

Bästa andelsägare,

Elementa genererade en avkastning om 1,30 %, efter kostnader och avgifter, under det första kvartalet 2024. Det innebär en avkastning, netto till andelsägarna, sedan starten den 5 mars 2015 om 80,41 % och motsvarar en genomsnittlig årsavkastning om 6,71 %. Under det första kvartalet 2024 steg SIX Return Index med 7,87 % och sedan fondens start till och med sista mars 2024 har samma index stigit med 138,56 %. Fonden har avkastat positivt 67 % av månaderna sedan start och med en korrelation vs. SIX Return Index om -0,26 sedan start.

Över långa tidsperioder på den svenska aktiemarknaden så har mindre bolag gått bättre än medelstora bolag som gått bättre än större bolag. Tittar man på ganska exakt det senaste året så har avkastningen men även följsamheten sett väldigt annorlunda ut. Aktieindex för mindre bolag har gått betydligt sämre än aktieindex för större bolag. I vissa fall är det en rättvis utveckling eftersom man hittar många för högt skuldsatta och åtminstone delvis misskötta bolag samt ett antal förhoppningsbolag utan direkt existensberättigande hos de mindre bolagen. Men i andra fall är det en effekt av generella flöden och kortsiktigt agerande hos investerare som missgynnat många av de mindre noterade bolagen det senaste året. Tittar man som sagt på ett längre tidsperspektiv på +10 år har mindre och medelstora bolag levererat en betydligt bättre avkastning jämfört med större bolag och det är ju inte otroligt om denna trend kommer tillbaka även i framtiden.

Tack vare den prisjustering som skett inom Nordiska små och medelstora bolag är det idag betydligt enklare för oss att hitta intressanta långsiktiga investeringsmöjligheter än det varit på länge. När marknaden kalibrerat rätt vad gäller räntor och inflation samt när svensk BNP återhämtar sig samt accelererar sin tillväxt så borde de mindre bolagen ta fart på allvar igen.

Under kvartalet bidrog långsidan med ca 3 %-enheter. Positionerna i **Raysearch (SV)**, **Ambea (SV)** och **Autoliv (SV/US)** bidrog mest positivt. Kortsidan gav negativt bidrag om ca 1,5 %-enheter. Framför allt **Nobia (SV)** men även **MIPS (SV)** gav positivt bidrag medan de andra åtta blankningarna gav negativt bidrag, inte så konstigt med tanke på en rejäl uppgång för aktieindex.

I det senaste kvartalsbrevet gick vi igenom det övergripande investment caset för **Ambea (SV)** (se kvartalsbrevet för Q4-2023) som är ett av Fondens huvudinnehav. I skrivande stund har Ambea levererat ca 23 % avkastning YTD och ca 75 % de senaste 12 månaderna. För det 4:e kvartalet 2023, levererade Ambea sitt bästa kvartal i sin historia mätt i EBITA och växte rapporterad EBITA med 68 % jämfört med samma period 2022. EBITA tillväxten drevs främst av stärkt marginal i Stendi (NO) samt Vardaga (SE). Fritt kassaflöde till aktieägare (exklusive

förvärv, utdelning / återköp, förändring i bankskuld) uppgick för helåret 2023 till SEK 0,61 bn att jämföra med ett market cap om SEK 5,8 bn och motsvarar en cash yield om 10,4 % till aktieägarna. Vi ser en fortsatt mycket attraktiv risk / reward profil i Ambea drivet av starka kassaflöden / cash yield, organisk samt M&A driven vinsttillväxt / marginal expansion, multipel expansion samt transformativa strukturaffärer i den nordiska vård -och omsorgsbranschen. Ambeas styrelse har bemyndigat ett återköpsprogram om 3,0 m aktier (3,3 % av totalen) och det har skett ett antal större aktieköp bland annat av Bolero Holding Sarl som flaggat upp över 10% i ägarskap i samband med att Triton minskat sitt innehav. Vår målkurs på 3 års sikt för bolaget ligger fortsatt på SEK 100 dvs +50 % vs. dagens kurs om SEK 65. Sedan det senaste kvartalsbrevet är kursen +30 %.

