



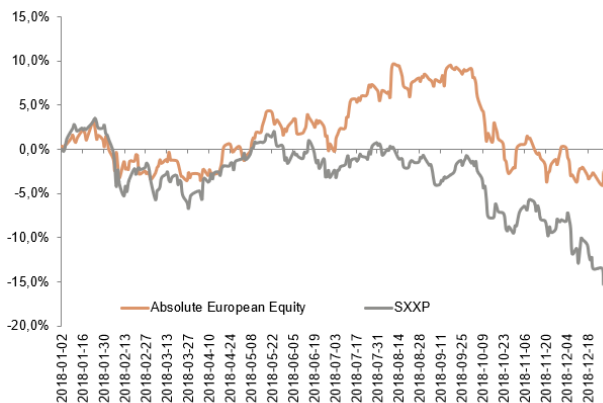
Coeli Absolute European Equity - Förvaltarekommentar per 31 december, 2018

Utveckling under månaden

Fonden minskade med -2,2 procent i december (andelsklass I SEK), att jämföras med Stox600 (breda Europa index) som minskade med -5,5 procent. För 2018 är motsvarande siffror -1,9 procent och -13,2 procent. Morgan Stanleys Hedge Fond index för europeiska Long/Short fonder föll under 2018 med -6,6 procent.

Aktiemarknader/Makroutveckling

Om man skall försöka säga något positivt om aktiemarknaden i december var det att man åtminstone inte hade tråkigt. December inledde med en rivstart efter det att Trump och Xi Jinping haft en middag på G20 mötet i Buenos Aires och enligt Trump nått betydande framgångar. Då det kom tveksamma signaler (eller inga alls) från Kina dagarna efter rullade marknaden över igen. Google rapporterade att en inverterad räntekurva blev det mest googlade begreppet då marknaden såg hur räntekurvan flackade i USA och en tioårig ränta som är lägre än den tvååriga har historiskt sett varit en av de bästa indikatorerna på att konjunkturen vänder nedåt.



Brexit-kaoset fortsatte och gjorde knappast någon på bättre humör. Det kom tecken på att det kan bli en andra folkomröstning, vilket med hög sannolikhet skulle blivit ett ja till att stanna kvar i unionen. Delvis på grund av en tydlig majoritet för Brexit bland den äldre befolkningen och helt naturligt blir de färre för varje dag som går. Lite mer allvarligt skrivet är det glasklart att beslutsunderlaget folket hade 2016 i bästa fall varit bristfälligt men i många fall direkta lögnar. Om cirka 80 dagar slutar klockan klämta i Brexit-processen och det förefaller som att det inte finns någon som helst beredskap från den engelska regeringen i händelse av en "No-deal". De senaste veckorna har man i panik anställt ett antal tusen personer för att hjälpa till om de kraschar och man har tydligen även delvis satt in militär på "standby". Om det inte hade varit för det mycket allvarliga läget hade det påmint och varit lika underhållande som en Monthly Python-sketch. Personligen tror jag att de till sist tar sitt förnuft till fånga och inte kastar sig själva utför stupet, antingen i form av det avtal som finns eller i bästa fall med en ny folkomröstning. En liten blåblodig elit (åtminstone på pappret) drömmer dock om fornstora dagar då solen aldrig gick ned över det brittiska imperiet och menar att utsikterna för en självständighet utan ett EU-medlemskap är synnerligen goda.

Veckan innan jul riktades fokus mot Fed och årets sista möte. Trots ekonomisk data på senare tid som visat på mindre inflationstryck höjde Fed och Powell räntan för fjärde gången 2018 och för nionde gången sedan mars 2015. Trots att deras rändeprognos för 2019 sänktes från tre till två höjningar övertygades inte marknaden och det satte igång en ny nedgång med ökad kraft. Trump var som vanligt väldigt tydlig med vad han tyckte de skulle göra (inte höja) och twittrade ivrigt att Fed inte har någon känsla för marknaden, handelskrig, stark dollar eller "Democrat shutdowns". "The Fed is like a powerful golfer who can't score because he has no touch - he can't putt!!" Carl Bildt sammanfattade det väl, "Presidenten är nu i öppen konflikt med Kongressen, Fed, Försvarsministern, Kina, EU, WTO och några andra. Annars är allt okey".

När General Jim Mattis dessutom valde att avgå då Trump plötsligt annonserade att man skulle dra tillbaka sina trupper i Syrien stod säljarna i kö på aktiemarknaderna. Nedgången kulminerade på julafton då S&P500 föll 15 procent på månaden vilket är en extremt kraftig rörelse (det gjorde även antal tweets från Trump, 28 stycken). Det var den största nedgången någonsin på en julafton och för att riktigt köra med alla inblandade följdes det sen av en uppgång på annandagen som var den största rörelsen sedan 2009 med S&P500 som steg med cirka 5 procent och Nasdaq med cirka 6 procent. Så här i efterhand var det nog bra att Europa var stängt över julen. Personligen blev julhelgen på grund av detta inte så traditionell som den brukar, men bra ändå. S&P500 var till sist ned 9,2 procent i december jämfört med Europa som var ned 4,4 procent (i USD).



Mikael Petersson, förvaltare av Coeli Absolute European Equity.

Översikt

Startdatum	2017-12-20
Förvaltningsavgift (R SEK)	2%
Prestationsbaserad avg.	Ja, 20%
Riskgrad	5 av 7

Nyckeltal

Årlig avkastning	N/A
Korrelation, MSCI World	N/A
Korrelation, OMRX T-Bond	N/A
Sharpekvot (24 mån)	N/A
Positiva månader	66,67%

VIKTIG INFORMATION. Denna förvaltarekommentar är enbart ämnad som information och utgör inget erbjudande om eller utfästelse att köpa eller sälja finansiella instrument eller att på annat sätt delta i någon transaktion. Informationen i publikationen utgör ingen juridisk, skatte- eller investeringsrådgivning. Alla förutsägelser om framtiden är med nödvändighet behäftade med osäkerhet och några eller alla av de prognoser som görs i detta material kan komma att signifikant avvika från det verkliga utfallet. Historisk utveckling utgör ingen indikation om framtida utveckling. Informationen i publikationen är baserad på källor som bedömts som tillförlitliga. Coeli AB kan dock inte garantera nämnda informations riktighet och ansvarar inte för förluster som kan uppstå genom att någon använder sig av uppgifter lämnade i denna publikation.



Vi måste också nämna vår egen Don Quijote, Stefan Ingves, som efter sju år i december höjde räntan från -0,50 procent till -0,25 procent. Höjningen i sig är mildt sagt naturlig efter de senaste årens utveckling men att man väljer att göra det nu när bostadsbyggande, fastighetspriser, bilförsäljning, börser och andra ledande indikatorer tydligt går ned visar på samma taktkänsla som när man dagarna innan Lehman kraschade höjde räntan (fast det rekordet är svårslaget). Det känns som en naturlig sak att de konstant saknar taktkänsla vilket är minst sagt besynnerligt. Det är ju knappast så att inflationen nu plötsligt poppat upp utan snarare att nu höjer alla andra och snart är det för sent så vi passar på. Man har målat in sig i ett hörn.

I december så klarade sig Europa för en gångs skull betydligt bättre än USA och det beror i huvudsak på att nedgången drivits av de tidigare teknikaktierna och att de kommer från höga nivåer där det finns stora vinster samt att värderingarna i Europa redan är nere på låga och attraktiva nivåer. Motsvarande siffror för 2018 är -7,0 procent för S&P och -17,3 procent för Stoxx600 (i USD). När detta skrivs har precis Apple kommit med en vinstvarning för första gången på 20 år och bolaget är för första gången sedan 2011 inte det största bolaget i USA mätt i börsvärde. Som en parentes hade börsvärdet för Apple redan kommit ned med drygt 30 procent innan vinstvarningen och handlades runt P/E 12x 2019e och då är nästan 20 procent av börsvärdet en nettokassa.

Trots en ovanligt stökig månad så är det precis som vi skrev i föregående månadsbrev – det viktigaste för att vi ska kunna skapa en attraktiv utveckling för fonden är positiva händelser som gör att vi kan skapa goda förutsättningar för våra bolag. Veckan innan jul hade fonden den bästa veckan på hela året vad gäller nyhetsflödet. Vi hade betydande händelser som påverkade aktiekurserna rejält positivt i **Cinnober**, **Burford Capital**, **Cyan** och **Tethys Oil**. Mer om det nedan.

Långa innehav

Tisdagen den 18 december annonserade Nasdaq att man höjer budet på **Cinnober** från 75 kronor per aktie till 87 kronor. Det har varit en lång och stundtals utmanande process att få bolaget i bra skick men nu är det mesta på plats. Nasdaq är helt rätt köpare av Cinnober och vi vill passa på att berömma och tacka Cinnobers VD Peter Lenardos som på kort tid gjort underverk i omvandlingen av bolaget. Aktien handlades innan offentliggörandet runt 77 kronor.

Onsdagen den 19 december annonserade **Burford Capital**, vårt "litigation finance"-bolag, att man gått in i ett strategiskt partnerskap med en oidentifierad "sovereign wealth fund". Man gör en gemensam investering om totalt 1,6 miljard USD där Burford investerar 42 procent och man sen tar 60 procent av den förväntade vinsten. Så agerar en Champion och aktien var upp 18 procent den dagen och slutade året med en uppgång på 41 procent. Burford var största negativa bidragsgivare för fonden i oktober då man tog in 200 miljoner USD från aktieägarna. Detta kapital sätts nu i arbete och det finns mycket som talar för ett antal fortsatta starka år för bolaget. För månaden var uppgången i aktien knappt 8 procent.

Fredagen den 21 december annonserade **Cyan**, vårt cyber security-företag, ett jättligt kontrakt med franska Orange som öppnar upp stora marknader för Cyan med hög lönsamhet kommande år. Kontraktet gäller i upp till 28 länder med mer än 260 miljoner potentiella kunder. Bolaget förväntar sig en betydande påverkan vad gäller omsättning och i ännu högre grad intjäning (70-80 procent bruttomarginal, det vill säga en mycket hög operationell hävstång) vilket ger en ny långsiktig prognos där man förväntar sig en tredubbling av omsättningen från 2018 till 2021 med en ännu högre påverkan på resultatet. Det ger ett P/E tal på under 10x 2021 vilket kan jämföras med 2019 som är på motsvarande 15x. Kontraktet är en Game Changer för Cyan och aktien var upp 11 procent på dagen och på månaden var uppgången 8 procent. Infrias deras förväntningar (vi tror de är försiktiga i sin bedömning) är det enkelt att se att aktien dubblas de kommande två åren.

Söndagen den 23 december annonserade **Tethys Oil** att man ingått ett avtal om att förvärva en minoritetsandel i ett gigantfält i Oman för 32 miljoner USD vilket är hälften av bolagets nettokassa. Förvärvet är villkorat av partners avstående från förköpsrätt. Aktien var upp några procent i mellandagarna när börserna var ner några procent. På månaden är aktien ner cirka 20 procent på grund av nedgången i oljepriset och vi passade då på att bygga upp större delen av positionen. Tethys vikt i portföljen är cirka tre procent men i termer av att generera kassaflöde är positionen flera gånger större. Om man exkluderar kassan och studerar tredje kvartalet så blir multipeln för fritt kassaflöde cirka 9x, på det kvartalet enbart. Kassaflödet i fjärde kvartalet kommer att vara ännu starkare. Sen är det en ändlig resurs så man får även ta hänsyn till annat vid värdering men det är en mycket attraktiv nivå och därför köper vi.

Våra största negativa bidragsgivare under månaden var **Finlab** (investmentbolag inom Fintech), **Getinge** och **Mynaric** (satellit/rymdbolag). Vad gäller Finlab och Mynaric berodde nedgången enbart på större säljare som vill ur sina positioner (vår uppfattning) och årsskiftet spelade nog också in då man vill rensa böckerna. I mindre bolag har ett sådant flöde en stor påverkan på aktiekursen (gäller även åt andra hållet) och det finns ingenting fundamentalt som rättfärdigar en lägre värdering. Getinge var ner 15 procent efter en stark period månaden innan. Vi sålde en del på relativt höga nivåer och har den senaste veckan ökat positionen igen.



Mikael Petersson, förvaltare av Coeli Absolute European Equity.



Mikael Petersson, förvaltare av Coeli Absolute European Equity.

Korta Innehav

Korta portföljen bidrog med cirka 1 procent under december där Avanza, Raysearch och OMX futures var största bidragsgivare. Under året har den korta portföljen adderat värde till portföljen som helhet men i december borde vi ha tjänat mer. Som vi beskrev i vårt förra månadsbrev var vi av uppfattningen att marknaden skulle återhämta sig i december vilket den inte gjorde och när vi sen var inne i månaden blev nedgången starkare än vad vi befarade. Vi var därmed inte tillräckligt aggressivt positionerade för nedgången som kom.

Exponering

Nettoexponeringen var under inledningen av månaden knappt 70 procent justerat för Cinnober (cash) och våra två noterade innehav. I takt med att det blev allt mer slagigt reducerades nettoexponeringen till runt 55 procent. Bruttoexponeringen varierade mellan 120-130 procent.

Sammanfattning 2018

Att det var ett ovanligt svårnavigerat år kan konstateras när man i en genomgång av 15 olika tillgångsklasser som US Large Caps, Gold, Reits, High Yield Bond etc endast hittar en tillgång som slutar på plus. US Cash var upp 1,7 procent medan allt annat hade en negativ avkastning. 2008 var 5 av 15 på plus vilket säger en hel del. Morgan Stanleys Hedge Fond-index för europeiska Long/Short fonder föll under 2018 med -6,6 procent, varav december isolerat med -2,4 procent. Att i det sammanhanget vara ned med 1,9 procent inklusive avgifter är ingenting som vi är nöjda med, varken ur ett förvaltarperspektiv eller i egenskap av investerare i fonden. Vi drivs av att bygga värden i förvaltningen på absolut basis.

Under året har vi tappat något på grund av att våra svenska innehav nominerat i svenska kronor minskat i värde mätt i euro, att vi har haft en hel del mindre bolag där small cap haft det besvärligare än den genomsnittliga marknaden (se svenska europeiska småbolagsförvaltare som referenspunkt) och att vi har haft en genomsnittlig netto exponering på cirka 66 procent där marknaden var ner drygt 13 procent så vi har utan tvekan haft rätt bolagsval som fortsatt kommer skapa betydande värden långsiktigt för oss som ägare.

Vi tackar för det förtroendet ni visat under året. Glöm inte att vi närmar oss en vändpunkt då man kan öka risken i sin portfölj igen. Vi håller er underrättade löpande.

Marknadssyn

Det blev ingen återhämtning i slutet av året som vi förväntade oss för en månad sedan. Men kombinationen av relativt snabb riskreducering och ett starkt nyhetsflöde från våra bolag gjorde december acceptabel givet förutsättningarna.

Vi är nu snart 12 månader in i den bear market som påbörjades 25 januari föregående år. Kombinationen av fortsatt slirande bland ledande indikatorer som kommer leda till nedjusteringar av vinstestimater (men osäkert hur mycket och främst bland cykliska bolag) och passiva pengar som sannolikt fortsätter sälja gör att vi bedömer att marknaden fortsätter ned ett tag till. Därutöver har vi handelskriget med Kina (som vi i och för sig tror kommer att lösas inom kort) och Brexit. Vi tror dock inte på någon recession utan nedgången kommer i huvudsak från multipel kompression, det vill säga lägre multiplar och därmed lägre värdering av bolagen.

När dessa meningar skrivs har vi varit med om en mycket kraftig uppgång under fredagen den 4 januari. På kort sikt var alltså Apple stoppen i den nedåtgående marknaden. Kraftiga rörelser sker ofta i en "bear market" och vi noterar att de 12 starkaste uppgångarna någonsin för S&P 500 kom i en officiell "bear market". Om vi ska göra en kvalificerad gissning om hur marknaden går framöver tror vi att vi kan komma ned ytterligare 10 procent (max 15 procent) under det första kvartalet och sen studsa runt några månader innan det vänder. Om det stämmer någorlunda är vi i ett läge som öppnar upp för rejäl avkastning de kommande 12-18 månader och vi handlar Europa på ett P/E tal runt 10x vilket är väldigt ovanligt. Det är ett marknadsklimat då undertecknad historiskt har levererat en betydande överavkastning men det är såklart ingen garanti för att det sker i framtiden.

Vår tydliga strategi i detta läge är nu att vara mer försiktig än vanligt och hålla fast vid våra Core Positions som med hög sannolikhet kommer att gå bättre än marknaden oavsett typ av marknad. Fjärde kvartalet 2018 var länge på topp-15 listan vad gäller sämsta utvecklingen för S&P men efter en stark avslutning slutade nedgången på -14,3 procent. För Russell2000 (mindre bolag) var Q4 det 8:e sämsta kvartalet sedan 1979 med en nedgång på -19,4 procent. Vi bör ha i åtanke följande; om man studerar kommande 1, 3 och 5 års utveckling för de 10 sämsta kvartalen historiskt för Russell2000 har uppgången varit 32, 73 och 130 procent. Det är oftast som mörkast innan solen går upp.