

FÖRVALTARKOMMENTAR

Avalons värde minskade 0,3 % i maj medan SIX Return Index sjönk 2,7 %. Fondens innehav i Camurus och Bonesupport var de största positiva bidragsgivarna medan Embracer och Academedia hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 98 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 33 bolag.

Avalon utvecklades bättre än index under maj där innehaven i Bonesupport och Camurus bidrog klart mest positivt och Embracer mest negativt. Övriga bolag som stod ut under månaden var några av fondens mindre innehav inom medicinteknik, däribland Surgical Science som släppte en stark rapport och steg 22 %, Sedana Medical som ökade 16 % och Adlife som steg 12 %. Trelleborg bidrog positivt efter att ha höjt de finansiella målen på sin kapitalmarknadsdag. Det är fondens största innehav i verkstadssektorn och vi ser stor potential framöver både från stabil vinsttillväxt och en högre multipel som bättre speglar det mer renodlade Trelleborgs kvalitet. Fondens innehav i OssDesign och Thunderful Group släppte både bra rapporter och är lågt värderade, men aktierna hade ändå svårt att lyfta och avslutade månaden oförändrat respektive ner 10 %. Avalon deltog även i en kapitalanskaffning för bioteknikbolaget Xbrane. Trots att en del av finansiering bestod av en relativt dyr konvertibel är fördelen att bolaget nu är fullt finansierat och bör nå positiva kassaflöden redan under 2024. Bolagets biosimilär Ximluci lanserades under det första kvartalet i år och vi förväntar oss snabb tillväxt och god lönsamhet under de kommande åren. Vi har skrivit senast om Xbrane i månadsbrevet för februari 2022. Mindre bolag fortsätter alltså att utvecklas sämre än stora på Stockholmsbörsen. Carnegies Small Cap Index och Micro Cap index sjönk 5,1 % respektive 3,8 %, vilket kan ställas i relation till att de 10 största bolagen sett till marknadsvärde i genomsnitt steg 1,5 %.

Camurus steg 20 % under månaden. Bolaget släppte en stark kvartalsrapport med 35 % tillväxt å/å för Buvidal och ett kraftigt förbättrat rörelseresultat. Men den klart viktigaste nyheten under månaden var givetvis att Camurus partner Braeburn till slut erhöll FDA-godkännande, vilket innebär att man nu kan lansera Brixadi (namnet på Buvidal i USA) under det tredje kvartalet i år. Camurus bedömer att potentialen finns att på sikt sälja för över 1 miljard USD per år, vilket skulle ge royalties på ca 150 MUSD till Camurus. Intressant är att Camurus konkurrent Indivior som säljer produkten Sublocade (även det en depåformulering), räknar med att nå över 1 miljard USD i försäljning redan 2025 och på sikt på över 1,5 miljard USD. Camurus produkt Brixadi har flera fördelar jämfört med Sublocade: 1) möjligheten att starta behandling utan en veckas övergångsbehandling med oralt buprenorfin, 2) fler dosstyrkor, 3) en mindre smärtsam injektion och 4) möjlighet att förvara produkten i rumstemperatur. På de marknader där båda produkterna finns tillgängliga har Camurus betydligt högre marknadsandel (exempelvis ca 80 % i Australien). Vi bedömer därmed att 1 miljard USD är en rimlig målsättning och att potentialen är betydligt högre. Det skulle innebära ett nuvärde på Brixadi i USA på åtminstone 100 kr per aktie (även det dubbla är möjligt med mer optimistiska men ändå rimliga antaganden). Det reflekteras inte i dagens värdering av aktien som vid månadsskiftet stängde på 279 kr. Under sommaren kommer Camurus att presentera studiedata inom Akromegali, vilket om det blir positivt borde innebära att marknaden även vågar sätta en betydligt högre värdering på Camurus pipeline. Vi är fortsatt mycket positiva till aktien både på kort och lång sikt och Camurus är efter månadens slut fondens största innehav.

