R UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE R EFTER PERIODENS UTGÅNG

I januari 2019 tog Erik Orving över rollen som VD. Han ersatte Per Johansson som fortsätter som förvaltningsansvarig för fonden.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under perioden anställdes Christos Damianou, Oleg Pavlovskyy, Markus Iwar och Pantelis Marinakis för att arbeta med analys och Erik Orving anställdes som vice VD. Tobias Brickel avslutade sin anställning som analytiker.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens andelsvärde. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och distribueras även via e-post vid förfrågan.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Förvaltaren har under 2018 betalat ut 16,2 miljoner kronor i sammanlagd ersättning till sina totalt femton anställda. Av dessa hänför sig 2,3 miljoner kronor till förvaltarens verkställande ledning och sådana anställda som väsentligen påverkar riskprofilen för fonden. Den sammanlagda ersättningen fördelar sig på 11,1 miljoner kronor i fast ersättning samt 5,1 miljoner kronor i rörlig ersättning.

Förvaltaren tillämpar fast och rörlig ersättning till sina anställda. Målet är att skapa incitament för en långsiktig absolut avkastning i linje med fondens riskprofil och att motverka för stort risktagande. Ersättningen baseras på fondens riskjusterade avkastning och individens bidrag till denna. Ersättningen fastställs i enlighet med bolagets vid var tid gällande ersättningspolicy och ersättningar som utbetalats under perioden har varit förenliga med förvaltarens ersättningspolicy. Inga väsentliga ändringar av ersättningspolicyn har gjorts under året.

ÖVRIGT

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas i två versioner om fonden handlat med derivatinstrument. Omsättningshastigheten, beräknat som summan av köpta finansiella instrument under 2018 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 2,61 gånger. Summan av köpta och sålda finansiella instrument under 2018 minskat med summan av tecknade och inlösta andelar i fonden, dividerat med fondens genomsnittliga fondförmögenhet under perioden var 4,71 gånger.

Per balansdagen uppgick Bodenholm Masters ställda säkerheter till 4 414 miljoner kronor, vilket motsvarar 57,97 procent av fondförmögenheten.

Fonden hade inga mottagna säkerheter per den 31 december 2018.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,23 procent, som lägst 0,45 procent, i genomsnitt 0,80 procent och vid periodens utgång 1,23 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01 – 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01 – 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper		709 411	872 238
Värdeförändring på OTC-derivatinstrument		68 410	16 975
Värdeförändring på övriga derivatinstrument		169 260	-19 576
Ränteintäkter		1 431	574
Utdelningar		123 464	61 865
Valutakursvinster och -förluster netto		-141 746	-26 666
Övriga finansiella intäkter		510	-
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		930 740	905 410
<i>Kostnader</i>			
Räntekostnader		-16 705	-9 987
Övriga finansiella kostnader	1	-179 941	-78 501
Övriga kostnader	2	-81 683	-41 540
SUMMA KOSTNADER		-278 329	-130 028
ÅRETS RESULTAT		652 411	775 382
NOT 1 ÖVRIGA FINANSIELLA KOSTNADER			
Aktielån		-15 770	-6 371
Utdelningar		-164 171	-72 130
Summa övriga finansiella kostnader		-179 941	-78 501
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Bankkostnader		-295	-140
Externt förvärvade analyskostnader		-42 867	-24 132
Transaktionsavgifter		-38 521	-17 268
Summa övriga kostnader		-81 683	-41 540

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-12-31	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		7 044 387	4 522 927
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		134 826	121 358
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		28 787	6 293
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		7 208 000	4 650 578
Bankmedel och övriga likvida medel		2 706 820	2 006 504
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3	10 318	4 825
Övriga tillgångar	4	87 240	10 778
SUMMA TILLGÅNGAR		10 012 378	6 672 685
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		44 848	68 099
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		1 828 764	676 733
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		1 873 612	744 832
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	5	16 809	3 798
Övriga skulder	6	508 102	91 273
SUMMA SKULDER		2 398 523	839 903
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		7 613 855	5 832 782
POSTER INOM LINJEN			
<i>Ställda säkerheter för inlånade finansiella instrument</i>			
Finansiella instrument		2 610 231	950 982
Procent av fondförmögenhet		34,28	16,30
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Finansiella instrument		1 801 175	12 559
Procent av fondförmögenhet		23,66	0,22
Bankmedel		–	975 666
Procent av fondförmögenhet		0,00	16,73
<i>Ställda säkerheter för övriga derivatinstrument</i>			
Finansiella instrument		2 540	6 293
Procent av fondförmögenhet		0,03	0,11
Bankmedel		0	15 243
Procent av fondförmögenhet		–	0,26
NOT 3 FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER			
Räntor		277	36
Utdelningar		8 741	4 444
Övrigt		1 300	345
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		10 318	4 825
NOT 4 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fondlikvidfordringar		87 240	10 778
Summa övriga tillgångar		87 240	10 778
NOT 5 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		1 096	1 029
Utdelningar		12 933	1 498
Övrigt		2 780	1 271
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		16 809	3 798
NOT 6 ÖVRIGA SKULDER			
Fondlikvidskulder		74 585	91 251
Skuld matarfond		433 517	22
Summa övriga skulder		508 102	91 273

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Aktier och aktierelaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>	<i>Exponering (tkr)</i>	<i>Exponering (%)</i>
--------------------------------------------------------------	-----------------	--------------------------	--------------	-----------------------------------------------	---------------------------------------------------	-----------------------------	---------------------------

Denna version är förkortad

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2015-12-31	0	3 236 490	-32	98 113	3 334 571
2016-12-31	3 334 571	4 162 305	-2 770 784	155 245	4 881 337
2017-12-31	4 881 337	811 128	-635 065	775 382	5 832 782
2018-12-31	5 832 782	2 702 604	-1 573 942	652 411	7 613 855

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2015-12-31	3 334 571	3 194 924,40	1 043,71	4,37 ²⁾
2016-12-31	4 881 337	4 588 200,88	1 063,89	1,93
2017-12-31	5 832 782	4 704 248,08	1 239,90	16,54
2018-12-31	7 613 855	5 567 333,90	1 367,59	10,30

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 september till 31 december 2015.

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas.

I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivatinstrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterad termin, för icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderings-

mäklare och för OTC-derivatinstrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man."

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Fonden hade inget innehav av svärvärderade tillgångar per 28 december 2018.

Verksamhetsberättelse Bodenholm One

PERIODENS RESULTAT

Bodenholm One redovisar en avkastning på 6,58 procent för 2018. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en avkastning på -4,62 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) gick ned -7,95 respektive -10,81 procent, medan MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) minskade -16,90 procent.¹⁾

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Porföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 31 december 2018 uppgick Bodenholm Ones fondförmögenhet till 7 608 miljoner kronor, vilket är en ökning med 1 777 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under året uppgick andelsutgivningen till 3 176 miljoner kronor och inlösen till 1 787 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till 387 miljoner kronor.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2018

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Bodenholm One under kalenderåret 2018. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 december 2017, och som behållit dessa andelar under hela 2018.

	Belopp i kronor
Marknadsvärde per 2017-12-31	10 000
Värdet förändring före kostnader 2018	1 184
Kostnader	
Fast arvode*	-106
Prestationsbaserat arvode**	-263
Övriga kostnader***	-157
Värdet förändring efter kostnader	658
Marknadsvärde per 2018-12-31	10 658

* 1 procent per år.

** 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-
tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid
beräkning av prestationsbaserat arvode.

*** I denna post ingår: courtage, analys- och aktielånekostnader samt bank-
och räntekostnader hänförliga till både Bodenholm Master och One.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden inte haft några kostnader för aktielån, aktiecourtage eller optionscourtage. Fonden har enbart varit investerad i Bodenholm Master och i samband med handel i mottagarfonden har matarfonden belastats med courtage om 7 tusen kronor.

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 74,9 respektive 189,8 miljoner kronor.

Årlig avgift för 2018 uppgår till 1,57 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Bodenholm Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga väsentliga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Bodenholm One är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Bodenholm Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Bodenholm Master. Läs om riskhanteringen i Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 14.

HÄVSTÅNG

Fondens totala hävstång mätt med såväl brutto- som åtagandemetoden har under året varierat mellan 93 och 113 procent och i genomsnitt utgjort 100 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 106 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden utöver det som nämns under stycket "Organisatoriska förändringar".

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

I januari 2019 tog Erik Orving över rollen som VD. Han ersatte Per Johansson som fortsätter som förvaltningsansvarig för fonden.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under perioden anställdes Christos Damianou, Oleg Pavlovskyy, Markus Iwar och Pantelis Marinakis för att arbeta med analys och Erik Orving anställdes som vice VD. Tobias Brickel avslutade sin anställning som analytiker.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning och andelsvärde. Dessutom publiceras månadsrapporter med mer utförlig information om fondens utveckling på webbplatsen. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och distribueras även via e-post vid förfrågan.

1) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Bodenholm Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltare hänvisas till Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 15.

ÖVRIGT

Omsättningshastigheten, beräknat som summan av sålda finansiella instrument under 2018 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0,21 gånger.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,23 procent, som lägst 0,45 procent, i genomsnitt 0,81 procent och vid periodens utgång 1,23 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01– 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		652 263	775 094
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		652 263	775 094
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-264 714	-194 123
Räntekostnader		-103	-39
Övriga kostnader	2	-15	-9
SUMMA KOSTNADER		-264 832	-194 171
ÅRETS RESULTAT		387 431	580 923
NOT 1 FÖRVALTNINGSKOSTNADER			
Fasta arvoden		-74 923	-51 935
Prestationsbaserade arvoden		-189 791	-142 188
Summa förvaltningskostnader		-264 714	-194 123
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Bankkostnader		-8	-1
Transaktionsavgifter		-7	-8
Summa övriga kostnader		-15	-9

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-12-31	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		7 607 124	5 830 861
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		7 607 124	5 830 861
Bankmedel och övriga likvida medel		92 066	5 732
Övriga tillgångar	3	433 500	-
SUMMA TILLGÅNGAR		8 132 690	5 836 593
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	6 737	5 456
Övriga skulder	5	518 377	78
SUMMA SKULDER		525 114	5 534
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		7 607 576	5 831 059
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		433 500	-
Summa övriga tillgångar		433 500	-
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag		6 737	5 456
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		6 737	5 456
NOT 5 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		518 377	78
Summa övriga skulder		518 377	78

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Andelar i fonder</i>					
Bodenholm Master	7	SE	5 562 412	7 607 124	99,99
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				7 607 124	99,99
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				452	0,01
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				7 607 576	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
7. Övriga finansiella instrument	7 607 124	99,99

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortning har använts: SE Sverige.

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltning av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på fondandelar används av förvaltaren senast redovisade andelsvärde. I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivatinstrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterad termin, för icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderingsmäklare

och för OTC-derivatinstrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man."

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Dessutom genomför Citco beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenheten

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2015-12-31	0	3 263 463	-399	70 756	3 333 820
2016-12-31	3 333 820	4 474 264	-2 979 257	51 019	4 879 846
2017-12-31	4 879 846	925 524	-555 233	580 923	5 831 059
2018-12-31	5 831 059	3 175 791	-1 786 705	387 431	7 607 576

Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (tkr)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (kr)</i>	<i>Avkastning (%)¹⁾</i>
2015-12-31	3 333 820	3 237 101,33	1 029,88	3,22 ²⁾
2016-12-31	4 879 846	4 740 599,48	1 029,37	0,38
2017-12-31	5 831 059	5 072 307,14	1 149,59	12,27
2018-12-31	7 607 576	6 277 103,96	1 211,96	6,58

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 september till 31 december 2015.

Verksamhetsberättelse Bodenholm Two

PERIODENS RESULTAT

Bodenholm Two redovisar en avkastning på 8,87 procent för 2018. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en avkastning på -4,62 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) gick ned -7,95 respektive -10,81 procent, medan MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) minskade -16,90 procent.¹⁾

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Porföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2018 uppgick Bodenholm Twos fondförmögenhet till 747 359 US-dollar, vilket är en ökning med 514 536 US-dollar sedan den 31 december 2017. Under året uppgick andelsutgivningen till 500 000 US-dollar. Ingen inlösen skedde under perioden. Periodens resultat uppgick till 14 536 US-dollar.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2018

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Bodenholm Two under kalenderåret 2018. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 US-dollar per 31 december 2017, och som behållit dessa andelar under hela 2018.

	Belopp i US-dollar
Marknadsvärde per 2017-12-31	10 000
Värdeförändring före kostnader 2018	1 499
Kostnader	
Fast arvode*	-106
Prestationsbaserat arvode**	-270
Övriga kostnader***	-236
Värdeförändring efter kostnader	887
Marknadsvärde per 2018-12-31	10 887

* 1 procent per år.

** 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid beräkning av prestationsbaserat arvode.

*** I denna post ingår: courtage, analys- och aktielånekostnader samt bank- och räntekostnader hänförliga till både Bodenholm Master och Bodenholm Two.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden inte haft några kostnader för aktielån, aktiecourtage eller optionscourtage. Fonden har enbart varit investerad i Bodenholm Master och i samband med handel i mottagarfonden har matarfonden belastats med courtage om 827 US-dollar under året.

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 3 976 US-dollar respektive 8 836 US-dollar.

Årlig avgift för 2018 uppgår till 1,57 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Bodenholm Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga väsentliga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Bodenholm Two är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Bodenholm Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Bodenholm Master. Läs om riskhanteringen i Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 14.

HÄVSTÅNG

Fonden har under perioden använt derivat för att regelbundet valutasäkra innehavet i specialmottagarfonden. Fonden har även rätt att uppta lån, vilket kan påverka fondens hävstång. Tillfälliga lån kan vid enstaka tillfällen under perioden ha använts för att hantera fondens likviditet.

Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 96 och 344 procent under året med en genomsnittlig exponering på 170 procent. Per balansdagen utgjorde den 308 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under året varierat mellan 95 och 105 procent, med en genomsnittlig exponering om 100 procent. Per balansdagen var den 101 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 192 och 440 procent och i genomsnitt utgjort 270 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 409 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden utöver det som nämns under stycket "Organisatoriska förändringar".

1) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE EFTER PERIODENS

UTGÅNG

I januari 2019 tog Erik Orving över rollen som VD. Han ersatte Per Johansson som fortsätter som förvaltningsansvarig för fonden.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under perioden anställdes Christos Damianou, Oleg Pavlovskyy, Markus Iwar och Pantelis Marinakis för att arbeta med analys och Erik Orving anställdes som vice VD. Tobias Brickel avslutade sin anställning som analytiker.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning och andelsvärde. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och distribueras även kostnadsfritt via e-post vid förfrågan.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Bodenholm Master samt i valutasäkringar för detta innehav. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 15.

ÖVRIGT

Bodenholm Two investerar enbart i andelar i Bodenholm Master samt använder sig av derivatinstrument för att valutasäkra sitt innehav i mottagarfonden Bodenholm Master.

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas i två versioner om fonden handlat med derivatinstrument. Omsättningshastigheten, beräknat som summan av sålda finansiella instrument under 2018 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0,12 gånger. Summan av köpta och sålda finansiella instrument under 2018 minskat med summan av tecknade och inlösta andelar i fonden, dividerat med fondens genomsnittliga fondförmögenhet under perioden var 0,25 gånger.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,23 procent, som lägst 0,45 procent, i genomsnitt 0,80 procent och vid periodens utgång 1,17 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i USD</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01– 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		13 516	35 503
Ränteintäkter		38	-
Valutakursvinster och -förluster netto		15 758	2 537
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		29 312	38 040
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-12 812	-8 792
Räntekostnader		-	-5
Övriga kostnader	2	-1 964	-774
SUMMA KOSTNADER		-14 776	-9 571
ÅRETS RESULTAT		14 536	28 469
NOT 1 FÖRVALTNINGSKOSTNADER			
Fasta arvoden		-3 976	-2 217
Prestationsbaserade arvoden		-8 836	-6 575
Summa förvaltningskostnader		-12 812	-8 792
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Bankkostnader		-1 137	-
Transaktionskostnader		-827	-774
Summa övriga kostnader		-1 964	-774

BALANSRÄKNING

Belopp i USD	Not	2018-12-31	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		750 539	234 281
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		3 456	1 744
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		753 995	236 025
Bankmedel och övriga likvida medel		277	111
Övriga tillgångar	3	1 923	2 622
SUMMA TILLGÅNGAR		756 195	238 758
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		8 213	5 737
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		8 213	5 737
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	623	198
SUMMA SKULDER		8 836	5 935
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		747 359	232 823
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran matarfond		1 923	2 622
Summa övriga tillgångar		1 923	2 622
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		–	4
Skuld till fondbolag		623	194
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		623	198

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (USD)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					
Bodenholm Master	7	SE	4 922	750 538	100,43
<i>Valutarelaterade instrument</i>					
<i>FX Outright</i>	<i>Kategori</i>	<i>Valuta</i>	<i>Belopp</i>	<i>Marknads- värde (USD)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
USD/SEK	7	SEK	6 878 872	3 434	-0,64
USD/SEK	7	SEK	86 696	-6	0,46
USD/SEK	7	SEK	-13 649 140	-8 207	0,00
USD/SEK	7	SEK	-44 619	23	-1,10
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				745 782	99,79
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				1 577	0,21
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				747 359	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (USD)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	-	-
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	-	-
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	-	-
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	-	-
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	-	-
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	-	-
7. Övriga finansiella instrument	745 782	99,79

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortning har använts: SE Sverige.

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på fondandelar används av förvaltaren senast redovisade andelsvärde. I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se § 7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivat instrument genom användan-

det av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterat termin, för icke marknadsnoterade instrument, se § 7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderingsmäklare och för OTC-derivat instrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man."

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsä-

garna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Dessutom genomför Citco beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

<i>Belopp i USD</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2015-12-31	0	150 970	–	335	151 305
2016-12-31	151 305	50 000	–	3 049	204 354
2017-12-31	204 354	–	–	28 469	232 823
2018-12-31	232 823	500 000	–	14 536	747 359

Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (USD)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (USD)</i>	<i>Avkastning (%)¹⁾</i>
2015-12-31	151 305	150,97	1 002,22	0,22 ²⁾
2016-12-31	204 354	201,53	1 014,02	1,18
2017-12-31	232 823	201,53	1 155,28	13,93
2018-12-31	747 359	595,60	1 254,80	8,87

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 oktober till 31 december 2015.

Stockholm den 18 februari 2019

Bodenholm Capital AB

Svante Elfving
Ordförande

Per Johansson

Ola Paulsson

Erik Orving
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

Till andelsägarna i Bodenholm Master org.nr 515602-7798, Bodenholm One org.nr 515602-7772 och Bodenholm Two org.nr 515602-7780

RAPPORT OM ÅRSBERÄTTELSE

Uttalanden

Vi har i egenskap av revisorer i Bodenholm Capital AB, organisationsnummer 559007-1790, utfört en revision av årsberättelserna för Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two för år 2018 med undantag för hållbarhetsinformationen på sidan 11 ("hållbarhetsinformationen"). De alternativa investeringsfondernas årsberättelser ingår på sidorna 14-38 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Twos finansiella ställningar per den 31 december 2018 och av deras finansiella resultat för året enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Våra uttalanden omfattar inte hållbarhetsinformationen på sidan 11.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet *Revisorernas ansvar*. Vi är oberoende i förhållande till fondbolaget enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Annan information än årsberättelserna

Det är förvaltningsbolaget som har ansvaret för den andra informationen. Den andra informationen består av sidorna 1-13 och 39-41 men innefattar inte årsberättelsen och vår revisionsberättelse avseende denna.

