



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 4 NOVEMBER 2019

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde ökade 2,1 % i oktober medan SIX Return Index steg 4,0 %. Fondens innehav i **Bactiguard** och **Lime Technologies** var de största positiva bidragsgivarna medan **Embracer Group** (tidigare THQ Nordic) och **MIPS** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

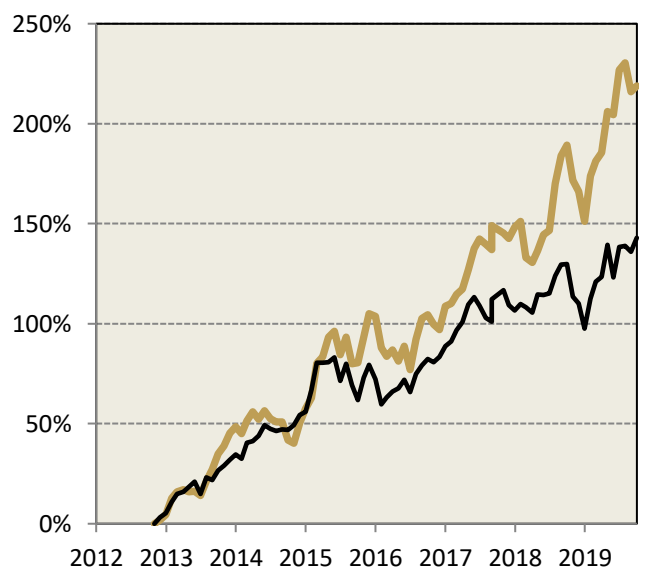
Genomsnittlig aktieexponering var 91 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 23 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 10 % av fonden.

Stockholmsbörsen steg 4 % under månaden med kraftiga uppgångar i framförallt cykliska aktier, som fick stöd av den svaga kronan och att konjunkturen inte fortsatt att försämrats. USA och Kina gjorde också vissa framsteg mot ett begränsat handelsavtal och risken för en avtalslös Brexit ser ut att ha minskat. Federal Reserve började under månaden också att tillföra stora mängder likviditet till marknaden och ökade sin balansräkning i den snabbaste takten sedan finanskrisen, något som sannolikt bidragit positivt till börsutvecklingen. Defensiva sektorer och små/medelstora bolag fortsatte att utvecklas sämre än börssnittet.

Avalon ökade aktieandelen under månaden och adderade ett antal mindre positioner i cykliska bolag, vilket gav ett positivt bidrag till avkastningen. Målsättningen är fortfarande att investera i bolag som har möjlighet att leverera bra avkastning utan att vara alltför beroende av konjunkturutvecklingen (vilket inte utesluter cykliska bolag). Ett mindre innehav i fastighetsbolaget **John Mattson** avyttrades, efter en stark kursutveckling sen börsnoteringen.

Varken **Bactiguard** eller **MIPS** presenterade några nyheter under månaden, men beskrevs båda i föregående månadsbrev. Den svaga utvecklingen för MIPS bedömer vi huvudsakligen beror på marknads oro för svag tillväxt i bolagets kommande Q3-rapport. Anledningen skulle vara svåra jämförelsetal (MIPS växte 77 % organiskt Q3 2018) och potentiell kortsiktig påverkan från amerikanska tullar på efterfrågan på hjälmar. Ett enskilt kvartal är alltid svårt att bedöma, men påverkar inte bolagets långsiktiga värde mer än marginellt. Vi anser att MIPS värderas försiktigt (25x nästa års förväntade vinst) givet bolagets långsiktiga tillväxtförutsättningar och kapitalsnåla affärsmodell.

Avkastning efter arvoden och avgifter



— Lancelot Avalon — Jämförelseindex (SIX Return)

Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
Oktober 2019	2,1%	4,0%
År 2019	29,6%	27,9%
Sedan start*	225,5%	152,6%
Genomsnittlig årsavkastning*	18,4%	14,1%

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

**Lime Technologies** släppte en stark kvartalsrapport och växte 18 % organiskt med en bibehållen rörelsemarginal på 28 %. Det är ett bra resultat, givet att bolaget fortfarande expanderar kraftigt och där nyanställd personal ännu inte bidragit till intäkterna. Lime har goda förutsättningar att fortsätta växa framöver då efterfrågan på CRM-tjänster ökar i snabb takt. Bolaget har också framgångsrikt etablerat sig i Norge och Finland och planerar under 2020 att även expandera utanför Norden. Viktigt är att återkommande intäkter från mjukvara fortsätter att öka snabbare än bolagets kostnader, vilket över tid kommer att bidra positivt till marginalutvecklingen.

**Embracer Group** föll 15 % sista dagen i månaden efter att en Londonbaserad analysfirma publicerat en rapport som rekommenderade att blanka aktien. Ett par av de anklagelser

som framfördes var att bolagets redovisning i samband med förvärv varit vilseledande och att bolaget inte genererat positiva kassaflöden. Vi håller inte med om analysens slutsats och redogör nedan varför vi fortfarande är positiva till aktien.

En del av den kritik som framförts hade redan tidigare under hösten sipprat ut på exempelvis Twitter. Vi hade därför redan gjort en noggrann analys, ställt frågor till Embracers ledning och framfört våra synpunkter på några områden där vi tyckte att tydligare information till marknaden vore önskvärt. Vår bedömning var att bolagsledningen svarade på ett transparent och bra sätt och att den presentation man höll i samband med bolagsstämman bemötte och tydliggjorde de frågetecken som fanns.

Hur bolagsförvärv redovisas är alltid en svår fråga och analysen kompliceras av att Embracer redovisar enligt K3, medan flera av de europeiska bolag som förvärvats tillämpat IFRS eller lokala redovisningsstandarder. Det finns heller ingen branschstandard för hur investeringar i spelutveckling ska skrivas av och det är givetvis omöjligt att på förhand veta exakt hur mycket ett enskilt spel kommer att sälja eller hur denna försäljning kommer att fördelas över tid. Vår bedömning är ändå att Embracers redovisningsmetod (degressiv avskrivning över två år) är rimlig och relativt väl speglar intäkter och kostnader. Det är också värt att poängtera att de immateriella tillgångar som kan uppstå vid ett förvärv (bl.a. goodwill och IP-rättigheter) inte nödvändigtvis behöver motiveras utifrån vinster från framtida spelsläpp, utan också från äldre kassaflödesgenererande titlar. Den absoluta majoriteten av de förvärv Embracer gjort anser vi har varit mycket värdeskapande för bolagets aktieägare.

Embracer har visserligen inte haft positiva kassaflöden efter investeringar, men det beror uteslutande på att man kraftigt ökat antalet pågående utvecklingsprojekt. Bolagets spelutveckling har varit helt finansierad av internt genererade kassaflöden, medan förvärv har finansierats genom nytt aktiekapital. Vi anser att Embracer gör rätt som i nuläget prioriterar tillväxt. Inte minst givet de positiva förändringar som sker i spelbranschen, där efterfrågan på innehåll med hög kvalitet ökar och där konkurrensen från nya plattformar leder till lägre distributionskostnader för förläggare (något som vi beskrev i augustis månadsbrev). Bolagets portfölj av spel under utveckling kommer därmed bidra till väsentlig högre intäkter och kassaflöden framöver. Kursutvecklingen på kort sikt är naturligtvis svårbedömd, men på medellång sikt har aktien bra förutsättningar att leverera en avkastning betydligt över börssnittet.

Bästa hälsningar, Erik Bertilsson

*Värdeutveckling för fonden som helhet kan avvika från en individuell investerares värdeutveckling eftersom prestationsbaserat arvode beräknas individuellt. Avkastningen gäller för fonden Lancelot Avalon från fondens start till och med senaste månadsskifte. Ingen hänsyn är tagen till inflation. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Det innebär en hög risk att investera i fonden och pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde, det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. För informationsbroschyr, fondfaktblad eller årsberättelse se [www.lancelot.se](http://www.lancelot.se) eller rina oss nå 08-440 53 80.*