



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 JANUARI 2020

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde ökade 1,3 % i december medan SIX Return Index steg 3,5 %. Fondens innehav i **MIPS** och **Academedias** var de största positiva bidragsgivarna medan **Qliro** och **Bonesupport** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 92 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 20 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 14 % av fonden.

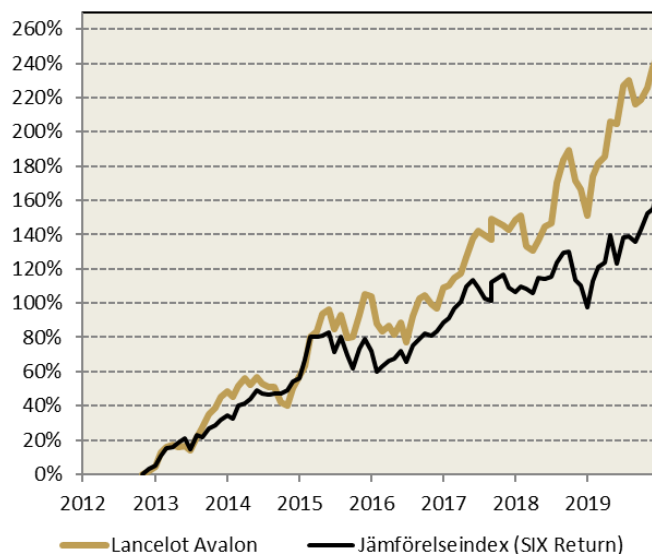
Fonden sålde under månaden det kvarvarande innehavet i **Hembla** efter att Vonovia lagt bud på bolaget. Aktien har under de senaste åren varit ett av fondens större innehav och har sen den första investeringen 2014 gett en genomsnittlig årsavkastning på investerat kapital på 47 %.

2019 blev ett mycket starkt börsår. Det beror i huvudsak på att utsikterna för världsekonomin nu ser bättre ut än befarat vid ingången av året och en kraftig omsvängning av penningpolitiken globalt. Det gällde inte minst Federal Reserve, som gick från att ha kommunicerat fortsatta räntehöjningar under 2019 till att istället sänka räntan tre gånger och återigen utöka sin balansräkning. Framförallt under det fjärde kvartalet var tillförseln av likviditet enorm, med syfte att motverka de problem som uppstått i repo-marknaden, vilket också spillde över till ökad riskaptit för bl.a. aktier, företagsobligationer och fastigheter. Världens centralbanker kommer som det ser ut i nuläget även fortsatt bedriva en expansiv penningpolitik, vilket sannolikt kommer att stödja aktiemarknaden. Många aktörer är dock mer aggressivt positionerade och värderingarna högre, vilket gör marknaden betydligt mer känslig för eventuella besvikelser eller externa händelser.

På Stockholmsbörsen utvecklades de flesta sektorer starkt bortsett från bank och finans. Fastighetsindex steg hela 57 % drivet av lägre räntor, men även ett bredare index av industribolag steg en bra bit över 40%.

Avalon steg med 37,7 % under 2019 medan SIX Return Index steg 35,0 %. Överavkastningen mot börsen var 2,7 % trots en något försiktig positionering både i termer av aktieandel och exponering mot cykliska aktier. **Bactiguard** och **MIPS** gav

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
December	1,3%	3,5%
År 2019	37,7%	35,0%
Sedan start*	245,8%	166,5%
Genomsnittlig årsavkastning*	18,9%	14,7%

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

störst positivt bidrag till avkastningen, medan **Qliro** och **SEB** bidrog mest negativt. Det är också värt att lyfta fram **ÅF Pöyry**, **Bonesupport**, **Embracer**, **Hembla** och **Lime Technologies** som samtliga utvecklades starkt och gav väsentliga positiva bidrag till avkastningen.

Academedias är norra Europas största utbildningsföretag med en omsättning nära 12 miljarder SEK. Bolaget driver 1) förskolor i Sverige, Norge och Tyskland, 2) grund- och gymnasieskola i Sverige och 3) vuxenutbildning i Sverige.

Kursutvecklingen har varit medioker sen Academedias börsnoterades i juni 2016. Mycket på grund av den politiska risken (som vi anser minskat betydligt) och en något sjunkande marginal som enligt vår mening överskuggat bolagets starka kassaflöden och stabila tillväxt. Det har lett till en låg värdering på 11x 2020 års prognostiserade vinst, trots en genomsnittlig omsättningstillväxt på 11 % de

senaste tre åren och fortsatt goda tillväxtmöjligheter framöver genom nyetableringar och tilläggsförvärv.