Vårt uttalande avseende årsberättelsen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsberättelsen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsberättelsen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informa-

tionen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Förvaltningsbolagets ansvar

Det är fondbolaget som har ansvaret för att årsberättelsen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Fondbolaget ansvarar även för den interna kontroll som det bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Revisorernas ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsberättelsen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsberättelsen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondbolagets interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i fondbolagets uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- Utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsberättelsen, däribland upplysningarna, och om årsberättelsen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera fondbolaget om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Revisorns yttrande avseende den lagstadgade hållbarhetsinformationen

Det är fondbolaget som har ansvaret för hållbarhetsinformationen på sidan 11 och för att den är upprättad i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Vår granskning av hållbarhetsinformationen för fonden har skett med vägledning i tillämpliga fall av FARs rekommendation RevR 12 Revisorns yttrande om den lagstadgade hållbarhetsrapporten. Detta innebär att vår granskning av hållbarhetsinformationen har en annan inriktning och en väsentligt mindre omfattning jämfört med den inriktning och omfattning som en revision enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige har. Vi anser att denna granskning ger oss tillräcklig grund för vårt uttalande.

Hållbarhetsinformation har lämnats i årsberättelsen.

Stockholm den 18 februari 2019

KPMG AB

Anders Bäckström
Auktoriserad revisor

Förvaltningsorganisation

Per Johansson, förvaltningsansvarig (CIO), vd och styrelseledamot – Efter avslutade magisterstudier vid Lunds universitet anställdes Per Johansson 2004 som aktieanalytiker av Fidelity Investments i London. År 2006 gick han vidare till Fidelity Management & Research i Boston som analytiker och delansvarig för Global Financials Fund. År 2009 flyttade Per Johansson till Hong Kong för att bygga upp Fidelity Management & Researchs aktieanalysavdelning för Asien. Från 2010 blev Johansson delansvarig för Fidelity Management & Researchs globala emerging markets-fond. År 2011 flyttade han tillbaka till London för att utöver sitt ansvar för emerging markets ta över ansvaret som ensam portföljförvaltare för Fidelity Management & Research Nordic Fund. Barrons rankade fonden som den bästa av alla internationella fonder i USA 2013 och 2014 vann den Lippers European Award för sitt treåriga track record. Per Johansson grundade Bodenholm Capital AB i början av 2015 och är förvaltningsansvarig (CIO) för fonden.

Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med cirka 112 miljarder kronor¹⁾ under förvaltning på uppdrag av institutioner, privatpersoner och företag. Genom att vi samlar investeringsstrategier som inte förväntas samvariera över tiden och som alla eftersträvar konkurrenskraftig riskjusterad avkastning, kan vi erbjuda en väldiversifierad förvaltning vars avkastning över tid förväntas vara oberoende av utvecklingen på kapitalmarknaden.

VÅR AFFÄRSMODELL

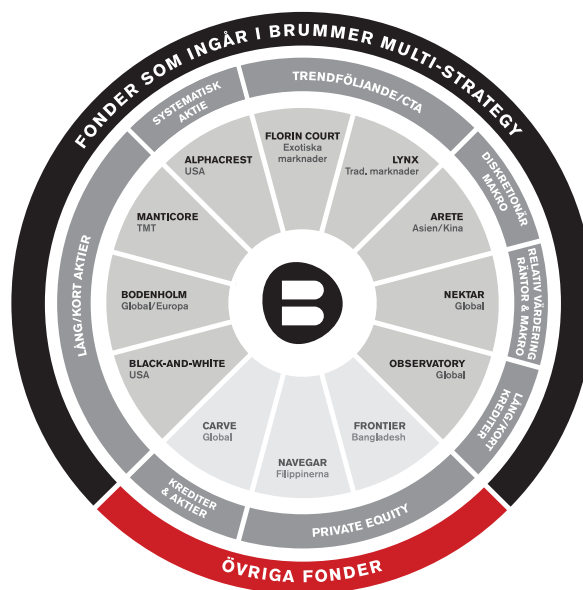
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamen kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven av förvaltningsbolagen samtidigt som vi kan erbjuda en väl diversifierad förvaltning. Vår modell har visat sig vara attraktiv för skickliga förvaltarteamen som uppskattar sin självständighet i kombination med vår erfarenhet och expertis.

VÅR FÖRVALTNING

Våra hedgefonder, som alla följer olika investeringsstrategier, bildar tillsammans en diversifierad portfölj: Brummer Multi-Strategy (BMS) och Brummer Multi-Strategy 2xL (BMS 2xL). BMS-fonderna utgör kärnan i vår förvaltning. Förutom BMS-fonderna förvaltar gruppen för närvarande tio hedgefonder och två private equity-fonder.

När vi adderar nya förvaltarteamen till gruppen och BMS fokuserar vi inte på hur snabbt de nya fonderna kan attrahera kapital från investerare. Vårt fokus ligger inte på att vårt förvaltade kapital ska växa. I stället fokuserar vi på att vår samlade förvaltning, genom BMS, ska generera konkurrenskraftig avkastning. Det som är viktigt för oss är därför att identifiera nya förvaltarteamen som vi tror kommer att göra BMS mer effektiv över tid, antingen genom att höja BMS förväntade avkastning och/eller sänka dess risk. Vårt mål är att hitta kvalitativa förvaltarteamen som vi tror kommer att leverera konkurrenskraftig riskjusterad avkastning.

Eftersom vi är delägare i förvaltningsbolagen och BMS är en viktig investerare i alla våra fonder, samtidigt som både Brummer & Partners AB och portföljförvaltarna själva investerar i fonderna, skapas intressegemenskap mellan oss, portföljförvaltarna och våra investerare. Vår avgiftsstruktur baseras på att vi tar betalt efter prestation och fondernas mål är inte att slå sina jämförelseindex utan att leverera konkurrenskraftig avkastning oavsett hur det går för indexen. Våra portföljförvaltare måste alltid ta igen eventuella förluster och passera fondernas avkastningströsklar innan prestationsbaserat arvode kan tas ut.



BRUMMER LIFE

Till skillnad från vår aktiva förvaltning där vi tar betalt efter prestation erbjuder vi i Sverige, genom vårt försäkringsbolag Brummer Life, index- och räntefonder till låga eller inga förvaltningsavgifter. När vi startade Brummer Life var ambitionen att ge fler människor tillgång till en förvaltning som tidigare bara varit tillgänglig för ett fåtal. Vi ville också vara enklare, tydligare och mer transparenta i en bransch som ofta kännetecknas av motsatsen. Genom Brummer Life arbetar vi för en mer hållbar pensionsbransch och driver aktivt frågan om fri flytträtt och provisionsfri rådgivning.

SBAI-STANDARD

Som en av grundarna och initiativtagarna till Standards Board for Alternative Investments (SBAI) kräver vi att våra förvaltningsbolag följer de riktlinjer gällande bland annat informationsgivning, värdering, riskhantering och bolagsstyrning som SBAI ger ut. SBAI samlar investerare, hedgefondförvaltare och myndigheter runt ett gemensamt ramverk i syfte att förbättra transparensen och "best practice" i branschen.

FN:S PRINCIPER FÖR ANSVARSFULLA INVESTERINGAR

Brummer & Partners undertecknade FN:s initiativ för ansvarsfulla investeringar (UN PRI) i juli 2016 eftersom det är en viktig fråga både för Brummer & Partners och för våra fonders investerare.

1) 31 december 2018

Ordlista

ABSOLUT AVKASTNING Positiv avkastning. Fonden har ett absolut avkastningsmål, vilket innebär att förvaltarna över tiden eftersträvar en positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Detta står i kontrast till traditionella fonder som har ett relativt avkastningsmål, det vill säga att överträffa ett specifikt index.

BLANKNING Försäljning av värdepapper som säljaren inte äger vid försäljningstillfället. Säljaren lånar värdepappren för att kunna leverera dem på likviddagen för försäljningen.

DERIVAT Ett finansiellt instrument vars värdeutveckling kan härledas till en viss underliggande tillgång och som innebär rättigheten eller skyldigheten att köpa eller sälja tillgången (se Option och Termin).

FONDFÖRMÖGENHET (FFM) Marknadsvärdet av alla fondens tillgångar reducerat med marknadsvärdet av alla fondens skulder. Fondens substansvärde.

HIGH WATERMARK En princip som innebär att andelsägare endast erlagger prestationsbaserat arvode då eventuell underavkastning i förhållande till avkastningströskeln från tidigare perioder har återhämtats.

INDEX Beskriver förändringen i ett tillgångsslags värde. Index används traditionellt som jämförelsetal för värdeutvecklingen i fonder.

KORRELATION Ett statistiskt mått som beskriver graden av linjärt samband mellan två tidsserier. Korrelation antar per definition ett värde mellan +1 (perfekt positiv korrelation) och -1 (perfekt negativ korrelation). Värdet 0 visar att det inte finns något samband mellan tidsserierna. Traditionella fonder har en korrelation nära +1 till sitt index.

KORT POSITION Blankade värdepapper (se Position och Blankning).

LÅNG POSITION Innehav av värdepapper (se Position).

NETTOEXPONERING Marknadsvärdet av fondens långa minus korta aktiepositioner samt exponering via derivat i förhållande till fondförmögenheten. Måttet uttrycks i procent.

OPTION En rättighet men inte en skyldighet att köpa eller sälja en viss tillgång vid en viss tidpunkt till ett visst pris.

POSITION En på finansmarknaden vedertagen term som avser ett innehav eller en blankning (se Blankning) av ett visst finansiellt instrument eller kombinationer av dessa.

RISK Mäts traditionellt med måttet standardavvikelse, som anger hur mycket värdeutvecklingen har fluktuerat. Standardavvikelse används vanligtvis för att spegla investeringens risknivå. En fonds risknivå klassas ofta utifrån hur mycket fondens andelsvärde har varierat (eller kan antas variera) över tiden. Hög standardavvikelse innebär stora variationer och därmed hög risk, låg standardavvikelse innebär små variationer och därmed låg risk.

RISKJUSTERAD AVKASTNING Avkastningen utöver den riskfria räntan i relation till investeringens risk (se Risk och Sharpe-kvot).

SAMMANLAGD EXPONERING Summan av marknadsvärdet av fondens långa och korta aktiepositioner samt exponering via derivat i förhållande till fondförmögenheten. Positioner i samma underliggande värdepapper bidrar enbart med sin nettoexponering. Måttet uttrycks i procent.

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 som fondlagstiftningen generellt tillåter. Bodenholmfonderna är specialfonder enligt 1 kap 11 § p. 23 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

STANDARDVARIATION Ett statistiskt mått som anger spridningen i en datamängd.

TERMIN En skyldighet att köpa eller sälja en viss tillgång vid en viss tidpunkt till ett visst pris.

VALUE-AT-RISK (VaR) Ett sannolikhetsbaserat statistiskt mått på risken i en portfölj. Måttet uttrycker den förlustnivå som portföljen förväntas överskrida under en given tidsperiod med en given grad av statistisk säkerhet. I Bodenholm Masters externa rapportering avser VaR 1 dag med 95 procents konfidens. Måttet uttrycks i procent av fondförmögenheten.

VOLATILITET Ett mått på hur avkastningen varierar över tiden. Vanligen beräknas en tillgångs volatilitet som standardavvikelsen i tillgångens avkastning. Ofta använder man volatilitet som ett mått på risken i en portfölj.

