



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 4 DECEMBER 2018

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde minskade 2,1 % i november medan SIX Return Index sjönk 1,6 %. Fondens innehav i **MIPS** och **Oncopeptides** var de största positiva bidragsgivarna medan **Eltel** och **Pöyry** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 90 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 17 bolag.

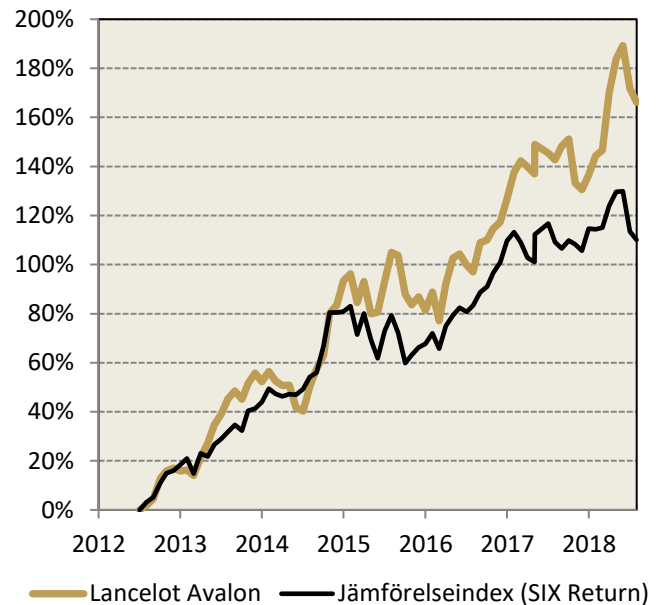
Marknaderna var volatila även i november. Månaden avslutades dock starkt efter att FED-ordförande Jay Powell tonat ner ett tidigare uttalande kring kommande räntehöjningar. Osäkerheten kring konjunktur och ränteutveckling är fortsatt stor, vilket också speglades i en svagare kursutveckling för såväl cykliska som små- och medelstora bolag. Fonden har efter avyttringen av Capio i oktober valt att behålla en lägre aktieandel än normalt.

MIPS steg 32 % under månaden. Bolaget släppte en mycket stark Q3-rapport där försäljningen växte 77 % organiskt under kvartalet. Rörelseresultat och kassaflöde ökade i sin tur fortare än försäljningen, vilket visar styrkan i MIPS kostnadseffektiva och kapitalsnåla affärsmodell. Vi har tidigare skrivit att vi tror att MIPS kommer att nå sina finansiella mål för 2020 och att det även efter det finns goda möjligheter att fortsätta växa snabbt. Q3-rapporten stärker den bilden och kurspotentialen är hög trots uppgången i november.

Även **THQ Nordic** släppte en bra kvartalsrapport som överträffade marknadens förväntningar. Bolaget annonserade även två förvärv som ökar det förväntade rörelseresultatet för 2019 med ca 15 %. THQs nya spelsläpp *Darksiders 3* möttes dock av svaga omdömen från kritiker, vilket lade sordin på kursutvecklingen mot slutet av månaden. Spelet kommer sannolikt ändå att nå en godkänd försäljning, framförallt till befintliga fans av serien, med en bra om än inte fantastisk avkastning på investerade resurser.

THQ Nordic bör kunna fortsätta växa kraftigt under de kommande åren både från egenutvecklade speltitlar och värdeskapande förvärv. På kort sikt är det framförallt speltiteln *Metro Exodus* som släpps i februari som ser ut ha fantastisk potential. Det är viktigt att komma ihåg att THQs

Avkastning efter arvoden och avgifter



— Lancelot Avalon — Jämförelseindex (SIX Return)

Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
November 2018	-2.1%	-1.6%
År 2018	7.2%	1.7%
Sedan start*	166.2%	110.1%
Genomsnittlig årsavkastning*	17.5%	13.0%

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

intjäning dels är relativt diversifierad, men också att VD Lars Wingefors är mycket noggrann med att undvika alltför stora affärsmässiga risker i enstaka projekt.

Bonesupport meddelade att bolagets produkt Cerament i en klinisk studie befunnits vara minst lika bra (*non inferior*) som *autograft* (material tas från patientens egna höftben). Fördelen med Cerament är att det endast behövs ett istället för två kirurgiska ingrepp, vilket minskar den totala vårdkostnaden och risken för komplikationer.

På flera av Bonesupports viktigaste marknader som Tyskland och Storbritannien utgör *autograft* över 40 % av antalet procedurer. Cerament bör gradvis kunna ta andelar från *autograft* och stödja en betydligt högre tillväxttakt för bolaget i Europa.

Eltel släppte en svag kvartalsrapport och föll 28 % under månaden. Reaktionen var kraftig, men givet bolagets historik förståelig. Eltels problem är framförallt en alltför hög skuldsättning i förhållande till den nuvarande underliggande intjäningen, vilket har ökat marknadens oro för ännu en nyemission. Eltels bankavtal ger dock en tidsfrist på ungefär 2 år för att förbättra situationen och det finns flera faktorer som talar för att det är rimligt att åter nå en normal lönsamhets- och skuldsättningsnivå.

Majoriteten av de kvarvarande olönsamma projekten som togs inför börsnoteringen 2015, upphör under första halvan av 2019 och de sista avslutas under början av 2020. Av dessa projekt är det endast ett fåtal där det finns risk för ytterligare större nedskrivningar. Positivt är att flera av projekten kommer att frigöra rörelsekapital när de avslutas vilket kommer att stärka balansräkningen.

Större delen av Eltels verksamheter inom drift och underhåll (över 85 % av intäkterna) är stabila med låg risk, långa ramavtal och presterar bra kvalitetsmässigt gentemot kund. Lönsamheten i många enheter är dock för låg på grund av dålig resursplanering och ineffektivitet inom t.ex. materialhantering. Det är i grunden inte komplexa problem, men kräver rätt fokus och styrning från ledning och enhetschefer.

Eltels nye VD Casimir Lindholm som tillträdde i september har ett nästintill perfekt CV för detta uppdrag. Han har tidigare som VD framgångsrikt vänt det finska byggbolaget Lemminkäinen som befann sig i en svår situation när han tog över. Han har även flera års operativ erfarenhet från Eltel, som han lämnade 2012, och har därmed en tydlig bild över exakt vad som behöver göras. Vi ser det därför snarare som en fråga om när och inte om bolaget åter når en godkänd rörelsemarginal (4 - 5 %) och givet börsvärdet finns det i så fall stor uppsida från nuvarande låga nivå. De polska och tyska verksamheterna kommer sannolikt också att avyttras, vilket väsentligt skulle stärka balansräkningen och ytterligare fokusera bolaget på dess nordiska kärnaffär.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson