



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 JANUARI 2018

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde steg 2,3 % i december medan SIX Return Index föll 1,3 %. Fondens innehav i **Qliro** och **D. Carnegie** var de största positiva bidragsgivarna medan **Serneke** och **Orexo** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

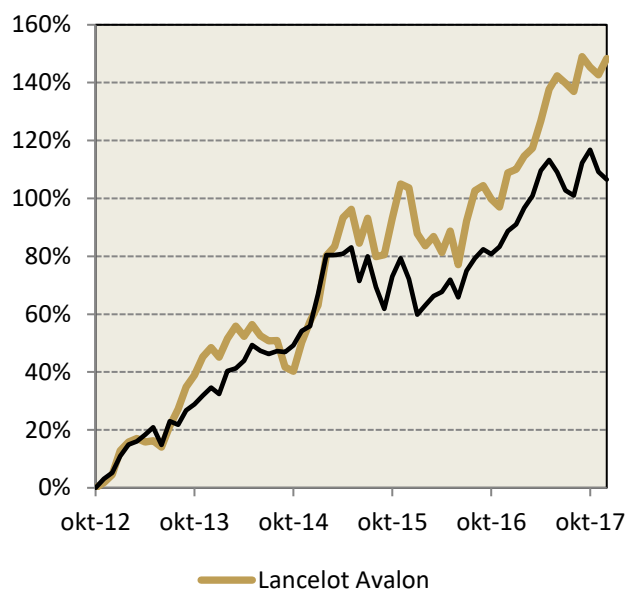
Genomsnittlig aktieexponering var 94 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 17 bolag. Den kvarvarande positionen i **Stockmann** avyttrades under månaden. Fonden hade inga korta innehav.

Under 2017 steg Avalon med 18,9 % jämfört med SIX Return Index som steg 9,5 %. **Qliro**, **Pöyry** och **Dustin** gav störst positivt bidrag till avkastningen medan **Eltel** var den enda positionen med väsentligt negativ påverkan (mer än en procentenhet av fondens värde). Övriga innehav med svag utveckling var antingen relativt små positioner (t.ex. Serneke), såldes till större del innan prisfallet (Stockmann) eller återhämtade sig delvis under slutet av året (t.ex. Capiro).

Under året präglades Stockholmsbörsen av en mycket stark kursutveckling för verkstads- och exportbolagens aktier då tillväxten i världsekonomin ökade, vilket stod i skarp kontrast till banker, byggbolag och sällanköpsvaror som generellt utvecklades svagt då den svenska ekonomin börjat visa motsatta tendenser. Vad gäller Stockholmsbörsen under 2018 innebär det att många investerare står inför valet att antingen betala relativt höga vinstmultiplar för bolag som förväntas växa ok (t.ex. verkstad) eller ok vinstmultiplar för bolag där vinsttillväxten riskerar att minska kraftigt (bank, bygg m.fl.). Vi bedömer dock att det fortfarande finns enskilda aktier där både framtidsutsikter och värdering är attraktiva, inte minst bland små-, och medelstora bolag. Fonden har en relativt låg exponering mot ovan nämnda branscher. Istället utgör servicebolag, hälsovård och fastigheter (D. Carnegie) de största sektorerna i portföljen.

**D. Carnegie** steg under månaden efter att ha köpt fastigheter i Västerås och söder om Stockholm för totalt 3,2 miljarder kronor. Fastigheterna köptes bland annat från Akelius och priset framstod som något högt. På den positiva sidan ska ställas potentiella skalfördelar i förvaltning och administration och låga finansieringskostnader sen bolaget refinansierat sina lån med AIG Asset Management i oktober.

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelse-index**
December 2017	2.3%	-1.3%
År 2017	18.9%	9.5%
Sedan start*	148.3%	106.6%
Genomsnittlig årsavkastning*	19.2%	15.1%

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

**Serneke** är ett snabbväxande entreprenad- och projektutvecklingsföretag med verksamhet i större delen av landet. Bolaget har vuxit över 50 % per år sedan 2002 och är förmodligen mest känt för den planerade skyskrapan Karlatornet i Göteborg.

Sernekes byggverksamhet har de senaste åren etablerat sig som en tillräckligt stor spelare för att vara med i större anbudsprocesser med lägre konkurrens och stabilare prisbild. Då bolaget tidigare kraftigt vuxit organisationen är också behovet att öka de fasta kostnaderna mindre, vilket bedöms leda till fortsatt förbättrade marginaler framöver. Bolagets orderbok är stark och uppgår till 1,5 gånger de senaste 12 månadernas försäljning.

Utöver entreprenadrörelsen, utvecklar bolaget även fastighetsprojekt, däribland den nya stadsdelen Karlastaden med skyskrapan Karlatornet (JV med fastighetsinvesteraren NREP), och äger förvaltningsfastigheter. Det bokförda värdet på projektutvecklingsportföljen är 700 MSEK och för bolagets förvaltningsfastigheter 500 MSEK. Vid en extern värdering i samband med börsnoteringen 2016 värderades enbart projektutvecklingsportföljen till 1,700 MSEK varav Sernekes andel i Karlastaden stod för ungefär hälften.

Fonden tog en mindre position i Serneke under sommaren, varefter aktien steg för att sen tillsammans med övriga byggbolag falla under hösten då svenska bostadsrättspriser börjat sjunka. Trots lägre bostadsrättspriser, vilket påverkar lönsamhetspotentialen i delar av bolagets egen projektportfölj, är aktien intressant av flera skäl trots en sannolikt svagare svensk byggkonjunktur:

- 1) Goda möjligheter att fortsätta vinna projekt då en majoritet av kunderna finns inom offentlig sektor. Bolaget bygger i stor utsträckning hyresrätter och samhällsfastigheter, där behovet är stort efter en lång tid av hög befolkningstillväxt
- 2) Stark balansräkning med nettokassa, vilket möjliggör opportunistiska förvärv av mark och byggrätter
- 3) Bra VD och huvudägare i Ola Serneke som löpande köpt aktier sen noteringen

Värderingen är låg med ett marknadsvärde på 2,100 MSEK. Byggsegmentets rörelseresultat de senaste tolv månaderna var 170 MSEK, vilket bör öka under 2018. Övriga byggbolag som NCC, Skanska och Peab värderas till 9 - 11x 2018 års förväntade rörelseresultatet. Serneke bör över tid växa betydligt fortare än dessa bolag, men även i den lägre delen av intervallet skulle byggsegmentet och förvaltningsfastigheterna ungefär motsvara det nuvarande bolagsvärdet. Adderas projektportföljen indikerar det ungefär 30 – 80 % uppsida (värdering om 700 – 1,700 MSEK) oaktat potentiella nya affärsmöjligheter.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson