



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 OKTOBER 2017

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde ökade 5,1 % i september medan SIX Return Index steg 5,6 %. Fondens innehav i **Orexo** och **Qliro** var de största positiva bidragsgivarna medan **Hoist Finance** och **MIPS** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 92 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 15 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 6 % av fonden. Fonden hade inga korta innehav.

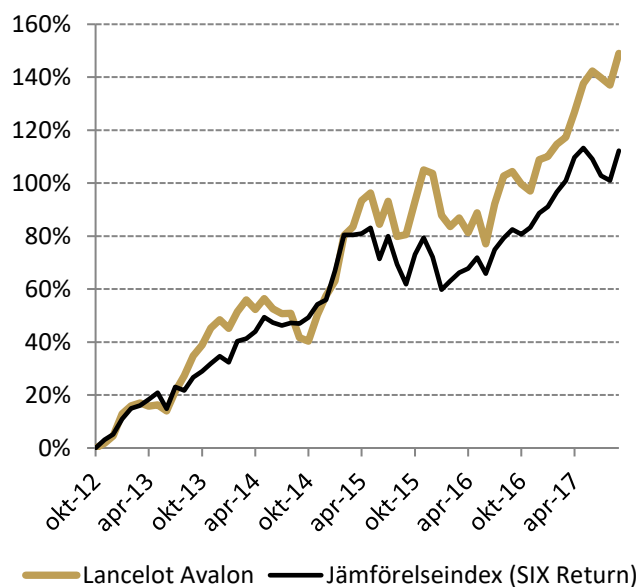
Fonden utvecklades liksom börsen starkt under månaden och de få innehaven som sjönk hade endast en marginellt negativ påverkan på avkastningen. Verkstadsbolag ledde uppgången i index efter signaler om att styrkan i den globala konjunkturen tilltagit.

**Orexo** steg 42 % under månaden efter att den europeiska läkemedelsmyndigheten givit ett första positivt utlåtande för behandling av opiatberoende med Zubsolv. Orexo och bolagets samarbetspartner Mundipharma har därmed goda möjligheter att lansera Zubsolv i Europa under början av 2018. För Orexos del skulle det innebära löpande royalty-utbetalningar samt skalfördelar i produktionen av Zubsolv-tabletter.

I augustis månadsbrev nämndes ett antal för Orexo möjliga positiva händelser där godkännande och lansering av Zubsolv i Europa var en av dem. De övriga var en förbättrad bruttomarginal, partneravtal för några av bolagets läkemedelskandidater och ett positivt utfall i patenttvisten med Actavis. Det finns därmed möjlighet för fortsatt god kursutveckling särskilt då bolagets marknadsvärde på drygt 1,5 miljarder SEK är relativt lågt jämfört med de kassaflöden bolaget bör kunna leverera framöver.<sup>1</sup>

1. Orexo har de senaste 12 månaderna genererat ett fritt kassaflöde på 191 MSEK eller 110 MSEK exklusive positivt bidrag från rörelsekapitalsförändringar. Den senare siffran motsvarar ungefär 7 % av bolagets marknadsvärde och med hjälp av ökade intäkter från milstolpe- och royaltyutbetalningar, samt en sänkning av produktionskostnaderna med minst 30 MSEK från 2018, bör denna kunna öka under de kommande åren.

Avkastning efter arvoden och avgifter



| Avkastning efter avgifter    | Lancelot Avalon | Jämförelseindex** |
|------------------------------|-----------------|-------------------|
| Sep 2017                     | 5,1 %           | 5,6 %             |
| År 2017                      | 19,2 %          | 12,5 %            |
| Sedan start*                 | 149,0 %         | 112,0 %           |
| Genomsnittlig årsavkastning* | 20,4 %          | 16,5 %            |

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

**Hoist Finance** sjönk något under månaden utan att några större nyheter presenterats. Aktien har i princip stått stilla sedan slutet av 2015, trots att bolagets underliggande intjäning och avkastning på eget kapital har ökat kraftigt.<sup>2</sup>

2. Hoist vinst per aktie har vuxit 71% räknat från 2015 till förväntat utfall 2017. Avkastning på eget kapital har ökat från 12 % 2015 till över 20 % under det första halvåret 2017, detta trots en starkare balansräkning. Hoist seniorskuld tilldelades i maj kreditbetyget Baa3 av Moody's, vilket innebär att den är i kategorin "investment grade".

Hoist tillväxtmöjligheter ser fortsatt goda ut och drivs av 1) en växande europeisk ekonomi, vilket underlättar inkassering på befintliga portföljer och 2) ett bättre kapitaliserat banksystem, vilket bör leda till att den strukturella trenden där banker ökar sin outsourcing av hantering av förfallna skulder till förmån för aktörer som Hoist fortsätter. Aktien värderas till 10x 2018 års förväntade vinst, vilket är lågt, inte minst då Hoist har en mycket stark balansräkning som skulle tillåta betydligt större förvärv av portföljer och/eller bolag än vad som varit fallet historiskt.

**Stockmann** vinstvarnade då Lindex försäljning och resultat försvagats mer än väntat de senaste månaderna. En redan svag utveckling under året innebar dock att fallhöjden i aktien var relativt låg och aktien sjönk endast 5 % under månaden. Fonden har sedan april avyttrat större delen av positionen<sup>3</sup>, eftersom det långsiktiga hotet från ökad e-handel inte bedömdes vägas upp av potentialen i de interna förbättringsåtgärder som pågår i Stockmann Retail. I det korta perspektivet bör det dock finnas möjlighet att överraska positivt genom en försäljning av bolagets ryska fastighet i Sankt Petersburg, lönsamhetsförbättring i Stockmann Retail och en indikation att Lindex utveckling har stabiliserats.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

---

3. Ungefär 70 % av positionen har sålts till en snittkurs om EUR 7,35.