



BODENHOLM

---

HALVÅRSRAPPORT 2019

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 avkastningströskeln<sup>1</sup>, debiteras månatligen  
Bodenholm Two: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln<sup>2</sup>, 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 kompenserats. 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 kompenserats.

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

## BODENHOLMS HALVÅRSRAPPORT

### 1 JANUARI TILL 30 JUNI 2019

Styrelsen och verkställande direktören för Bodenholm Capital AB avger härmed följande halvårsrapport för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two för perioden 1 januari till 30 juni 2019.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	11
Bodenholm Master .....	12
Verksamhetsberättelse .....	12
Räkenskaper.....	14
Bodenholm One .....	23
Verksamhetsberättelse .....	23
Räkenskaper.....	24
Bodenholm Two .....	27
Verksamhetsberättelse .....	27
Räkenskaper.....	28
Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport .....	32
Förvaltningsorganisation .....	33
Brummer & Partners .....	34
Ordlista .....	35

#### 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](http://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")-branschklassificeringen 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](http://www.msci.com) © 2019 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

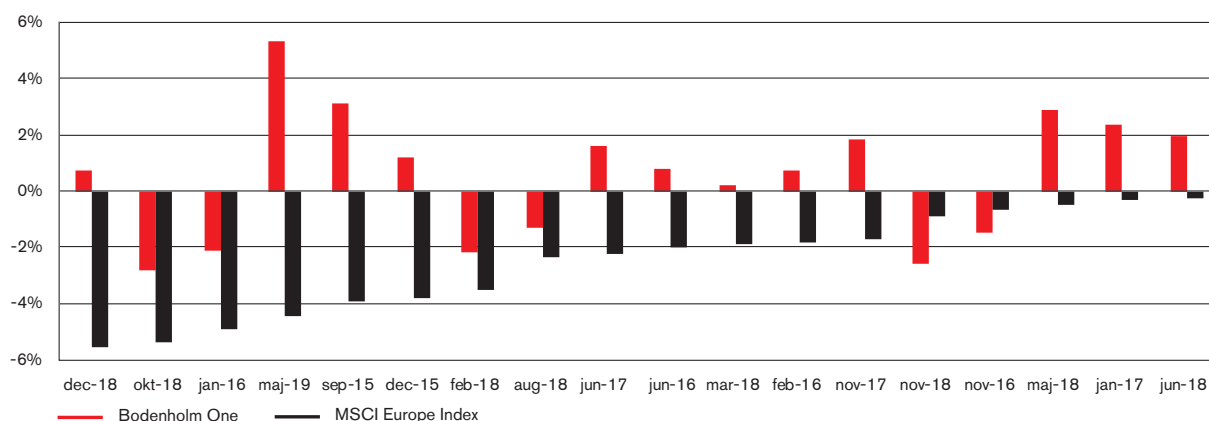
## ÖVERSIKT OCH RESULTAT

Bodenholm One redovisar en avkastning på 7,01 procent (efter avgifter) för det första halvåret 2019. I jämförelse presterade fonden lägre avkastning än den europeiska aktiemarknaden (MSCI Europe NDTR Index), som var upp 16,37 procent. Under den senaste tolv månadersperioden har Bodenholm One genererat en avkastning om 6,95 procent samtidigt som den europeiska aktiemarknaden avkastat 4,25 procent. Resultatet är tillfredsställande då vårt mål är att generera konkurrenskraftig riskjusterad avkastning oberoende av den generella marknadsutvecklingen. Fondens historiska avkastning har dessutom uppnåtts till en lägre risknivå än aktiemarknadens. Bodenholm One har haft en årlig standardavvikelse, beräknad från dagliga avkastningar, på 6,81 procent, medan standardavvikelsen för MSCI Europe har varit 10,88 procent.<sup>1)</sup>

### 1. Värdeutveckling (%) sedan fondens start



### 2. Negativa kalendermånader i aktiemarknaden sedan fondens start



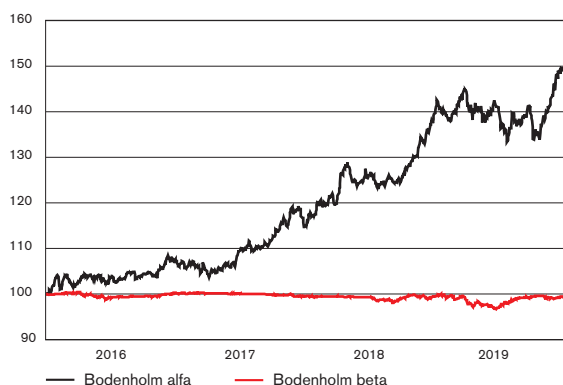
Under våren 2019 tilldelades Bodenholm för andra året i rad priset som årets hedgefond i storlekskategorin 500–1000 miljoner US-dollar på *Investors Choice Awards* i London. Vi ser utmärkelsen som ett kvitto på resultatet av vårt kontinuerliga arbete med vår investeringsprocess och riskhantering. Sedan start har Bodenholm varit nominerad till en av Europas bästa hedgefonder flertalet gånger och utsetts till vinnare i tre av fallen.

Något vi och våra investerare uppskattar med vår strategi är den okorrelerade avkastning som fonden hittills uppvisat mot aktiemarknaden och andra hedgefonder. Om vi blickar tillbaka i tiden kan vi konstatera att Europas breda aktieindex, MSCI Europe, har haft 18 negativa kalendermånader sedan Bodenholms start. Stapeldiagrammet nedan visar Bodenholms nettoavkastning under dessa månader. Även om det inte är ett uttalat mål att fonden ska generera positiv avkastning i en fallande marknad är det glädjande att observera att så är fallet i 12 av 18 månader. Att Bodenholms strategi har möjlighet att generera positiv avkastning i svaga marknader tjänade oss väl under 2018 – som allmänt benämns som det svåraste året i aktiemarknaden sedan 2008 – då fonden avkastade 6,58 procent till följt av framgångsrikt aktieurval. I maj 2019 visade strategin återigen att det är aktieurvalet som i huvudsak styr fondens resultatutveckling och inte marknadens riktning. Trots en positiv nettoexponering under månaden gick fonden upp 5,32 procent samtidigt som marknaden föll 4,48 procent.

1) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Med europeiskt fokus och en relativt lång tidshorisont har vi ett brett universum att finna attraktiva investeringsmöjligheter. Vi strävar efter att varje år uppnå konkurrenskraftig riskjusterad avkastning som ska vara bättre än i en traditionell aktieportfölj. Sedan start är fondens nettoavkastning 32,67 procent samtidigt som aktiemarknaden (MSCI Europe) är upp 27,13 procent inklusive utdelningar. En genomsnittlig årsavkastning efter avgifter på 7,67 procent är något vi är tillfredsställda med, eftersom avkastningen har skett utan bidrag från marknaden (beta). Se graf nedan.

### 3. Bodenholms alfa och beta (brutto) sedan fondens start



### FÖRSTA HALVÅRET 2019

I årsberättelsen för 2018 noterade vi att det gånga året var en period där de flesta tillgångsslag hade kraftig motvind. Obligationer med hög eller låg kreditrisk, FX (mätt i USD), råvaror samt aktiemarknader genererade alla negativ avkastning. Även lång exponering i aktiefaktorer, som exempelvis kvalitet, värdeaktier, "momentum" och tillväxt gav negativ avkastning. När vi summerade 2018 kunde vi följaktligen observera att de fonder som lyckades generera en positiv avkastning i aktiemarknaden under 2018 var de fonder som kombinerade framgångsrikt aktieurval, lång som kort, med låg exponering mot aktiemarknaden.

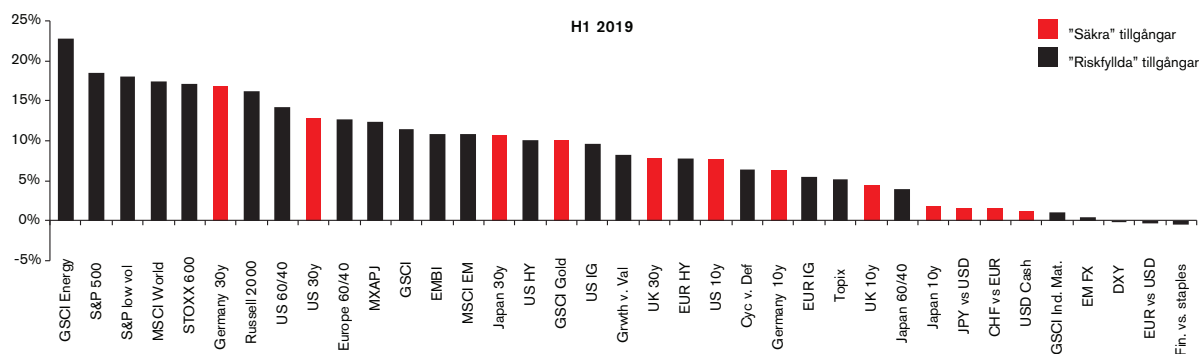
I motsats till förra året har de flesta tillgångsslagen under första hälften av 2019 levererat positiv avkastning (se graf nedan). Trots att vi noterat en avmattning i den globala

tillväxten under första halvåret har en låg ingångsnivå efter fjärde kvartalets kraftiga nedgång, kombinerat med mer expansiv penningpolitik från USA:s centralbank Federal Reserve (Fed) och den Europeiska centralbanken (ECB) drivit på aptiten för både riskfyllda (aktier) och säkra (obligationer) tillgångar. Marknadens förväntningar på Feds framtida agerande har också skiftat till att nu diskontera framtida räntesänkningar. Som följd har aktier och obligationer haft sin bästa start på året sedan 1980-talet och vi ser återigen en aktiemarknad på all-time-high och bond yields nära all-time-lows.

Det är viktigt att poängtera att den starka marknadsutvecklingen under första halvan av 2019 skett i en miljö av svag global tillväxt; aktier med låg volatilitet, defensiva sektorer och tillväxtbolag har lett uppgången men även en del riskfyllda sektorer som exempelvis byggsektorn och finansiella tjänster har gått bra. Banker har dock fortsatt gått dåligt med omstruktureringar som avlöst varandra kryddat med diverse skandaler.

Aktiemarknaden har under det senaste året varit betydligt mer volatil än under de första åren av Bodenholms verksamhet. I takt med generellt sett högre värderingar och ökad intensitet i nedgångarna, fokuserar Bodenholm allt mer på riskhantering i den dagliga förvaltningen, både genom en ökad kontroll av portföljrisker, som koncentrationsrisk och så kallad draw-down risk, men även genom individuell riskhantering där två analytiker delar ansvaret för riskhanteringen av varje individuellt innehav i fonden. Under det första halvåret har viss ompositionering i fonden skett till följd av en alltför defensiv koncentrationsrisk som vi noterade i slutet av 2018. Exempelvis har vi minskat vår position i *Nestlé*. En huvudledning till detta är att aktien höll upp väldigt bra i fjolårets fallande marknad, samtidigt som den avkastat i paritet med den breda aktiemarknaden under första halvan av 2019 och uppsidan nu är mer begränsad. Andra innehav, vars aktiekurser har stigit mer än vad man kunnat förvänta sig, är konglomeratet *Procter & Gamble* och vår favorit *Compass Group*. Båda dessa defensiva innehav som tidigare hade bra absolut uppsida med defensiva karakteristika har under året reducerats på grund av risk/reward.

### 4. De flesta av tillgångarna visade positiv avkastning hittills i år per 16 juli 2019



Källa: Datastream, Haver och Goldman Sachs Global Investment Research.

## 5. MÅNADSAVKASTNINGAR 2019 BODENHOLM ONE OCH BODENHOLM TWO

	Bodenholm One (SEK)	Bodenholm Two (USD)	Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index (USD)	MSCI World Index (lokal valuta) <sup>2)</sup>	MSCI Europe Index (lokal valuta) <sup>2)</sup>	MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) <sup>2)</sup>
AVKASTNING 2019, %						
Januari	-2,81	-2,60	3,53	7,91	5,87	9,07
Februari	2,91	3,07	1,45	3,34	3,63	0,10
Mars	1,20	1,42	0,30	1,61	1,96	0,68
April	-1,45	-1,31	1,84	3,77	4,12	1,99
Maj	5,32	5,50	-2,36	-5,70	-4,48	-7,53
Juni	1,86	2,09	1,82	5,90	4,61	5,70
JANUARI-JUNI	7,01	8,23	6,66	17,41	16,37	9,58

2) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Ett antal gånger per år rankar investeringsteamet portföljens alla innehav. En viktig del av ranking-processen är att analysera de olika innehavens risk/reward. Vi strävar efter att kontinuerligt kunna ompositionera oss i innehav, även de med mycket lång investeringshorisont, om deras risk/reward har reducerats och/eller investeringstesen till stor del spelat ut. Ranking-processen är även instrumental i arbetet med att våga öka vikterna i innehav som kortsiktigt gått sämre än marknaden, där risk/reward på lång sikt förbättrats.

Trots att vi noterar att marknaden är fortsatt högt värderad bedömer vi utsikterna för framgångsrikt aktieurval som fortsatt goda. Till exempel sker det mer och mer företagsavknoppningar (spin-offs) där det finns goda möjligheter att investera i ett tidigt skede i vad som kan vara början på en flerårsprocess av värdeskapande. Vi noterar också att stora konglomerat är under allt större press från aktieägare att vara mera aktiva i sitt värdeskapande. I år har exempelvis Bodenholm framgångsrikt investerat i det tyska mediekonglomeratet *Axel Springer*, som blev uppköpt i andra kvartalet. Vi är även aktiva i det norska konglomeratet *Schibsteds* avknoppning *Adevinta*, vilket har varit en positiv bidragsgivare till fondens resultat under första halvan av året.

### DEN LÅNGA PORTFÖLJEN

På långsidan är vår strategi att köpa undervärderade kvalitetsbolag. Vi strävar efter att identifiera och analysera investeringar inom tre kategorier: *Market giveaways*, *Nordiska bolag* och *Växande kvalitetsbolag*.

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 (företagsavknoppningar och konglomerat)

Market giveaways innebär nischer i marknaden där det är möjligt att hitta signifikant undervärderade kvalitetsbolag. Exempel är företagsavknoppningar (spin-offs) i kvalitetsföretag eller aktieägarvänliga konglomerat/holdingbolag som påbörjat en process av "de-conglomerization", det vill säga konglomerat som är i process att sälja divisioner eller dela upp sin verksamhet för att skapa värde för aktieägarna.

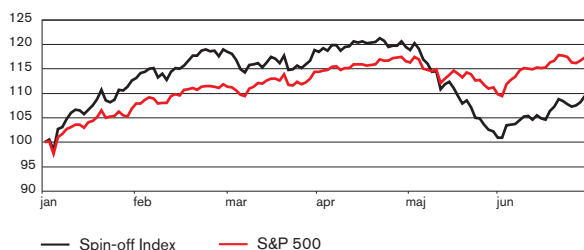
Historiskt sett är spin-offs ett gynnsamt område för att hitta undervärderade bolag. Varje år genomförs ett flertal spin-offs globalt, vilka är sämre bevakade av banker och mäklarfirmor och därmed får inte investerare fullständig kännedom om dessa. Vi identifierar, analyserar och utvärderar systematiskt samtliga globala spin-offs innan bolagen lanseras på marknaden. Ofta ger det oss en möjlighet att investera tidigt i en long term-story. Historiskt sett har vi varit framgångsrika inom 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. Sedan fonden startade har vårt batting average inom spin-offs varit 71 procent.

I årsberättelsen för 2018 nämnde vi *Puma* (en avknoppning från Kering Group) och hur vi såg en möjlighet för stark vinsttillväxt under 2019. Hittills i år har *Puma* rapporterat god tillväxt och aktien är upp 40 procent sedan börjat av året. Trots den starka utvecklingen tror vi fortsatt att marknaden underskattar Pumas långsiktiga tillväxtpotentialer i framförallt USA och Kina, som är världens två största marknader, där *Puma* har betydligt mycket lägre marknadsandel jämfört med Europa.

Generellt sett har spin-offs som grupp inte gått speciellt bra, relativt marknaden, under årets första hälft. De spin-offs som Bodenholm investerat i har dock levererat bättre än marknaden i 100 procent av fallen (precis som de gjorde under det svåra fjärde kvartalet 2018). Vi nämner gärna *Adevinta*, som knoppades av från norska *Schibsted*, *Essity* från *SCA*, ovan

nämnda Puma, samt de amerikanska bolagen *Black Knight* och *Perspecta*. Pipelinen för spin-offs ser väldigt intressant ut inför den andra halvan av 2019 och vi är hoppfulla om att hitta ett par intressanta kvalitetsbolag, vilka har möjligheten att bidra till fondens avkastning på medellång sikt.

#### 6. Spin-offs jämfört med S&P 500 under första halvåret 2019



Källa: Bodenholm Capital och Bloomberg

*Philips* och *Danaher* är två exempel på konglomerat som bidragit till fondens resultat under det första halvåret 2019. Vi beskrev *Danaher* i årsrapporten 2016 som ett världsledande, högkvalitativt företag som tillverkar utrustning inom life science. Vi har varit involverade i *Danaher* sedan 2016 och när de under förra året annonserade att de skulle knoppa av sin "dental"-verksamhet i slutet av 2019 så fick vi chansen att addera till vår position. Vår analys pekade på att bolaget skulle slå förväntningarna under första halvåret samt skapa utrymme på balansräkningen för stora förvärv mot slutet

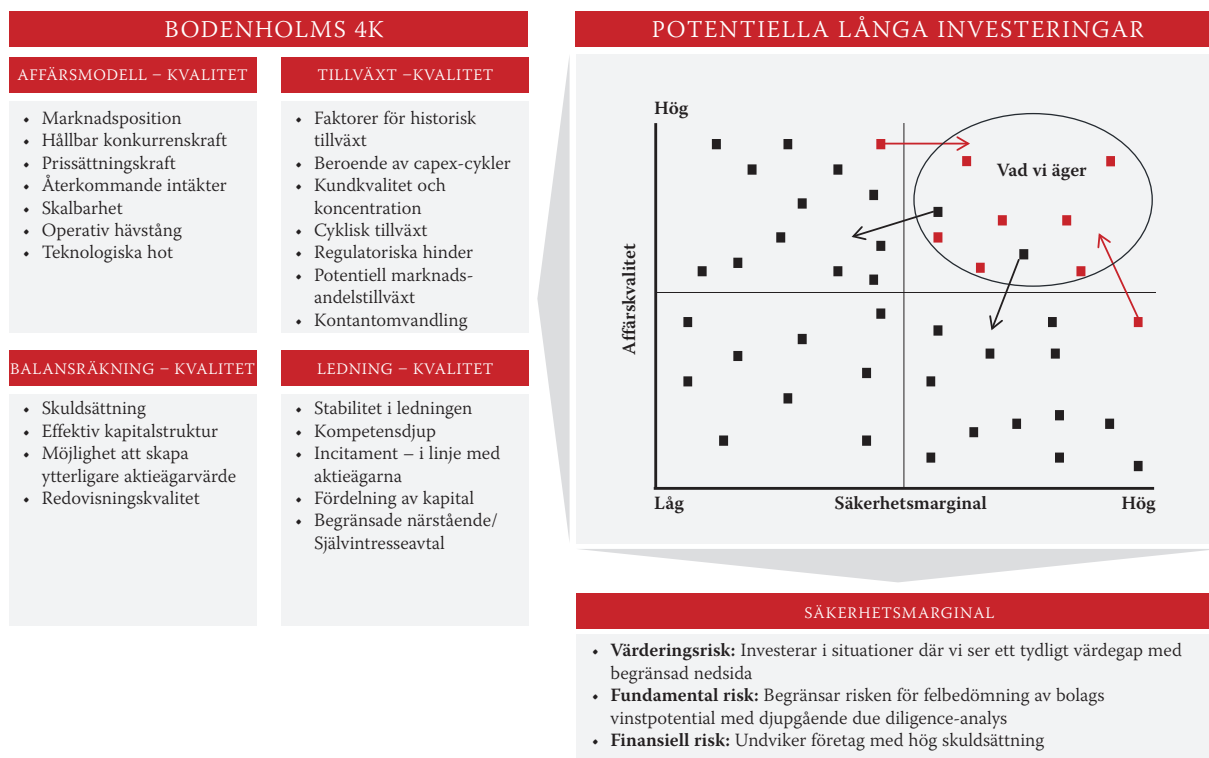
av 2019. Aktien har under årets första hälft gått bättre än marknaden främst på grund av starka tillväxtsiffror men också på grund av annonseringen av ett stort förvärv av *General Electric's* life science-verksamhet. Således var analysen korrekt även om saker spelade ut i fel ordning jämfört med vår ursprungstes. Men som vi brukar säga: "good things happens to market giveaways".

*Philips* har gått från att vara ett spretigt industrikonglomerat till ett "healthtech"-bolag med fokus på medicintekniska produkter. Detta har skett genom att sälja och särnotera de andra divisionerna. Renodling har lett till ett *Philips* med mindre cyklicitet, högre organisk tillväxt, med högre marginaler samt högre avkastning på investerat kapital. Det finns vidare möjlighet att slutföra denna transformation genom att sälja bolagets division "Personal Health". Därmed anser vi att bolaget borde handla åtminstone i linje med bolagets konkurrenter, och inte till den rabatt vi ser idag. Vi har ägt *Philips* sedan 2016 och bolaget är i dag en av våra största positioner i fonden.

#### Nordiska bolag

Eftersom vi är baserade i Stockholm och halva teamet är nordiskt försöker vi utnyttja hemmamarknadens fördelar genom att vara närmare bolagen och dess omgivning. Segmentet Nordiska bolag har varit en stor bidragsgivare till fondens alfa-generering över tid. Under första halvan av 2019 har vi haft negativ alfa för första gången i fondens historia.

### BODENHOLMS URVALSPROCESS FÖR LÅNGA INVESTERINGAR



*Catena Media* har varit den största negativa bidragsgivaren och *Essity* har varit den största positiva bidragsgivaren till fondens resultat.

Generellt är vi mer och mer positivt inställda till online gambling som varit under stor press hittills i år då flera marknader, med Storbritannien och Sverige i spetsen, går igenom regleringar som påverkar bolagens intjäning på kort sikt. Till följd av oron har vi sett investerare sälja av namnen kraftigt under de senaste tolv månaderna och många spelbolag har sett halverade värderingar. Exempelvis har den största operatören i Norden, *Kindred*, sett sin värdering bottna på 11x P/E jämfört med en topp i 2016 på 24x. Även den europeiska "bellwether"-aktien *Paddy Power* har gått från 35x till 19x senaste åren. Denna nedvärdering av sektorn har skett samtidigt som den amerikanska marknaden, stat efter stat, öppnar upp och ger nya stora möjligheter för tillväxt. Vår analys är att den adresserbara marknaden har dubblerats och flertalet aktörer därför kommer växa de närmsta åren med förbättrade intäkter, kassaflöden och bättre balansräkningar som följd. Alla aktörer kommer dock inte kunna bygga värde för aktieägarna från den amerikanska marknaden, således är vårt jobb att hitta de bolag som kan göra det och där det inte redan är inprisat i aktiekursen. Bodenholm äger sedan tidigare *Catena Media*, *Kambi* och nu även *Kindred*, som återigen blev ett innehav i fonden under andra kvartalet då aktiekursen kommit ner till den lägsta på tre år. *Kindred* har en väldigt stark position i Norden, en stark balansräkning (redo för förvärv), starka positioner i Benelux och Frankrike, samt en nischposition i USA som vi tror kommer skapa värde över tid.

*Catena Media* är ett omdebatterat innehav i fonden. Efter en ökande skuldsättning och flertalet värd förstörande uppköp, samt hög omsättning i ledningsgruppen sålde aktien kraftigt av när den organiska tillväxten och marginalerna sjönk. Då började vi köpa aktien i Q4 2018. Detta har i efterhand visat sig vara för tidigt. Vi tror dock att bolagets satsningar på starka varumärken och en teknisk plattform, i kombination med bolagets trumfkort, tillgångar i USA och hemsidan *AskGamblers*, kommer att accelerera tillväxten kraftigt i en redan växande industri. Långsiktigt tror vi inträdesbarriärer och skalfördelar över geografier och hemsidor tilltar, vilket tillsammans med konsolidering kommer stärka *Catena Medias* ställning som största globala affiliate inom online gambling. Under 2017 levererade *Catena Media*, och handlade således på över 20x sin vinst. 2018, då USA öppnade upp marknaden, handlades bolaget återigen över 20x, men till följd av interna problem och marknads aversion mot online gambling så har bolaget som lägst värderats till 10x sin vinst under 2019. Förståeligt har aktien blivit straffad i första halvan av året då man levererat sämre än marknads förväntningar. Vi behöver dock inte blicka längre fram än andra halvan av detta år för att se starka kassaflöden komma från *Catena Medias* tillgångar i New Jersey och Pennsylvania, vilket vi tror kommer ge marknaden tilltro till både ledningen och

balansräkningen samt tydliggöra hur billig aktien är när man skådar in i 2020 och 2021.

*Essity*, som varit en stor positiv bidragsgivare till fonden under första halvåret, knoppades av från SCA under 2017. Bolaget är en global ledande producent inom mjukpapper, kroppsvårdsprodukter och hygienprodukter för företag, som trots sin storlek fått relativt lite uppmärksamhet av marknaden fram tills senaste året. Vi var disciplinerade och väntade på rätt tillfälle när vi slutligen investerade i *Essity* under fjärde kvartalet 2018. Den enkla summeringen av vår investeringstest är att vi tror att *Essity* kommer vara det europeiska dagligvarubolag som har högst operativa vinsttillväxt under 2019 och 2020. Anledningen är att *Essity* är prisledare och har möjlighet att höja sina priser, samtidigt som vi ser minskade råvarukostnader för första gången på många år tillsammans med egna interna kostnadseffektiveringar.

#### Växande kvalitetsbolag

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

I förra halvårsrapporten beskrev vi *Experian*, ett brittiskt bolag där vi byggde övertygelse igenom bland annat kundundersökningar och "channel-checks". Slutsatsen av dessa var förbättrad perception på bolagets B2B plattformar; *Ascend*, *Sandbox* och *PowerCurve* efter flera år av investeringar, samt att *Experian* tog marknadsandelar av *Equifax* (dess största konkurrent) som hade interna problem. Vidare var vi långt över konsensus i den organiska tillväxten inom B2C-segmentet främst drivet av vår analys av produktinnovation i USA. Historiskt sett har *Experian* oförtjänt handlats till rabatt mot deras amerikanska konkurrenter, men när både *Experians* B2B- och B2C-segment reverserade handlades bolaget upp till en premie jämfört med *TransUnion* och *Equifax*. Vi skalade ned positionen tidigare i år då vi ansåg att bolaget var fullvärderat och det fanns större chans för uppvärderingar i deras amerikanska konkurrenter.

*Fair Isaac*, eller *FICO*, opererar i en icke-reglerad monopolistisk position i en växande vertikal inom kreditupplysning. Vår analys visade på att det fanns stora möjligheter till signifikanta prishöjningar inom denna vertikal. På mjukvarusidan, deras andra vertikal, fick vi en tydlig indikation från egna kundundersökningar att deras molntjänster blev inkrementellt mer framgångsrika. Magnituden på effekten av prishöjningar inom båda vertikaler var kraftigt missförstådda. När vi dessutom kunde utnyttja marknads svaghet i fjärde kvartalet förra året kunde vi köpa in oss till en attraktiv multipel, samt med hög konfidens i en kommande förändring av marknads perception om hur snabbt omsättning och vinster skulle accelerera. Detta gav en snabb multiplieexpansion under våren och *FICO* var upp nästan 70 procent under första halvåret.



På dagens nivåer anser vi att FICO:s konkurrent, TransUnion, är ett mer intressant investeringsalternativ.

TransUnion är, som tidigare beskrivet, en konkurrent till Experian. Till skillnad från Experian har TransUnions framgång med produktinnovation hittills varit bättre förstådd av marknaden, men den effekt som TransUnions ”dynamiska kreditdata” har på den totala adresserbara marknaden tycker vi marknaden ännu inte har förstått värdet av. Att köpa högkvalitetsbolag som TransUnion när de upplever en kortsiktig försvagning i dess organiska tillväxt, som var fallet i andra halvan av förra året, är en vinnande strategi för oss. TransUnion är en stor position i fonden då vi tror på fortsatt ökande omsättning och vinster samt att marknaden kommer att inse hur dynamisk kreditdata kommer att accelerera bolagets tillväxt framgent.

## DEN KORTA PORTFÖLJEN

Under första halvåret 2019 har fondens korta positioner haft en positiv påverkan på resultatet. Sedan fondens start är alfa-genereringen i den korta portföljen sammantaget positiv med en årliga relativ avkastning på cirka tre procent (se graf nedan). Bodenholm har under de senaste åren framgångsrikt hittat vinnare på kortsidan, dock har ett fåtal av förlusterna gett alltför stora negativa bidrag och motverkat ett större positivt resultatbidrag från den korta portföljen. Under andra halvåret av 2018 och första halvåret av 2019 noterar vi dock att antalet positioner med stora negativa resultatbidrag har minskat kraftigt. Vi arbetar numera mer disciplinerat och har en mer strukturerad inställning till riskhanteringen av de korta positionerna. När aktiekursen går åt fel håll utvärderas innehaven i ett tidigare stadium och när de ett visst maximalt negativt bidrag så minskar vi positionen. Detta har lett till att den genomsnittliga förlustpositionen i den korta portföljen reducerats avsevärt.

### 7. Alfagenerering av kortboken sedan start



Källa: Bodenholm Capital

Inom den korta portföljen fokuserar vi på aktier med absolut nedsida, vilka åtminstone ska gå sämre än börsen i en stigande marknad. Idégenereringen sker främst genom en multifaktorprocess, som vi har utvecklat för att identifiera bolag som använder sig av aggressiv redovisning. När vi väl har upptäckt bolag med aggressiv redovisning vill vi identifiera ytterligare ben att stå på, som till exempel bolag med operativa eller strukturella motgångar.

Tre korta positioner som har bidragit positivt till vår avkastning i den korta portföljen under 2019 är *Wärtsilä*, *Ambu* och *BIC*.

Wärtsilä är under strukturell press inom energisegmentet och framförallt inom energiservice-segmentet, där kraftverk skiftar från baskraft till reservkraft. Detta har bland annat kunnat skönjas i bolagets redovisning. Vi har noterat en aggressivare vinstavräkning och kapitalisering av utvecklingskostnader, höga kundfordringar, engångsposter såsom kapitalvinster med mera. Detta samtidigt som marindelen befinner sig i en kraftig cyklisk nedgång.

Ambu är ett danskt bolag med en tidigare vd som sålt in en ”berättelse” till marknaden kring en enorm adresserbar marknad av endoskopisk engångsutrustning, både i termer av potentiell penetration och potentiell konverteringsgrad. Detta var en berättelse vi ansåg felaktig, och när både lager och kundfordringar ökade kraftigt, samt vd:n sparkades fick vi också övertygelse om att det var god tid att börja blanka bolaget, vilket vi gjorde under första halvan av 2019.

När det gäller det franska bolaget BIC handlar vår blankning fundamentalt om minskad konsumtion av tändare. Bolaget och dess industri har många liknande karakteristika med tobaksindustrin, med negativ volym och ökande priser, samtidigt som nya alternativ som vaping och rökfria alternativ tar bort behovet av tändare. Den stora skillnaden, när vi initierade den korta positionen i BIC, var att bolaget hade mer än dubbelt så hög värdering som tobaksbolagen. När också kundfordringarna ökade fick vi indikation om att de överfyllede distributionskanalerna med varor för att nå marknadens förväntningar. Det var den indikationen som bidrog till att vi ansåg det lägligt att ta en kort position i bolaget.

## 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 ESG<sup>3)</sup> faktorer eller exempelvis teknologisk utveckling och politisk risk. Att fatta välinformerade investeringsbeslut är nödvändigt för att vi ska nå vårt mål om att generera en långsiktigt hållbar god riskjusterad avkastning.

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 vi i kvalitetsbolag med duktiga ledningsteam och stark affäretik. 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

3) Environmental, Social and Governance (miljöfrågor, sociala frågor samt affäretik och bolagsstyrning)

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 portföljens korta positioner.

Eftersom vår 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 våren 2019 berörde 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 har undertecknat PRI och är även så kallade signatories till Standards Board for Alternative Investments (SBAI) som tar fram så kallade best practice-standarder för bland annat affärsetik, bolagsstyrning, informationsgivning och fondvärdering.

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 eller som anses kontroversiella, till exempel

klusterbomber; personminor, biologiska och kemiska vapen samt kärnvapen. Fonden exkluderar även långa innehav i 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 genereras med hjälp av kol. Fonden har dock möjlighet att gå kort i kolbolag. 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 hållbarhetsteam och sätts upp på agendan för nästkommande styrelsemöte där styrelseledamöterna har möjlighet att ställa frågor till den förvaltningsansvarige om de så önskar.

#### **NYA REGELVERK**

AIF-förvaltares krav på rapportering till Finansinspektionen har utökats. AIF-förvaltare ska för varje specialfond kvartalsvis rapportera en sammanställning över fondförmögenheten, övriga tillgångar och skulder som ingår i fonden samt fondandelsvärdet. Den första utökade rapporteringen avsåg Q4 2018.

Den 10 juni 2019 trädde nya regler i kraft avseende AIF-förvaltares aktieägarengagemang. AIF-förvaltare som förvaltar AIF:er vars medel placeras i aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad och som har getts ut av ett bolag inom EES, ska anta principer för sitt aktieägarengagemang i fråga om sådana aktier och varje år redogöra för hur de har tillämpats.

Stockholm i juli 2019

Per Johansson  
*Portföljförvaltare, Bodenholm*

# Avkastning och risk

## NYCKELTAL<sup>1)</sup> SEDAN RESPEKTIVE FONDS START<sup>2)</sup>

	Bodenholm Master (SEK)	Bodenholm One (SEK) <sup>3)</sup>	Bodenholm Two (USD) <sup>3)</sup>	Credit Suisse Hedge Fund Index L/S Equity (USD)	MSCI World Index (lokal valuta) <sup>4)</sup>	MSCI Europe Index (lokal valuta) <sup>4)</sup>	MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) <sup>4)</sup>
AVKASTNING, %							
2019 (januari–juni)	8,09	7,01	8,23	6,66	17,41	16,37	9,58
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 <sup>5)</sup>	4,37	3,22	0,22	0,44	3,16	1,46	-3,33
Total avkastning sedan start <sup>2)</sup>	47,82	32,67	36,13	11,92	43,00	27,13	28,84
Genomsnittlig årsavkastning	10,76	7,67	8,59	2,99	9,80	6,48	6,85
Genomsnittlig årsavkastning senaste två åren	12,25	8,84	11,04	4,04	8,79	4,29	2,16
Genomsnittlig årsavkastning senaste fem åren	-	-	-	-	-	-	-
AVKASTNINGSANALYS							
Bästa månad, %	5,46	5,32	5,50	3,53	7,91	7,26	13,03
Sämsta månad, %	-2,77	-2,85	-2,71	-4,48	-8,43	-5,57	-8,78
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,86	0,62	0,69	0,25	0,78	0,52	0,55
Andel positiva månader, %	63,04	63,04	62,22	65,22	76,09	60,87	58,70
Största ackumulerade värdefall, %	-7,01	-7,32	-6,33	-7,50	-13,68	-13,25	-23,81
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	4	4	4	Minst 7	4	4	Minst 9
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	8	8	8	18	8	13	Minst 18

## RISKMÅTT OCH ÖVRIGA NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN<sup>6)</sup>

Standardavvikelse, %	8,87	8,32	8,33	6,31	13,12	11,21	15,80
Downside risk, %	4,30	4,46	4,55	4,28	9,28	7,32	10,50
Sharpekvot	1,46	1,14	1,11	0,75	0,72	0,44	0,18
Korrelation mellan Bodenholm Master och angivet index	-	-	-	0,02	0,01	0,11	-0,19

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 35.

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 © 2019 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 8,09 procent för första halvåret 2019. Under samma period noterade Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 6,66 procent. MSCI World Index (lokal valuta) gick upp 17,41, MSCI Europe index (lokal valuta) gick upp 16,37 procent och MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) noterade en uppgång med 9,58 procent.<sup>1)</sup>

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 30 juni 2019 uppgick Bodenholm Masters fondförmögenhet till 6 933 miljoner kronor, vilket är en minskning sedan den 31 december 2018 med 681 miljoner kronor. Under första halvåret 2019 var andelsutgivningen 273 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 1 467 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på 513 miljoner kronor.

## 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. Fonden hade per 30 juni 2019 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.

### Likviditetsrisker:

- 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 kreditrisker:

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

### Operativa risker:

- 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.

### Outsourcingrisker:

- 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 199 och 452 procent under perioden med en genomsnittlig exponering på 268 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen var den 219 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under perioden varierat mellan 236 och 329 procent, med en genomsnittlig exponering om 273 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen var den 262 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har under samma period varierat mellan 312 och 573 procent och i genomsnitt utgjort 389 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 341 procent.

1) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

#### VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

#### VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

#### ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

#### KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

#### ÖVRIGT

Per den 30 juni 2019 uppgick Bodenholm Masters ställda säkerheter till 3 941 miljoner kronor, vilket motsvarar 56,84 procent av fondförmögenheten. Metodiken för beräkning av ställda säkerheter har justerats, från att tidigare utgå från totala marknadsvärdet på ställda säkerheter, beaktas nu även om marknadsvärdet på tillgångarna är positivt eller negativt. Fonden hade inga mottagna säkerheter per den 30 juni 2019.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,31 procent, som lägst 0,69 procent och i genomsnitt 1,00 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,97 procent.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-06-30</i>	<i>2018-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		7 423 705	7 044 387
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		167 365	134 826
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		–	28 787
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		7 591 070	7 208 000
Bankmedel och övriga likvida medel		1 464 809	2 706 820
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1	18 693	10 318
Övriga tillgångar	2	6 901	87 240
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>9 081 473</b>	<b>10 012 378</b>
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		157 583	44 848
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		7 173	–
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		1 019 518	1 828 764
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		1 184 274	1 873 612
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3	23 056	16 809
Övriga skulder	4	941 063	508 102
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>2 148 393</b>	<b>2 398 523</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>6 933 080</b>	<b>7 613 855</b>
<b>POSTER INOM LINJEN</b>			
<i>Ställda säkerheter för inlånade finansiella instrument</i>			
Finansiella instrument		2 472 352	2 610 231
Procent av fondförmögenhet		35,66	34,28
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		1 431 046	1 801 175
Procent av fondförmögenhet		20,64	23,66
<i>Ställda säkerheter för övriga derivatinstrument</i>			
Bankmedel		37 518	2 540
Procent av fondförmögenhet		0,54	0,03