Embracer släppte sin bokslutsrapport och gav beskedet att det transformativa avtal som bolaget sagt sig varit nära att slutföra inte blev av, samtidigt som prognosen för räkenskapsåret 2023/2024 sänktes rejält. Bolaget gav även en prognos, helt utan specifika detaljer, att nettoskulden skulle minskas till under 10 miljarder SEK under det kommande året (från 15,5 miljarder). Det skapade ytterligare förvirring

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (AVALON A)



	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
Maj 2023	-0,3 %	-2,7 %
År 2023	5,6 %	9,0 %
Sedan start*	328,6 %	258,8 %
Genomsnittlig årsavkastning*	14,9 %	13,2 %

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

FONDFAKTA

Startdatum (A/B)	2012-11-01 / 2020-10-19
Riskenivå	4 av 7
SFDR	Artikel 8
Handel (A/B)	Månadsvis / Dagligen
Fast avgift (A/B)	1,0 % / 1,3 %
NAV per andel (2023-05-31)	37 035,35 SEK / 84,93 SEK
ISIN (A/B)	SE0004841195 / SE0014704805
Förvaltare	Erik Bertilsson (sedan 2017)
Rörlig avgift	20 % av den del av avkastningen som överstiger jämförelseindex. Beräknas individuellt i A och kollektivt i B. High watermark.
Jämförelseindex	SIX RX

och misstro i marknaden, eftersom det är mycket osannolikt att man kan nå dit utan flera nya avtal kring spel under utveckling och/eller avyttringar av dotterbolag. Det innebar sammantaget en stor besvikelse och förtroendeförlust för marknaden och aktien föll totalt 53 % under månaden.

Det är omöjligt att utifrån bedöma hur nära den transformativa affären faktiskt var att bli av, men givet bolagets beskrivning skulle den ha förändrat förutsättningarna väsentligt då investeringsbehovet i PC/konsol-segmentet hade minskat avsevärt de kommande åren. Det mest chockerande var dock att det inte verkar ha funnits en plan B och problemet nu är att kostnaderna och investeringsnivåerna är för höga. Embracer har utifrån siffrorna som presenterats fortsatt att öka sina kostnader och antalet anställda under året. Förmodligen baserat på en tro att affären skulle bli av. Samtidigt har makromiljön försvagats, vilket har påverkat lönsamheten i brädspel- och mobilspelsegmenten negativt och förmodligen även är en del i förklaringen till att spelen inom PC/konsol presterat betydligt sämre än historiskt. Det krävs nu att bolaget aggressivt byter spår, framför allt i de delar av verksamheten där man expanderat för snabbt och/eller har sämre möjlighet att skapa god avkastning framöver. Det inkluderar att minska antalet anställda, lägga ner projekt med osäker kommersiell potential och införa striktare kapitalallokering för nya interna och externa projekt.

Vi bedömer att den nya prognosen är realistisk och den inkluderar inte heller eventuella nya avtal eller kostnadsbesparingar. Det förväntade justerade rörelseresultat på 7-9 miljarder för 2023/2024 kan jämföras mot 6,3 miljarder SEK föregående år. Det var ett år som endast innehöll ett större och dessutom misslyckat spelsläpp. Dead Island 2 som är det första spelet med högre budget som släppts i det nya räkenskapsåret, har redan blivit en succé med över 2 miljoner sålda exemplar. Utöver det väntas ytterligare några större titlar släppas under året och de som visats upp hittills har fått goda omdömen från kritiker. Framför allt måste Embracer återfå marknads förtroende och visa upp en tydlig väg mot förbättrade kassaflöden och lägre nettoskuld. Klarar man av det är det fortfarande vår bedömning att värdet av delarna i Embracer är betydligt högre än den värdering man har på börsen (under 7x 2023/2024 års justerat rörelseresultat). Bolaget äger flera ledande spelutvecklare och segmenten brädspel och mobilspel innehåller bra verksamheter, som genererar starka kassaflöden och presterat väl jämfört med liknande bolag. Man äger också flera starka varumärken, kopplade till interna och externa projekt som man i många fall ännu inte har börjat se intäkter ifrån. Vi bedömer därmed risk/reward som positivt framöver, men har sålt en mindre del av innehavet till dess att det är mer tydligt att bolaget har fått grepp om situationen och återkommer med de kassaflödesförbättrande åtgärder som utlovats.

Acadamedia är ett innehav i fonden och en av Stockholmsbörsens lägst värderade aktier. P/E-talet baserat på kommande 12 månaders vinstprognos är 6x och det fria kassaflödet under de senaste 12 månaderna motsvarar mer än 15 % av börsvärdet. Acadamedia har en stark historik med en genomsnittlig tillväxt i rörelseresultatet på över 13 % per år (tre och tio års sikt) och med stabil avkastning på eget kapital klart över 10 %. Anledningen till den låga värderingen är 1) den faktiska och upplevda politiska risken och 2) bolagets kapitalallokering. Punkt ett och två ovan hänger ihop där styrelsen varit försiktig med att dela ut pengar eller på annat sätt återföra pengar till aktieägare för att undvika offentlig debatt. Bolagets kassaflöden har därför utöver

mindre utdelningar och förvärv, använts till att minska skuldsättningen till en mycket låg nivå (exklusive lån med pant i egenägda fastigheter är nettoskulden under 500 MSEK). Det möjliggör både för fler förvärv och inte minst utskiftning av kapital till aktieägarna. Acadamedias direktavkastning för det förra räkenskapsåret var 4 % av nuvarande marknadsvärde och motsvarade en utdelningsandel på 30 % av vinsten per aktie. Det skulle dock vara möjligt att dela ut upp till 50 % av marknadsvärdet och ändå bibehålla en skuldsättning under det finansiella målet på 3x nettoskuld/EBITDA. Även om det knappast kommer att ske fullt ut visar det bolagets finansiella styrka och utdelningskapacitet.

