



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 2 MARS 2018

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde sjönk 7,2 % i februari medan SIX Return Index föll 0,7 %. Fondens innehav i **THQ Nordic** och **MIPS** var de största positiva bidragsgivarna medan **Hoist Finance** och **Rovio** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

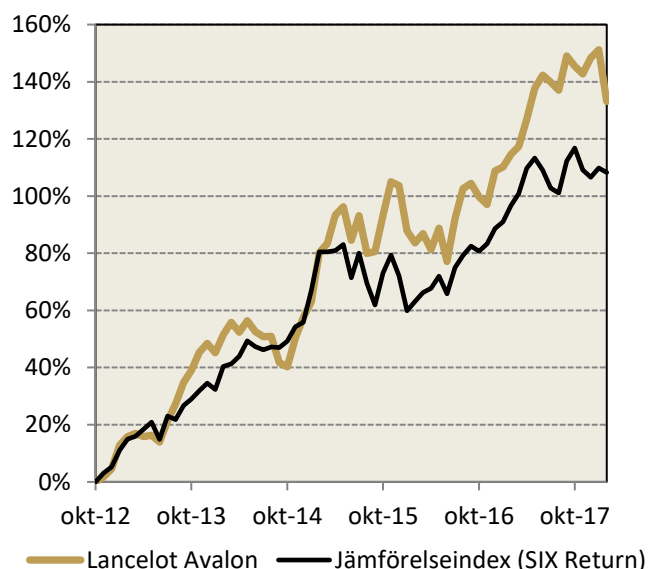
Genomsnittlig aktieexponering var 96 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 19 bolag.

Världens börser skakade till i början av månaden och den starka uppgång som pågått sedan presidentvalet i USA bröts. Stigande marknadsräntor som en konsekvens av högre förväntad amerikansk inflation och signaler från Federal Reserve om en stramare penningpolitik blev den utlösande faktorn. En minst lika viktig anledning var en alltmer aggressiv positionering hos t.ex. hedgefonder, trendföljande fonder och aktörer som sålt försäkring mot stigande volatilitet och fallande aktiekurser.

Avalon utvecklades svagt under månaden och avkastningen är naturligtvis inte tillfredsställande varken i absoluta tal eller relativt fondens jämförelseindex. Nedan hoppas jag kunna förklara dessa orsaker närmare. Det blir därmed ett något längre månadsbrev än normalt, med förhoppningen att detta också ska ge en djupare förklaring av fondens innehav och den långsiktiga strategin. Det är dock viktigt att nämna att ingen förändring har skett i den positiva fundamentala synen på något av fondens större innehav.

Den positiva avkastning i några av Avalons mindre positioner som **THQ Nordic** och **MIPS** (beskrevs i augustis månadsbrev) förmådde inte uppväga ett svagt börsklimat för små- och medelstora bolag, mot vilka fonden är överviktad, och bolagsspecifika nyheter i **Hoist** och **Rovio**. Rovio som föll med 48 % under månaden är en stor besvikelse, där risken i bolaget var klart högre än bedömningen vid investeringstillfället och där bolagets ledning i enskilt möte så sent som för en dryg månad sedan målade upp en helt annan bild av verkligheten än vad som senare visade sig vara fallet. Med undantag för Rovio är dock förutsättningarna fortsatt goda för Avalons innehav att leverera bra avkastning framöver då den underliggande utvecklingen i bolagen under kvartalet inte ger anledning att ändra syn på den stora potential som finns på längre sikt.

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
Februari 2018	-7.2%	-0.7%
År 2018	-6.1%	0.8%
Sedan start*	133.2%	108.3%
Genomsnittlig årsavkastning*	17.2%	14.8%

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

**Rovio** är en finsk mobilspelsutvecklare som är mest känd för spelen baserade på Angry Birds som över tid vuxit till ett globalt varumärke. Rovio börsnoterades under hösten 2017 till en kurs på 11,50 EUR, men föll kraftigt efter bolagets första kvartalsrapport då bolaget spenderat betydligt mer än kommunicerat på kundanskaffning till nyligen lanserade spel. Ledningen var dock optimistisk och motiverade denna marknadsföring med den mycket positiva feedback de fått från nya spelare och publicerade också data som visade på högre engagemang och betalningsvilja från kunder i den befintliga spelportföljen.

Investeringstesens var att bolaget misslyckats med kommunikationen av sin tillväxtstrategi och att om denna högre marknadsföring gav rimlig avkastning skulle intäkter och lönsamhet växa snabbt. Analys och möten med andra framgångsrika bolag i branschen med jämförbar

affärsmodell visade också att kundanskaffningsmodellen (och de antaganden som låg till grund för denna) inte skiljde sig väsentligt åt och att det också fanns potential att ta bättre betalt av sina kunder. I möte med Rovios ledning i början av 2018 var de mycket säkra på att marknadsföringen givit bra resultat och att det bekräftades av de intäkter och data de sett. Efter detta möte investerade Avalon motsvarande ungefär 4 % av fonden i bolaget i januari till en snittkurs strax under 9,50 (dvs efter höstens börsnotering på 11,50 EUR).

I slutet av februari släppte Rovio en prognos för 2018 som låg långt under förväntningarna och där kostnaden för att ta in nya kunder uppgavs ha stigit väsentligt. När detta skrivs har bolaget ännu inte gett detaljerad information kring orsaken till den låga prognosen, vilket gör det omöjligt att exakt säga vad som har hänt. Det kan möjligen finnas en bra förklaring till att förutsättningarna så snabbt förändrats, men det är dock klart att förtroendet för ledningen nu är mycket lågt och att risken i affärsmodellen är större än den initiala bedömningen. Innehavet är under utvärdering och rapporten och ytterligare information från ledningen blir mycket viktiga för att bedöma om det går att ha fortsatt förtroende för bolaget.

**Hoist** sjönk 18 % under månaden efter att lönsamheten i det fjärde kvartalet och resultatprognosen för 2018 tyngts av högre investeringskostnader. Kostnaderna är huvudsakligen relaterade till investeringar i digitala verktyg och att stärka organisationen för att möjliggöra investeringar i nya tillgångsslag (utöver Hoist kärnverksamhet inom hantering av konsumentkrediter). Vår bedömning är att marknaden överreagerat då kommunikation varit otydlig och att investeringarna i grunden är positiva för aktieägarna då det möjliggör mer effektiva inkasseringar och tillväxt från en bredare intäktbas.

Hoist tillväxtutsikter är mycket goda då det europeiska banksystemet fortfarande har svaga balansräkningar med stora mängder problemkrediter. Hoist har också rekryterat en mycket kompetent ny VD i Klaus-Anders Nysteen som tidigare framgångsrikt styrt konkurrenten Lindorff. Framtiden ser därmed ljus ut och aktien är nu även mycket lågt värderad till endast 9x 2018 års förväntade vinst.

**THQ Nordic** är en utvecklare och förläggare av dataspel och ett relativt nytt innehav i fonden. Det är dock ett bolag förvaltaren känner väl då Lancelot Asset Management var en av ankarinvesteringarna i samband med bolagets börsnotering under hösten 2016<sup>1</sup>. THQ Nordic har en mycket skicklig VD och huvudägare i Lars Wingefors. Han har byggt upp bolaget genom att till attraktiva priser förvärva underutnyttjade

varumärken och sedan förädla dessa, ofta från aktörer som hamnat i finansiella svårigheter. Fonden köpte in sig i november efter att kursen tillfälligt backat efter att bolaget tog in nytt kapital till förvärv. I samband med bokslutet annonserades sedan att THQ slutit avtal att förvärva det österrikiska bolaget Koch Media. Förvärvskalkylen ser mycket attraktiv ut då bolaget köptes till under 4x förra årets rörelseresultat, med bra möjligheter både att förbättra resultatet genom kommande spellanseringar och synergier mellan de båda bolagens förläggarverksamheter.

Avalon påverkades av den negativa avkastningen i Hoist och Rovio med 2,3 respektive 2,0 procentenheter. Avalons övriga innehav avkastade som helhet något sämre än börsindex framförallt under den andra halvan av månaden då framförallt de större bolagens aktiekurser återhämtade sig, medan många små- och medelstora bolag fortsatt utvecklades svagt<sup>2</sup>. Trots de negativa kursrörelserna visade kvartalsrapporterna för fondens större innehav att bolagen utvecklas åt rätt håll. Fastighetsbolaget **D.Carnegie** rapporterade hög tillväxt i hyresintäkter och driftnetto som en konsekvens av en ökad renoveringstakt och värdehöjande investeringar. Aktien har tyngts av tekniska skäl p.g.a. en pågående nyemission för att finansiera ytterligare fastighetsförvärv. Bolaget har mycket goda möjligheter att oberoende av omvärldsutvecklingen under många år framöver fortsätta att växa kraftigt.

**Eltels** och **Capios** rapporter visade båda på underliggande resultatförbättring. Det är båda bolag där de senaste årens resultat varit otillfredsställande. Aktierna är dock lågt värderade och starkt ifrågasatta på marknaden, vilket innebär att det krävs relativt lite för att överraska positivt. Även **Pöyry** och **Qliro** som senast beskrevs i föregående månadsbrev är bolag under förändring, men som har mycket bra bolagsledningar på plats och god tillväxtpotential. Gemensamt för dessa bolag är att de är relativt okänsliga för den allmänna konjunkturen (möjligen undantaget Qliro) och har stor kurspotential på ett par års sikt. Även om börsutvecklingen den närmaste tiden riskerar att bli skakig finns det därför goda skäl för den långsiktige investeraren att tro på bra avkastning framöver.

För ytterligare frågor eller funderingar hör gärna av er direkt till mig på 08 440 53 88 eller erik@lancelot.se.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

<sup>1</sup> Lancelot Asset Management tecknade för diskretionära kunders räkning aktier för motsvarande 15 MSEK.

<sup>2</sup> Exempelvis steg aktier i bolag med ett börsvärde över 10 miljarder SEK med 0,9 % i genomsnitt medan bolag med ett börsvärde mellan 1 – 10 miljarder sjönk 2,7 %.