



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 5 APRIL 2017

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Under mars ökade Avalons värde med 1,26 % medan jämförelseindex steg med 2,14 %. **G4S** och **Eltel** bidrog mest positivt till avkastningen medan **D.Carnegie** och **Stockmann** bidrog mest negativt.

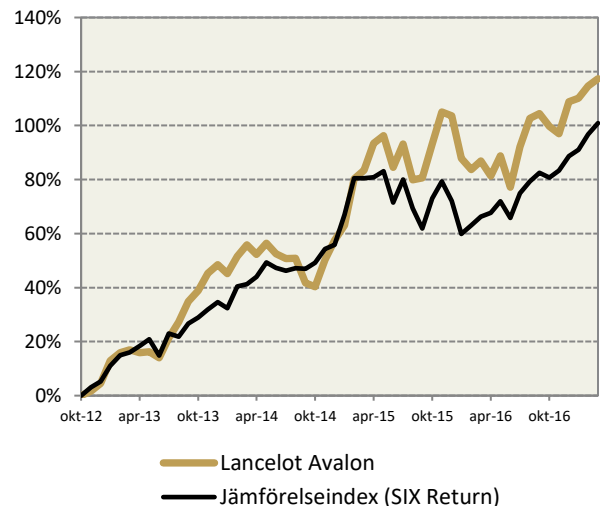
Aktieexponeringen låg under månaden nära 100 %. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 13 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 10 % av fonden. Fonden hade inga korta innehav.

Cykliska aktier utvecklades, liksom tidigare under året, generellt starkt på börsen och var den största bidragande orsaken till uppgången i index. Flera av Avalons nuvarande innehav är bolag som genomgår ett internt förändringsarbete och i många fall är bortglömda av marknaden. Kursutvecklingen i denna typ av bolag är ofta mer ojämn och kan under perioder avkasta sämre än index trots att den underliggande utvecklingen i bolagen är positiv. Detta bedöms dock kompenseras av en betydligt bättre totalavkastningspotential över tid.

G4S steg kraftig efter att ha rapporterat helårssiffror som slog marknadens förväntningar. Utöver försäljningstillväxt och förbättrad lönsamhet är det framförallt arbetet med att stärka bolagets balansräkning som mottagits positivt. Möjligheten att genom en effektivare organisation både öka vinsten och i förlängningen få en högre värderingsmultiplikation är fortsatt stor. Däremot bedöms risk/reward inte vara fullt lika bra som tidigare och storleken på positionen har därför minskats. Investeringen har hittills avkastat 61 % i svenska kronor.

D. Carnegie föll under månaden och var vid månadens slut ner 11 % sedan toppen i januari. Initialt drevs nedgången framförallt av en allmän oro för hur högre räntor skulle påverka fastighetssektorn och följdes senare av finansdepartementets utredning kring stämpelskatter och paketering av fastigheter vid försäljning. Skatteutredningens förslag har ingen direkt påverkan på bolagets kassaflöden och eventuella dynamiska effekter (framförallt relaterat till förvärv) blir sannolikt små. Högre realräntor är allt annat lika negativt för D. Carnegie, då det på sikt leder till ökade finansiella kostnader och potentiellt sett högre avkastningskrav. Högre nominella räntor behöver dock inte nödvändigtvis vara ett stort problem givet att inflation

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
Mars 2017	1,3 %	2,1 %
År 2017	4,1 %	6,5 %
Sedan start*	117,3 %	100,9 %
Genomsnittlig årsavkastning*	19,2 %	17,1 %

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

och årliga hyreshöjningar i det befintliga beståndet följer med uppåt. Det mest intressanta med bolaget är dock möjligheten att väsentligt höja intjäning och substansvärde genom 1) standardhöjande renoveringar, 2) nybyggnation och 3) konvertering till bostadsrätter till priser betydligt över nuvarande värdering av beståndet (13,000kr/m²). Med en befintlig underliggande intjäning på ungefär 5kr per aktie reflekteras inte denna potential i dagens värdering och positionen har därför ökat något under månaden.

Flera av Avalons innehav kom också med positiva nyheter som hittills inte fullt ut syns i värdeutvecklingen. Till exempel erhöill **Qliro** efter lång väntan kreditmarknadstillstånd, vilket möjliggör lansering av nya tjänster, expansion i Norge samt väsentligt lägre finansieringskostnader genom inlåning från allmänheten. Med stark tillväxt för Qliro Financial Services och en mer fokuserad strategi för gruppen är sannolikheten stor för en högre värdering av bolaget framöver.

Under månaden gjordes investeringar i fyra nya bolag medan två innehav avyttrades i sin helhet – **Insr Insurance Group** (tidigare Vardia) och **Transcom** där Altor fullföljde sitt bud på 87,50 per aktie. I tillägg har omallokering skett inom portföljen då det getts möjlighet att köpa och sälja till priser som ansetts långsiktigt attraktiva. Totalt sett har nya investeringar gjorts för motsvarande 14 % av fondens totala värde under månaden.

Ett av de nya bolagen i portföljen är **Investor**. Aktien handlas till skillnad från de flesta övriga investmentbolag med en betydande substansrabatt, detta trots att den onoterade portföljen i Patricia Industries vuxit kraftigt både organiskt och genom förvärv. Nyheten att Investor från och med nästa kvartalsrapport kommer att redovisa marknadsvärde för dessa innehav var därmed ett steg i rätt riktning för att uppnå en mer rättvisande värdering. Än mer positivt var den kapitalmarknadsdag som hölls i slutet av månaden, där en omfattande genomgång av Investors strategi följdes av presentationer av vd:arna i de onoterade bolagen. Kvaliteten var genomgående hög och eventuell tidigare osäkerhet kring kapitalallokering och det generationsskifte som genomförts i ledningsgruppen bör efter detta ha minskat.

Investor är inte en typisk placering för fonden, men bedöms ha god potential i förhållande till den relativt låga risken. De övriga tre nya innehaven är små till medelstora bolag. Dessa kommer att beskrivas närmare i kommande månadsbrev när fulla positioner har köpts in.

Jag ser i dagsläget flera spännande investeringsmöjligheter i undervärderade bolag med starka positioner. Målsättningen är att utnyttja marknadens svängningar för att investera i dessa till attraktiva priser. Portföljen kommer normalt sett att bestå av 10-15 innehav, vilket betyder att en del av de befintliga innehaven över tid kommer att ge plats för nytillskott.

För ytterligare frågor kring förvaltningen tveka inte att höra av er direkt till mig på erik@lancelot.se.

Bästa hälsningar
Erik Bertilsson