Exempelvis växer bolagets tyska förskoleverksamhet snabbt. Sen 2013 har alla barn i Tyskland rätt till barnomsorg, med syfte att öka arbetskraftsdeltagandet för kvinnor. Föräldrar kan till och med stämna staten för utebliven lön om de inte erbjudits barnomsorg, vilket har lett till stor efterfrågan på förskoleplatser. Academedia räknar med att öppna 12 - 15 förskolor i Tyskland per år med högre lönsamhet än gruppnsnittet, vilket kommer att stödja bolagets totala tillväxt.

Att Academedias marginal minskat något beror huvudsakligen på fördröjd kompensation för en period av kraftigt ökade lärarlöner och att delar av bolagets vuxenutbildning sett kraftigt minskade volymer på grund av den ofullbordade reformen av arbetsförmedlingen. Lärarlönerna ökar nu i mer normal takt och bolaget har också ställt om verksamheten (som gjorde förlust under 2019) mot arbetsförmedlingen, vilket innebär att det om något finns potentiell uppsida framöver om antalet utbildningsplatser återigen skulle öka.

Fonden investerade i Academedia i början av 2019 då värderingen var mycket låg, samtidigt som den politiska risken minskat avsevärt efter riksdagsvalet 2018. Aktiekursen har stigit sedan fondens investering (dock sämre än index), men vi anser att ett växande, konjunkturokänsligt bolag med starka kassaflöden bör värderas betydligt högre än 11x vinsten. Bolaget har en bra ledning och huvudägare i Mellby Gård, som under året gjort mycket för öka transparensen i bolagets segmentsredovisning. Academedia ger nu även en utdelning (direktavkastning på knappt 3 %), vilket bör öka förtroendet hos investerare och stödja en omvärdering.

Qliro vinstvarnade på grund av ett förväntat svagt fjärde kvartal för dotterbolaget Nelly och föll 21 % under månaden. Nelly har under en tid haft för höga lagernivåer och har enligt bolaget genomfört utförsäljningar samtidigt som klädmarknaden varit svag. Resultatet för kvartalet väntas därmed blir rejält negativt, men marginellt positivt för helåret. Det återstår att se om dessa utförsäljningar räcker för att få lagret i balans inför 2020 eller om det kommer att krävas ytterligare reor eller lagernedskrivningar framöver.

¹ Med en värdering av det egna kapitalet i linje med noterade konsumentbanker skulle finansdelen Qliro värderas till 500 – 1,200 MSEK.

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 månadskifte. 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, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.

Minskningen i börsvärde på över 200 MSEK står inte i proportion till denna nyhet (hela Nellys lager värderades till 300 MSEK i slutet av september), men speglar marknadens låga förtroende för bolaget baserat på återkommande besvikelser.

Hela Qliro Group värderades vid månadens slut till drygt 1 miljard SEK, vilket vi anser vara en låg värdering när man ser till bolagets tillgångar:

- 1) **Qliro** - Erbjuder digitala finansiella tjänster till e-handlare och konsumenter. Har en total lånebok på nästan 2 miljarder och har vuxit räntenettet 17 % under 2019 med positivt rörelseresultat. Eget kapital per sista september var 340 MSEK.
- 2) **CDON** - Har ställt om affärsmodellen till kapitalsnål marknadsplats för externa handlare (vilkas omsättning växte 66 % i Q3). Bruttomarginalerna har förbättrats avsevärt, vilket lett till ett nollresultat de senaste 12 månaderna. Resultatet på rullande tolv månader bör vara signifikant positivt efter Q4.
- 3) **Nelly** – Omsatte 1,5 miljarder SEK de senaste tolv månaderna och har varit lönsamt de senaste tre åren. Andelen egna varumärken står för över 40 % av omsättningen och Nelly har under lång tid haft en stark ställning hos sin målgrupp unga kvinnor.
- 4) Nettokassa per sista september på 120 MSEK.

Det kommande halvåret blir mycket viktigt då finansdelen Qliro kommer att börsnoteras, vilket vi tror tydligare kommer att visa dess värde¹. Vi tror också att CDON kan prestera ett bra Q4-resultat, vilket skulle visa att det nu är ett lönsamt bolag med en affärsmodell som är relativt unik i Norden.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

Värderas Qliro i linje med betalningsbolag och Fintech-bolag (exempelvis Klarna) skulle värderingen vara betydligt högre.