



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 AUGUSTI 2017

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde sjönk 1 % i juli medan SIX Return Index föll 3 %. Fondens innehav i **Qliro** och **Hoist** var de största positiva bidragsgivarna medan **Eltel** och **Capio** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 97 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 16 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 5 % av fonden. Fonden hade inga korta innehav.

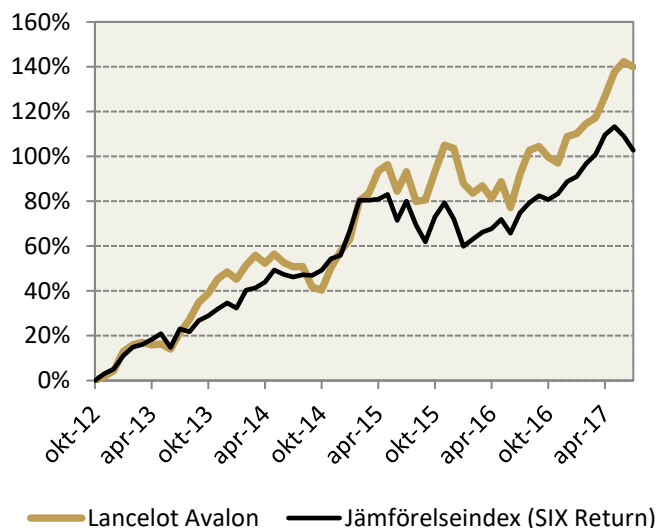
Med undantag av **Eltel** som sjönk utan att några nyheter presenterats var det framförallt ett antal bolagsrapporter som påverkade fondens avkastning.

Qliro släppte en stark rapport där både omsättning och rörelseresultat förbättrades kraftigt. Bland annat ökade dotterbolaget Nelly omsättningen med 10 % och EBITDA-resultatet tredubblades jämfört med föregående år. Även CDON Marketplace och Qliro Financial Services bidrog positivt med underliggande intäktsökningar på 18 % respektive 57 %. Den enda plumpen i protokollet var Gymgrossisten (som nu bytt namn till Health and Sport Nutrition Group) vars omsättning sjönk med 9 % då försäljningen av proteinpulver på nätet minskade. Gymgrossistens traditionella marknad har sen ett tag tillbaka varit relativt mättad och strategin att leta nya partnerskap och försäljningskanaler bedömer vi är rätt väg att gå. I slutändan ser vi en försäljning av Gymgrossisten som det mest sannolika utfallet. Qliro har fortfarande stor långsiktig potential och investeringscasen som presenterades i månadsbrevet för april och maj är intakt.

Även **Hoist** släppte en bra rapport och nådde sitt mål om 20 % avkastning på eget kapital (justerat för kostnader för omfinansiering av gamla obligationslån med relativt hög ränta). Värderingen är låg, 11x nästa års prognostiserade vinst, samtidigt som bolaget har en stark balansräkning och stor potential att fortsätta växa när Europeiska banker väljer att minska sin exponering mot förfallna konsumentlån.

Capio är ett nytt innehav sen mars i år och en medelstor position i fonden. De främsta anledningarna till

Avkastning efter arvoden och avgifter



— Lancelot Avalon — Jämförelseindex (SIX Return)

Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
Juli 2017	-1,0 %	-3,0 %
År 2017	14,8 %	7,5 %
Sedan start*	139,8 %	102,8 %
Genomsnittlig årsavkastning*	20,2 %	16,0 %

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

investeringen i Capio var 1) en mycket välskött och organiskt växande verksamhet i Norden med god potential att göra tilläggsförvärv, 2) möjlighet till förbättrad lönsamhet i Frankrike och 3) en låg värdering i förhållande till ocykliska vinster och kassaflöden.

Rapporterna för det första och andra kvartalet har visat att Norden har fortsatt att utvecklas starkt med en total omsättnings- och EBITA-tillväxt på 13 % respektive 18 % för det första halvåret 2017. Frankrike var däremot oväntat svagare under Q2 då den privata marknaden för sjukvård krympte i landet (och Capio med den). Orsaken till detta är än så länge inte helt klarlagt i väntan på inkommande marknadsdata, men Capios ledning har

redan tagit åtgärder för att anpassa kostnaderna till en lägre aktivitetsnivå under resten av året. Detta gör att lönsamhetstappet bedöms bli relativt kortvarigt, med en förbättrad marginal jämfört med 2016 redan från kvartal fyra. Vi delar bolagets tro att lönsamheten i Frankrike kommer att förbättras och aktiekursen bör därmed återhämta sig framöver.

På längre sikt tror vi att Capios sätt att arbeta med att effektivare bedriva sjukvård, kommer att vara en viktig pusselbit för att få de nationella sjukvårdsbudgetarna att gå ihop med en åldrande befolkning. Viktiga steg i det Capio kallar Modern Medicin är bland annat 1) satsning på nya skonsammare behandlingsmetoder och kortare total vårdtid för patienten, 2) minskad administrationsbörda för vårdpersonal till förmån för tid hos patient och 3) satsning på digitalisering och IT för att enklare och snabbare kunna identifiera rätt behandling.

Dessa med flera åtgärder bidrar till en högre lönsamhet för Capio, men också för en bättre patientupplevelse. Mätningar av vårdtider, patient- och personalnöjdhet på Capio S:t Görans Sjukhus jämfört med övriga sjukhus i Stockholms läns landsting visar tydligt att produktivitet och lönsamhet inte står i motsatsförhållande till vårdkvalitet. Den politiska risken på sikt framstår därmed även i vårt tycke som begränsad, inte minst med tanke på de praktiska svårigheterna att implementera ett vinstförbud.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson