



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 JANUARI 2019

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde minskade 5,6 % i december medan SIX Return Index sjönk 6,0 %. Fondens innehav i **Pöyry** och **Bonesupport** var de största positiva bidragsgivarna medan **Hoist Finance** och **Qliro** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 90 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 19 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 11 % av fonden.

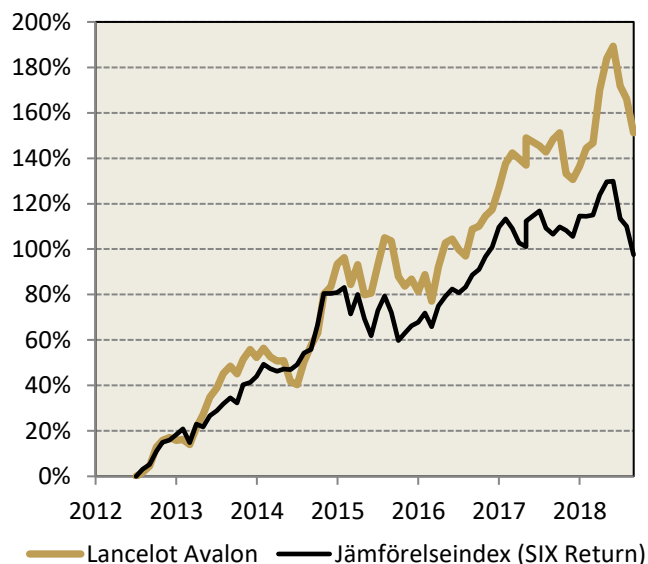
Världens börser föll kraftigt i december och raset tilltog efter att Federal Reserve i mitten av månaden höjde styrräntan och endast marginellt justerade ner räntebanan. Tills vidare ser oron för minskad tillförsel av likviditet från världens centralbanker, handelskrig och en svagare konjunktur ut att innebära att marknaderna kommer att fortsätta vara volatila den närmaste framtiden.

Fondens innehav i Pöyry avyttrades under månaden efter att ÅF lagt bud på bolaget (mer om det nedan). Större delen av likviden återinvesterades i en index-ETF samt tre nya innehav som än så länge är små positioner. Fonden har under månaden behållit en lägre aktieandel än normalt och en relativt stor andel av fondförmögenheten är investerad i index-ETFer och aktier med hög likviditet. Beredskap finns därmed att utnyttja de möjligheter till långsiktigt attraktiva investeringar som bör uppstå framöver.

Till skillnad mot för ett år sedan börjar många av de större bolagen på Stockholmbörsen se mer attraktivt prissatta ut sett till historiska kassaflöden (inte bara på optimistiska prognoser), balansräkning och utdelningskapacitet. Vi bedömer dock risken för en kraftig konjunkturförsvagning som tillräckligt stor för att än så länge inte motivera en mer än marginellt ökad exponering mot cykliska bolag. Avalons portfölj består fortsatt till största delen av bolag där konjunkturen har en relativt liten påverkan på den framtida intjäningsförmågan och där det finns potential till stor värdeökning även om den globala ekonomin försvagas.

Avalon steg med 1,2 % under 2018 medan SIX Return Index föll 4,4 %. Överkastningen mot börsindex var 5,6 % och det är också mycket glädjande att fonden genererat en positiv avkastning. Det trots ett tufft marknadsklimat som var allt

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
December 2018	-5.6%	-6.0%
År 2018	1.2%	-4.4%
Sedan start*	151.2%	97.5%
Genomsnittlig årsavkastning*	16.1%	11.7%

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

annat än förlåtande mot de bolag som presenterade även marginellt negativa nyheter.

Skillnaden i avkastning mellan individuella aktier var stor på marknaden och även bland fondens innehav. **Pöyry**, **Hembla** och **MIPS** gav störst positivt bidrag till avkastningen, men även flera andra innehav steg kraftigt under året t.ex. **THQ Nordic**, **Orexo**, **Bactiguard**, **Sedana Medical** och **Oncopeptides**.

På den negativa sidan utmärkte sig framförallt **Qliro**, **Hoist Finance** och **Eltel**. De två förstnämnda aktierna var också stora positioner vid inledningen av året. Det slog hårt mot avkastningen i framförallt februari, men även under december, då en del tidigare aktieägare sannolikt valt att rensa portföljen inför det nya året.

Vi bedömer dock att samtliga dessa tre aktier har god potential att ge en hög avkastning under 2019. Utvecklingen i Qliro och Eltel har beskrivits i tidigare månadsbrev under 2018, medan läget i Hoist beskrivs mer i detalj nedan.

ÅF lade under december ett kontantbud på **Pöyry** på 10,20 EUR per aktie, 46 % högre än stängningskursen i slutet av november. Budet motsvarar enligt våra prognoser en värdering på ungefär 12x rörelseresultat för 2019. Trots en relativt modest förvärvsmultipel anser vi att budet är bra, givet att Pöyry nu framgångsrikt genomfört en turn-around och att fokus framöver skulle behöva skifta mer mot organisk tillväxt och en egen förvävsstrategi. Den nordiska marknaden har dock till stor del redan konsoliderats av ÅF och Sweco, vilket innebär att möjligheterna att göra större förvärv till rimlig risk sannolikt skulle vara begränsade.

Pöyry var före budet fondens största position och såldes under månaden till en snittkurs på 10,18 EUR. Genomsnittligt inköpspris för aktierna var 3,36 EUR, vilket innebär en totalavkastning på 33,5 % i årstakt under innehavsperioden (från feb 2015 – dec 2018). Den långa innehavsperioden och den initialt svaga utvecklingen för aktien visar vikten av tålmod vid investeringar i turn-around situationer, men också att den typen av investeringar kan bli mycket lönsamma när analysen är rätt.

Oncopeptides utvecklar läkemedelskandidaten Ygalo för behandling av multipelt myelom och beskrevs senast i augustis månadsbrev. Bolaget presenterade i december positiva data från två forskningsstudier HORIZON och ANCHOR på det Amerikanska Hematologimötet (ASH) samt höll sin första kapitalmarknadsdag.

I HORIZON-studien behandlas svårt sjuka patienter med Ygalo efter det att traditionella behandlingsalternativ slutat att fungera. Den uppdaterade datan i HORIZON-studien visade fortsatt att Ygalo har god effekt i denna patientgrupp och att biverkningarna är relativt lindriga. Det är positivt då det enligt vår bedömning innebär en relativt hög sannolikhet för ett godkännande av produkten i USA, även om den registreringsgrundande studien OCEAN (presenteras 2019) inte skulle visa överlägsenhet mot marknadsledaren Pomalidomide. Även om marknadspotentialen i det fallet blir lägre är det ändå tillräckligt för att motivera ett hyggligt värde på bolaget, vilket tar bort en del av risken på nedsidan.

ANCHOR är en så kallad kombinationsstudie, där Ygalo används tidigare i sjukdomsförloppet tillsammans med något av de marknadsledande preparaten Velcade eller Darzalex. Än så länge är det ett mindre antal patienter som behandlats. Den data som presenterades var dock mycket bra och om resultaten håller innebär det en väsentligt större försäljningspotential än vad marknaden nu räknar med.

På kapitalmarknadsdagen presenterades även flera ytterligare utvecklingsmöjligheter för Ygalo bland annat ytterligare studier inom myelom, behandling av sjukdomen amyloidos och bensmärta. Sammantaget innebär det att potentialen är mycket stor även om risken är hög givet att bolaget ännu inte har en godkänd produkt på marknaden.

Hoist sjönk 40 % under månaden. I vårt tycke en kraftig överreaktion efter det att Finansinspektionen (FI) oväntat valt att införa nya riskvikter på förfallna konsumentkrediter. Den nya tolkningen innebär att förfallna fordringar som inte skrivits ner med minst 20 % av ursprungsvärdet åläggs 50 % högre riskvikt. Riskvikten styr hur mycket eget kapital en bank måste hålla och därmed kan man förenklat säga att även kravet på eget kapital ökar med 50 %.

Det märkliga i tolkningen är att endast nedskrivningar gjorda av nuvarande ägare tas med i beräkningen. Det betyder att även om Hoist köper fordringar till exempelvis 10 % av ursprungligt lånebelopp från banken som gett ut krediterna, räknas det inte som att fordringarna är nedskrivna och därmed måste Hoist teoretiskt antingen omedelbart skriva ner fordringen med minst 20 % eller acceptera en högre riskvikt. Det är också märkligt att förändringen inte fasas in under en längre tid för att ge de påverkade aktörerna tid att anpassa sig till tolkningen (något som med största sannolikhet skett om det haft väsentlig påverkan på någon av de större "systemviktiga" bankerna i Sverige).

Bortsett från FIs kapitalkrav förändrar den nya tolkningen ingenting vad gäller värdet på Hoist tillgångar, kassaflöde eller redovisning. Det påverkar dock möjligheten att växa i samma höga takt som tidigare och för att bevara kapital beslutade Hoist att slopa utdelningen de kommande två åren. Det finns också möjligheter att över tid slippa de nya kraven med rent tekniska förändringar i hur man rapporterar till FI (genom en s.k. modell för intern riskklassificering) eller genom att göra nya investeringar i en separat fondstruktur.

Det är tråkigt att något som i grunden är en ren teknikalitet får så pass stor påverkan, inte minst på aktiekursen. Aktien har nu en krisvärdering med ett P/E-tal på 6x 2018 års vinst och 25 % rabatt mot eget kapital. Med tydligare information från Hoist hur bolaget trots högre kapitalkrav kan fortsätta att växa framöver finns det goda skäl att tro att aktiekursen kommer att återhämta sig framöver. Hoist genomför också redan ett internt förbättringsprogram med fokus på bättre processer och ökad digitalisering inom inkasseringens verksamheten, vilket kommer att stödja en marginalförbättring redan 2019.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson