



LANCELOT CAMELOT

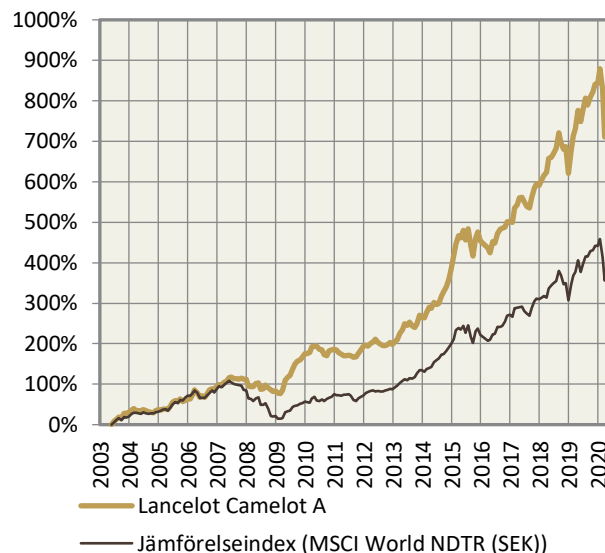
STOCKHOLM DEN 3 MAJ 2020

Till andelsägarna i Lancelot Camelot

2020 är ett år som kommer att gå till historien med många olika typer av rekord i de globala aktiemarknaderna. Även april månad bjöd på rekord, denna gång i form av historiens största uppgång för de globala aktiemarknaderna under en enskild månad. Aktiemarknader steg på hoppet om att vi sett kulmen på den globala Coronapandemin. Efter kulmen hoppas marknaden på en snabb återstart av ekonomin, hjälpt utav stora stimulanser från världens centralbanker. Detta påverkade investerarens riskvilja positivt. USA:s S&P 500 steg under månaden med 12,7 %, Eurostoxx steg med 5,1 %, medan Stockholmsbörsen steg med 8,5 %, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor.

Räntemarknaden hade under månaden mindre rörelser än aktiemarknaderna. Räntor föll generellt i världen. I USA föll räntorna emellertid i ett lugnare tempo, jämfört med de kraftiga fallen under mars månad. USA:s tioåriga ränta sjönk under månaden från 0,67 % till 0,64 %. I Europa sjönk den tyska tioåriga räntan från -0,47 % till -0,59 % och i Sverige låg motsvarande ränta helt oförändrad på -0,14 %.

Den genomsnittliga aktieandelen har under månaden varit 85,3 %. Vi har under månaden varit relativt aktiva i portföljen även om nettoexponeringen inte har ändrats i någon större utsträckning. Vi har i syfte att försöka undvika negativa överraskningar i framtida vinster pga Coronapandemin, utvärderat samtliga innehav i portföljen utifrån potentiellt negativa förändringar, både strukturella och tillfälliga. Till följd har vi reducerat innehaven i Bright Horizons som vi upplever kan komma påverkas negativt av en snabbt stigande (och potentiellt ihållande) arbetslöshet. Vi har fortsatt reducera innehavet i Intuit som precis innan krisen genomförde ett förvärv vars inriktning och timing kan komma att påverka bolaget negativt framöver. ADT är sålt i sin helhet då vi bedömer att bolagets skuldsättning är för hög givet att osäkerheten har ökat i samband med den ekonomiska krisen. Verra Mobility avyttrades också då efterfrågesituationen förändrades negativt till följd av Coronavirusets utbrott.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelseindex**
April 2020	8,2%	9,4%
År 2020	-6,9%	-8,0%
Sedan start*	778,2%	398,8%
Genomsnittlig årsavkastning*	13,7%	10,0%

*MSCI World NDTR (SEK) **Fonden startade 2003-05-28

Som vi beskrev i förra månaden ser vi att trender som:

1. Den virtuella världen med ökat datorspelade, e-learning och ett ökat arbete från hemmet
2. E-handel och digitala pengar
3. Diagnostik och medicinsk innovation

kommer att stärkas i efterdyningarna av denna kris. Vi har tagit fasta på detta genom att vi har investerat mer pengar i Microsoft. Thermo Fisher och Roche är på ovan nämnda teman alltså bland de största innehaven i fonden. Vidare har vi nyinvesterat i två bolag som vi följt under en längre tid. Vi bedömer att dessa bolag kommer att ha strukturella tillväxttrender som driver dess vinster även framöver och priset hade kommit ner till attraktiva nivåer. Båda innehaven är amerikanska, Intuitive Surgical och IDEXX Laboratories och vi hoppas återkomma till dessa mer i framtida månadsbrev.

De innehav som påverkade fonden positivt under månaden var Thermo Fisher, HCA och Alphabet. De aktier som påverkade mest negativt var Assa Abloy, Invesco och Grand City Properties.

Vid månadens utgång hade fonden 22 långa innehav, inga korta aktiepositioner och aktieandelen uppgick till 85 %. Fondens största innehav i storleksordning var Thermo Fisher, Roche och Visa. Fördelningen av valuta, med hänsyn till gjorda valutasäkringar, var 59 % i USD, 11 % i Euro, 5 % i GBP, 11 % i HKD, 5 % i SEK och 9 % i CHF.

Förvaltarens kommentarer

Har marknaden bottnat? Som vi tidigare skrivit krävs det att följande tre kriterier bör vara uppfyllda för att det ska vara uttryckligen köpläge på börsen:

1. Risken ska upplevas som hög (och därmed kunna bli lägre)
2. Värderingen ska vara låg
3. Tecken på att tillväxtindikatorer har bottnat (eller åtminstone faller långsammare)

Som det är nu är första och tredje kriteriet uppfyllt, medan det andra är klart mer tveksamt, särskilt efter april månads kraftiga uppgång. Likafullt tror vi att de andra två kriterierna kommer att vara viktigare och vi är därmed försiktigt positiva till att marknaden åtminstone inte kommer att gå lägre än de lägstanivåerna som uppnåddes i mars, om än med fortsatt hög osäkerhet och volatilitet.

Däremot kommer troligen den framtida börsutvecklingen se lite annorlunda ut än de senaste fem till tio årens uppgång. Denna period karaktäriserades till stor del av stigande multiplar, bland annat drivet av fallande räntor. Vidare användes de låga räntorna för att öka belåningen i företagen och driva på vinsterna med hjälp av aktieåterköp, vilket nu tillsammans med fallande efterfrågan har lämnat många bolag med alltför svaga balansräkningar i form av hög skuldsättning.

Detta får oss att tro att nästa borscykel kommer att kännetecknas av:

1. Hög offentlig och privat skuldsättning, vilket leder till lägre tillväxt (skuldsanering kommer före investeringar)
2. Fortsatt låga räntor & inflation (åtminstone på medellång sikt) genom mängden lediga resurser
3. Ifrågasättande av globalisering och sårbara produktionskedjor
4. Ökat fokus på hållbarhetsfrågor

Slutsatsen av detta blir väldigt tydlig för vår del. Tillväxt kommer alltmer att förbli en bristvara, vilket gör att vårt fokus på att investera i tillväxtbolag känns om möjligt än mer relevant. Vi kommer inte att kunna förlita oss på stigande värderingsmultiplar i framtiden utan avkastningen måste komma från vinsttillväxt. Hållbarhetstrenden kommer att fortsätta, men kan möjligen migrera från att vara primärt miljörelaterad till att även inkludera andra sårbarheter, såsom globaliseringsrisker och produktionskedjor. Möjligen kan även intresset för stabila utdelningar återupplivas, givet den låga inflationen och att räntorna knappast kan fortsätta falla. Följaktligen kommer balansräkningen återigen hamna i fokus, eftersom bolagens utdelningskapacitet kommer att möjliggöras eller hindras av bolaget skuldsättning.

Vi känner oss, om möjligt, än mer övertygade om att vår investeringsstrategi är den rätta för denna miljö. Det har aldrig känts mer relevant att fokusera på strukturell tillväxt, hållbarhetstrender och sunda bolag med sunda vinster och balansräkningar.

Med vänliga hälsningar

Christian Granquist & Per Hedberg