<i>Belopp i tkr</i>		<i>Not</i>	<i>2019-06-30</i>	<i>2018-12-31</i>
NOT 1	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER			
	Räntor		10	277
	Utdelningar		17 343	8 741
	Övrigt		1 340	1 300
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		18 693	10 318
NOT 2	ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
	Fondlikvidfordringar		6 901	87 240
	Summa övriga tillgångar		6 901	87 240
NOT 3	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
	Räntor		847	1 096
	Utdelningar		19 719	12 933
	Övrigt		2 490	2 780
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		23 056	16 809
NOT 4	ÖVRIGA SKULDER			
	Fondlikvidskulder		133 598	74 585
	Skuld matarfond		110 290	433 517
	Skuld kreditinstitut		697 175	–
	Summa övriga skulder		941 063	508 102

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Aktier och aktierelaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land<sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)<sup>2)</sup></i>	<i>Andel av fondförmögen- heten (%)</i>	<i>Exponering (tkr)<sup>2)</sup></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
2019-06-30	7 613 855	273 472	-1 467 490	513 243	6 933 080

## Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
2015-12-31	3 334 571	3 194 924,40	1 043,71	4,37 <sup>2)</sup>
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
2019-06-30	6 933 080	4 690 251,89	1 478,19	8,09

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 september till 31 december 2015.

Sammanställning av finansiella instrument per emittent<sup>1)</sup>

	Andel av fondförmögenhet (%)	Exponering (%)
Publicis Group	0,02	-0,49
Tutor Perini	-0,10	-1,39

1) I tabellen anges totala marknadsvärden i procent av fondförmögenheten samt total exponering mot företag/företagsgrupper i de fall fonden innehar flera typer av finansiella tillgångar utgivna av samma emittent.

## REDOVISNINGSPRINCIPER

Halvårsrapporten 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 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 juni 2019 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.

Fonden hade inget innehav av svårvärderade tillgångar per 28 juni 2019.

# Verksamhetsberättelse Bodenholm One

## PERIODENS RESULTAT

Bodenholm One redovisar en avkastning på 7,01 procent för första halvåret 2019. Under samma period noterade Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 6,66 procent. MSCI World Index (lokal valuta) gick upp 17,41, MSCI Europe index (lokal valuta) gick upp 16,37 procent och MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) noterade en uppgång med 9,58 procent.<sup>1)</sup>

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 30 juni 2019 uppgick Bodenholm Ones fondförmögenhet till 6 929 miljoner kronor, vilket är en minskning sedan den 31 december 2018 med 679 miljoner kronor. Under första halvåret 2019 uppgick andelsutgivningen till 526 miljoner kronor och inlösen till 1 645 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till 440 miljoner kronor.

## 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 12.

## HÄVSTÅNG

Fondens totala hävstång mätt med såväl brutto- som åtagandemetoden har under perioden varierat mellan 96 och 113 procent och i genomsnitt utgjort 100 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 102 procent.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

## 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 även distribueras via e-post vid förfrågan.

## ÖVRIGT

Bodenholm One investerar enbart i andelar i Bodenholm Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,32 procent, som lägst 0,69 procent och i genomsnitt 1,00 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,96 procent.

1) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2019-06-30	2018-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		6 925 588	7 607 124
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		6 925 588	7 607 124
Bankmedel och övriga likvida medel		66 225	92 066
Övriga tillgångar	1	110 000	433 500
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>7 101 813</b>	<b>8 132 690</b>
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	39 417	6 737
Övriga skulder	3	133 584	518 377
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>173 001</b>	<b>525 114</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>6 928 812</b>	<b>7 607 576</b>
NOT 1	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fordran mottagarfond	110 000	433 500
	Övrigt	-	0
	Summa övriga tillgångar	110 000	433 500
NOT 2	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Skuld till fondbolag	39 417	6 737
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	39 417	6 737
NOT 3	ÖVRIGA SKULDER		
	Skuld avseende inlösen	133 584	518 377
	Summa övriga skulder	133 584	518 377

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land <sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,95
Bodenholm Master	7	SE	4 685 183	6 925 588	99,95
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				6 925 588	99,95
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				3 224	0,05
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				6 928 812	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</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	6 925 588	99,95

1) Avser det land där bolaget är noterat. Förkortningar för landskoder enligt ISO 3166 har använts.

## ÖVRIG INFORMATION

### Förändring av fondförmögenheten

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
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
2019-06-30	7 607 576	526 436	-1 645 116	439 916	6 928 812

### Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
2015-12-31	3 333 820	3 237 101,33	1 029,88	3,22 <sup>2)</sup>
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
2019-06-30	6 928 812	5 438 668,97	1 273,99	7,01

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 september till 31 december 2015.

### REDOVISNINGSPRINCIPER

Halvårsrapporten 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-derivatinstrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltaren 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 förvaltaren 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 juni 2019 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.

# Verksamhetsberättelse Bodenholm Two

## PERIODENS RESULTAT

Bodenholm Two redovisar en avkastning på 8,23 procent för första halvåret 2019. Under samma period noterade Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 6,66 procent. MSCI World Index (lokal valuta) gick upp 17,41, MSCI Europe index (lokal valuta) gick upp 16,37 procent och MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) noterade en uppgång med 9,58 procent.<sup>1)</sup>

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2019 uppgick Bodenholm Twos fondförmögenhet till 808 242 US-dollar, vilket är en ökning sedan den 31 december 2018 med 60 883 US-dollar. Under perioden skedde ingen andelsutgivning eller inlösen. Periodens resultat uppgick till 60 883 US-dollar.

## 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 specialmattarfond 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 12.

## 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 320 procent under perioden med en genomsnittlig exponering på 172 procent. Per balansdagen var den 306 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under perioden varierat mellan 97 och 104 procent, med en genomsnittlig exponering om 100 procent. Per balansdagen var den 104 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har under samma period varierat mellan 194 och 421 procent och i genomsnitt utgjort 272 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 410 procent.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

## 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. Förvaltarens upprättat årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras kostnadsfritt via e-post vid förfrågan.

## ÖVRIGT

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

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,34 procent, som lägst 0,68 procent och i genomsnitt 0,99 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,99 procent.

1) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

<i>Belopp i USD</i>	<i>Not</i>	<i>2019-06-30</i>	<i>2018-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		807 229	750 539
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		612	3 456
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		807 841	753 995
Bankmedel och övriga likvida medel		33	277
Övriga tillgångar	1	31 244	1 923
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>839 118</b>	<b>756 195</b>
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		25 144	8 213
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		25 144	8 213
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	5 732	623
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>30 876</b>	<b>8 836</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>808 242</b>	<b>747 359</b>
NOT 1 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		31 244	1 923
Summa övriga tillgångar		31 244	1 923
NOT 2 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag		5 732	623
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		5 732	623

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land <sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (USD)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,87
Bodenholm Master	7	SE	5 069	807 229	99,87
<i>Valutarelaterade instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Valuta</i>	<i>Belopp</i>	<i>Marknads- värde (USD)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>FX Outright</i>					
USD/SEK	7	SEK	7 550 441	-640	-0,08
USD/SEK	7	SEK	47 059	72	0,01
USD/SEK	7	SEK	-7 886 010	-24 504	-3,03
USD/SEK	7	SEK	-7 508 700	540	0,07
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				782 697	96,84
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				25 545	3,16
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				808 242	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	782 697	96,84

1) Avser det land där bolaget är noterat. Förkortningar för landskoder enligt ISO 3166 har använts.



## ÖVRIG INFORMATION

### Förändring av fondförmögenhet

Belopp i USD	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
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
2019-06-30	747 359	–	–	60 883	808 242

### Andelsvärde

	Fondförmögenhet (USD)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (USD)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
2015-12-31	151 305	150,97	1 002,22	0,22 <sup>2)</sup>
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
2019-06-30	808 242	598,50	1 350,45	8,23

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

2) Avser perioden 1 oktober till 31 december 2015.

## REDOVISNINGSPRINCIPER

Halvårsrapporten 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 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 tillhanda-

hållen 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 juni 2019 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.

Stockholm den 28 augusti 2019

Bodenholm Capital AB

Svante Elfving  
*Ordförande*

Per Johansson

Ola Paulsson

Erik Orving  
*Verkställande direktör*

# Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport

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

## INLEDNING

I egenskap av revisorer i Bodenholm Capital AB, organisationsnummer 559007-1790, har vi utfört en översiktlig granskning av bifogad halvårsrapport för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two per den 30 juni 2019. Det är förvaltarens styrelse och verkställande direktör som har ansvaret för att upprätta och presentera denna halvårsrapport i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna halvårsrapport grundad på vår översiktliga granskning.

## DEN ÖVERSIKTLIGA GRANSKNINGENS INRIKTNING OCH OMFATTNING

Vi har utfört vår översiktliga granskning i enlighet med International Standard on Review Engagements ISRE 2410 Översiktlig granskning av finansiell delårsinformation utförd av företagets valda revisor. En översiktlig granskning består

av att göra förfrågningar, i första hand till personer som är ansvariga för finansiella frågor och redovisningsfrågor, att utföra analytisk granskning och vidta andra översiktliga granskningsåtgärder.

En översiktlig granskning har en annan inriktning och en betydligt mindre omfattning jämfört med den inriktning och omfattning en revision enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige har. De granskningsåtgärder som vidtas vid en översiktlig granskning gör det inte möjligt för oss att skaffa oss en sådan säkerhet att vi blir medvetna om alla viktiga omständigheter som skulle kunna ha blivit identifierade om en revision utförts. Den uttalade slutsatsen grundad på en översiktlig granskning har därför inte den säkerhet som en uttalad slutsats grundad på en revision har.

## SLUTSATS

Grundat på vår översiktliga granskning har det inte kommit fram några omständigheter som ger oss anledning att anse att den bifogade halvårsrapporten inte, i allt väsentligt, är upprättad i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Stockholm den 28 augusti 2019

KPMG AB

Anders Bäckström  
*Auktoriserad revisor*

## Förvaltningsorganisation

*Per Johansson (Förvaltningsansvarig)* – 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 en 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. 2015 grundade Per Johansson Bodenholm Capital AB.

# Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med cirka 108 miljarder kronor<sup>1)</sup> 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

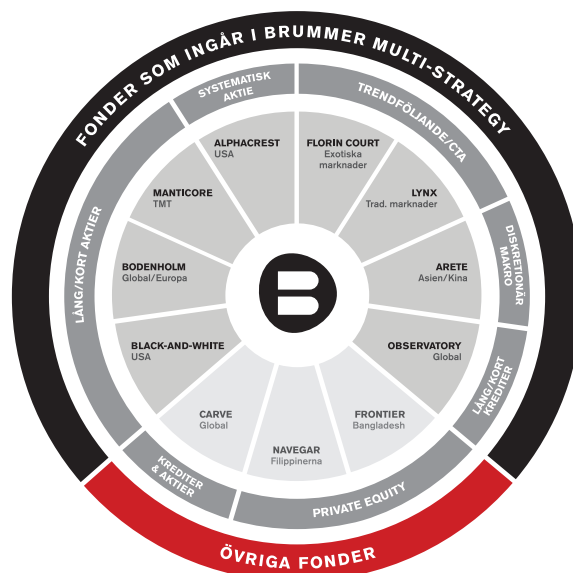
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamerna kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven av förvaltningsbolagen samtidigt som vi kan erbjuda en väldiversifierad förvaltning. Vår modell har visat sig vara attraktiv för skickliga förvaltarteam 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 nio hedgefonder och två private equity-fonder.

När vi adderar nya förvaltarteam 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 förvaltarteam 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 förvaltarteam 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

Vi startade Brummer Life med 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. Till skillnad från vår aktiva förvaltning där vi tar betalt efter prestation erbjuder vi i Sverige, genom vårt försäkringsbolag Brummer Life, också index- och räntefonder till låga eller inga förvaltningsavgifter. 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 Boards for Alternative Investments, 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) 30 juni 2019.

# 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.

**AVKASTNINGSTRÖSKEL** Utgörs antingen av marknadsvärdet på andelsägarens investering i fonden vid det senaste tillfälle då prestationsbaserat arvode erlades uppräknat med tröskelräntan sedan denna betalning, eller av andelsägarens anskaffningskostnad uppräknad med tröskelräntan om detta belopp är större. Prestationsbaserat arvode erläggs månadsvis i efterskott.

**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).

**DOWNSIDE RISK** Ett spridningsmått för en tillgångs negativa avkastning. Beräkningen av downside risk för en tidsserie  $x_1, \dots, x_n$  liknar beräkningen av standardavvikelsen med två förändringar. Dels är den genomsnittliga avkastningen i formeln för standardavvikelsen utbytt mot den riskfria räntan,  $r_f$ , dels beaktas endast de negativa avvikelserna. Se formel nedan.

$$\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n \min\{x_i - r_f, 0\}^2}$$

**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 erlägger 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. Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two är specialfonder enligt 1 kap 11 § p. 23 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

**STANDARDAVVIKELSE** 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 procentens 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.