På samma tema som Ambea har vi även investerat i **Humana (SE)** som vi anser är en felaktigt ratad aktie med en värdering som idag är tyngd av Personlig Assistans / Äldreomsorg i Sverige, för hög skuldsättning och svagare kassaflödesgenerering de senaste 24 månaderna. Ex. Personlig Assistans i Sverige växte Humana omsättningen med ca 13 % och justerad EBIT med ca 63 % för helåret 2023, vilket är betydligt bättre än tex Ambeas utveckling i likvärdiga segment. Idag (ex förvärvet av Team Olivia Norge) värderas Humana till ca 7,5x 2023A justerad EBIT att jämföra med en historisk värdering om +10x. Vi ser en stor värdepotential för Humana framöver i form av fortsatt stark organisk samt förvärvsdriven tillväxt i en strukturellt växande Nordisk marknad, marginalförbättringar i NO/FI/Individ & Familj samt från en potentiell avyttring av Personlig Assistans samt Äldreomsorg i Sverige (de två affärsområdena genererade totalt enbart 12% av 2023A justerat EBIT och tynger både organisationens resurser samt gruppens värdering), multipel expansion i linje med historiska värderingsnivåer om +10x EBIT, förbättrade kassaflöden (cash yield till aktieägarna var ca 11 % 2023A, drivet av ett nedtryck aktiepris och ej starka kassaflöden relativt historiken). Därtill ser vi uppsida i form av strukturaffärer i sektorn där tex Ambea kunde vara en lämplig köpare av Humana (ex Personlig Assistans i Sverige), då Ambea saknar närvaro tex i Finland samt skulle stärka upp sin marknadsposition i Norge och inom Individ och Familj i Sverige och därtill kunna effektivisera större delen av Humanas overhead och överlappande funktioner. Vårt inköpspris i Humana är SEK 25 och vi ser en stor potential att göra 2-3x i avkastning på vår position i Humana de kommande åren.

Nobia (SV) som under kvartalets slut annonserade en nyemission var fondens bästa blankning under Q1-2024. Bolaget är ett klassiskt Elementa blankningscase med en kombination av cyklikalitet i försäljning och marginal vilket resulterat i förlust och negativa kassaflöden i kombination med alldeles för hög belåning. Detta samtidigt som bolaget gasat på med investeringar i en ny fabrik vilket gjorde att en nyemission var nästintill oundviklig. Vi tog relativt sent, januari, i kursfallet en blankningsposition i Nobia på SEK 10,81 innan nyemissionen annonserades och stängde sedan blankningsposition under mars på ca SEK 8 vilket genererade en avkastning om ca 35 % på mindre än två månader. Sedan vi stängde vår position har kursen i Nobia återhämtat sig rejält från botten och market cap pro forma för nyemissionen har ökat från ca SEK 2,5 bn till SEK 3,4 bn (ca +40 %) på mindre än en månad. Vi kommer utvärdera om en ny blankning är på sin plats i samband med att bolaget släpper sin kvartalsrapport den 14:e maj.

Awardit (SV) som är marknadsledande inom loyalty program och gift cards i Norden samt DACH och ett av Fondens mindre innehav som vi började bygga position i under december 2023 ,till ett genomsnittspris om SEK 92,54, fick i slutet av mars 2024 ett bud från ett

konsortium med huvudägaren Polaris (privat equity) i spetsen om SEK 132 (+43 % mot vårt inköpspris och +46 % baserat på nuvarande kurs om SEK 135). Konsortiet äger i dagsläget ca 50 % av bolaget. Budet är på ca 7x 2024E EBITA vilket vi anser är mycket lågt. Awardits resultat var nedtryckt under 2023 pga. kortsiktiga utmaningar/one offs i det danska dotterbolaget MPXP, negativ organisk tillväxt i DACH och ej full konsolidering av förvärv/synergier. Under 2024 och framgent förväntar vi oss att bolaget kommer att leverera betydligt starkare resultat drivet av marknadstillväxt, ökad marknadsandel och nya kundintag, marginalförbättring och återgång till historiska marginalnivåer, kostnadseffektivisering och synergier i förvärvade samt existerande bolag, starka kassaflöden med negativt rörelsekapital och begränsad capex och slutligen fortsatt M&A och multipel expansion samt möjlig strategisk försäljning av hela bolaget. Budet får anses vara mycket snålt och vi förväntar oss att Konsortiet ser över budnivån då vi ej anser att det är tillräckligt för en avnotering. Värt att nämna är att aktien sedan budet annonserats handlas över budnivån om SEK 132 per aktie.

I **Nepa (SV)** hölls en extrastämma och nya huvudägarna Hanover Investors tillkänna gav sig (UK private equity specialiserat på att investera i samt avnotera publika bolag) och tar en allt större roll i Nepa via 3 styrelseplatser. Vi ser det som positivt att Nepa får in en aktiv och kapitalstark ägare med resurser och vi har samma syn som Hanover Investors på Nepa som investering. Vi tycker att det finns en logik för en aktör som Hanover Investors att konsolidera ägarskapet och ta bolaget privat för att investera och finansiera förvärv i privat miljö samt driva en accelererad strategisk agenda som ej lämpar sig i publik miljö. Dock skulle en möjlig försäljning av vårt ägarskap i Nepa kräva en materiell premie gentemot nuvarande kurs om ca SEK 30. Alternativet är inte fel heller och kanske ännu bättre, dvs att sitta med på resan i Nepa de kommande åren tillsammans med Hanover Investors och gynnas av deras arbete som en stark och aktiv ägare.

Nytt innehav under kvartalet är **Mandatum (FI)** som under oktober 2023 knoppades av från Sampo och där Altor (private equity) på kort tid investerat ca EUR 300m och idag äger ca 15% av bolaget. Mandatum är Finlands ledande pension, livförsäkring och förmögenhetsförvaltare med stor potential för tillväxt och stärkt marknadsandel, marginalförbättring samt strategiska förvärv i tex Sverige och Danmark och avyttringar (tex ägarskapet i Saxo Bank) för att växa kassaflöden samt minska kapitalbindningen i bolaget. De kommande tre åren har bolaget kommunicerat att man planerar att dela ut ca 25 % av nuvarande market cap. Vi ser Altor som en mycket stark och aktiv ägare med stor erfarenhet från kapital- och förmögenhetsförvaltning samt pension och livsförsäkringsbranschen och ser Mandatum som en investering med låg risk (stor grad av återkommande vinster inom ”capital-light segmentet” och en run off vinst kommande åren i ”with profit segmentet”) med mycket stor värdepappersida kommande 4–5 åren.

Vi tog hem vinsten i långpositionen **Elmera Group (NO)** som tidigare var en blankning som blev ett låninnehav. Det är inte ofta men ibland går vi från kort till lång eller vice versa. I detta fall var det inte speciellt svårt att se att bolaget som tidigare missgynnades av höga elpriser på motsvarande sätt skulle gynnas av låga elpriser. Då aktier ofta eftersläpar andra rörelser så kunde vi se till att ”ligga före” bolagets resultatutveckling. Under kvartalet så nåddes vår målkurs och innehavet är nu avyttrat.

Fondens bruttoexponering var 118,1 % och nettoexponeringen 86,1 % vid det andra kvartalets ingång.

Hälsningar,

Marcus Wahlberg

Managing Partner/CIO

Elementa Management AB

Adam Lytle

Partner/Portfolio Manager

Elementa Management AB

The logo for Elementa, featuring the word "elementa" in a lowercase, blue, sans-serif font.

Elementa Management AB

Mäster Samuelsgatan 1

SE-111 44 Stockholm

Sweden

+46 8-660 02 25

www.elementamanagement.se

Lämnad information i detta kvartalsbrev är inte att betrakta som köp- eller säljrekommendationer i specifika värdepapper. En investering i finansiella instrument är förknippad med risk och värdet på sådan investering kan såväl öka som minska. Vidare finns det inga garantier för att en investering i Elementa kommer att vara vinstgivande. De medel som placerats i Elementa kan såväl öka som minska i värde och det är inte säkert att den som investerar i Elementa återfår hela det insatta kapitalet. En investering i fonden bör betraktas som långsiktig. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.