



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 2 MAJ 2016

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Under april steg jämförelseindex med 0,9 % medan Avalons värde minskade med 3,0 %. **Hoist** och **Vardia** bidrog mest positivt till avkastningen medan **Orexo** och **Transcom** bidrog mest negativt.

I förra månadsbrevet skrevs om **Vardia**: "Styrelsen har nu inlett en strategisk översyn där alla alternativ värderas. Rimligen inkluderar dessa en försäljning av delar av portföljen eller hela bolaget ... Vardias portfölj vore värdefull för en konkurrent ... Åtminstone den svenska delen torde även ha ett strategiskt värde". I slutet av april meddelade bolaget att man sålt just den svenska verksamheten till det norska försäkringsbolaget Gjensidige.

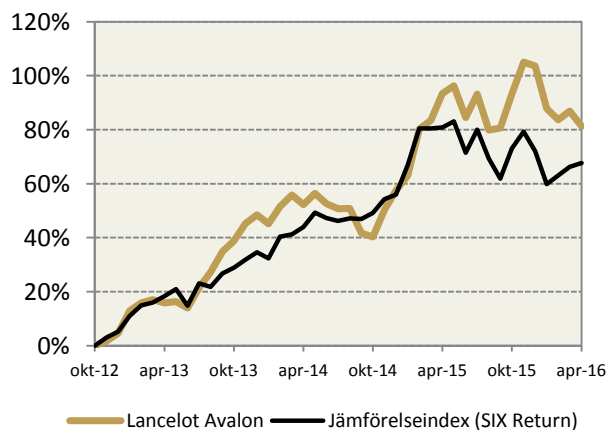
Vardia kan nu lägga fullt fokus på att utveckla den norska verksamheten, med balansräkningen stärkt av köpeskillingen från den svenska delen. Det återstår att se huruvida det bästa för aktieägarna är att driva verksamheten vidare självständigt eller att sälja även den norska delen.

Stockmanns VD Per Thelin fick i början av månaden sluta med omedelbar verkan. Bolaget säger att bakgrunden är att Thelin anställdes för att utföra ett "städarbete" som nu är avslutat (syftande på att man under Thelins tid förbättrat resultatet genom att lägga ned eller sälja förlustbringande verksamheter såsom varuhusen i Ryssland, modekedjan Seppälä samt Akademiska Bokhandeln). Processen att rekrytera en ny VD har inletts.

Thelin har åstadkommit mycket under sina två år som VD men framgent väntar nya och helt andra utmaningar. Nyckeln till att skapa värden i Stockmann är att förbättra lönsamheten i kärnverksamheten, det vill säga varuhusen. Ironiskt nog har just kärnverksamheten kommit i skymundan då ledningen tvingats "släcka bränder" i bolagets problemtyngda delar i flera år. Nu flyttas fokus tillbaka till att öka försäljning per kvadratmeter, vilket i sin tur skulle leda till både ökat resultat för själva varuhuset men också ökat värde på fastigheterna dessa är inhysta i, som Stockman till stor del också äger.

Transcom levererade en svag kvartalsrapport där försäljningen minskade organiskt med 9 % och rörelsevinsten föll med 35 %.

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
April 2016	-3,0 %	0,9 %
År 2016	-11,0 %	-2,5 %
Sedan start*	81,3 %	67,7 %
Genomsnittlig årsavkastning*	18,5 %	15,9 %

*Fonden startade 2012-11-01 ** SIX Return Index

I en verksamhet med tunna marginaler påverkas lönsamheten kraftigt när omsättningen faller. Aktien gick ned hela 20 % på rapportdagen, vilket är en överreaktion från en kortsiktig marknad – bolagets verkliga värde minskar förstås inte med 20 % på grund av ett dåligt kvartal. Bolagets mål är att tjäna 5 % rörelsemarginal (nuvarande 3,5 %). Ledningen har en tydlig plan för att ta sig till målet. Om man lyckas är bolaget värderat på 6x rörelsevinsten vilket är alldeles för lågt. I enlighet med Warren Buffetts principer att agera "greedy when others are fearful" – och vara långsiktig när andra är kortsiktiga – köpte Avalon aktier i Transcom efter rapporten.

Aktieexponeringen låg under månaden i snitt något under 100 %. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 10 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 13 % av fonden. Fonden hade inga korta innehav.

Bästa hälsningar

Tomas Meerits