Vår bedömning är att den upplevda politiska risken i Sverige är betydligt större än den faktiska. Rena vinst eller utdelningsbegränsningar är i praktiken svåra att genomföra både politiskt och rent praktiskt ur ett lagstiftningsperspektiv. Förändringar i kvalitetskrav och ersättningsystem kommer troligtvis att ske (och behöver inte nödvändigtvis vara negativt) men ligger i nuläget åtminstone ett par år bort. Vi bedömer att det absolut mest troliga scenariot är förändringar som på sikt inte påverkar resultatet i någon väsentlig utsträckning. Bolaget är dessutom aktivt inom flera olika verksamheter (förskola, grundskola, gymnasieskola och vuxenutbildning) och geografier (Sverige, Norge, Tyskland, Nederländerna) och det krävs drastiska regulatoriska förändringar för att aktien ska bli dyr. Viktigast av allt är vår bedömning att Acadamedias utbildningar över lag håller god kvalitet och är efterfrågade både av elever och föräldrar. Det gör det också svårt för politiker (inte minst på lokal nivå) att stifta lagar eller införa ersättningsbegränsningar som innebär att populära verksamheter skulle stängas.

Acadamedia har mer än halverats sen toppen 2021, detta trots att bolaget fortsatt att utvecklas väl. Även med en dubbling av kursen skulle aktien vara relativt billig. Vad kan då få aktien att omvärderas? På kort sikt krävs troligtvis att styrelsen adresserar balansräkningen genom att återföra mer kapital till aktieägarna. Över tid kommer även fortsatt tillväxt, stark kassaflödesgenerering och tilläggsförvärv att göra att värderingen sjunker ytterligare. En större andel av bolagets intäkter kommer också att genereras utanför Sverige, vilket bör minska marknads syn på risken i bolaget. Acadamedia är ett innehav sedan slutet av 2022 och har gett ett marginellt positivt bidrag till fonden under innehavstiden. Aktien sjönk 10 % under månaden utan att några nyheter presenterats.

Bästa hälsningar,
Erik Bertilsson

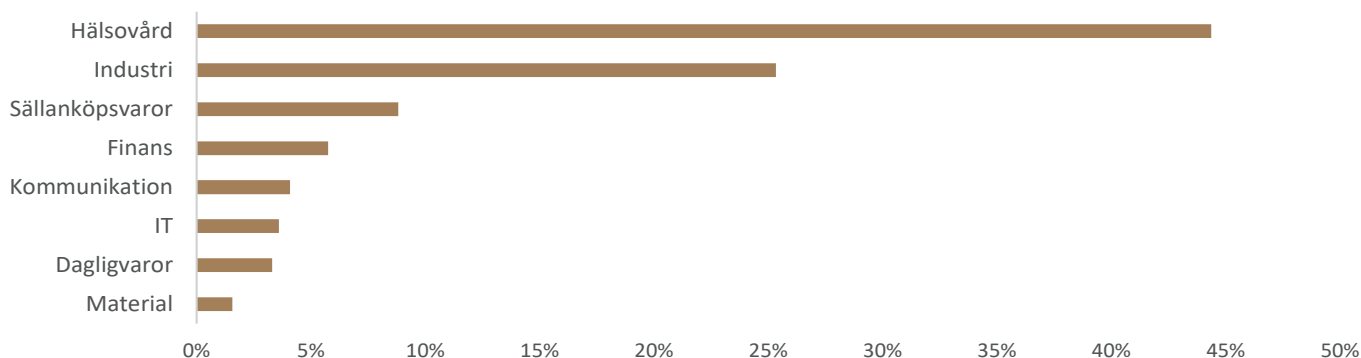
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2023-03-31)

BOLAG	ANDEL
1. BONESUPPORT	14,6 %
2. CAMURUS AB	12,0 %
3. EMBRACER GROUP	7,0 %
4. TRELLEBORG	5,7 %
5. VOLVO B	5,3 %

NYCKELTAL*

	AVALON A	JMF-INDEX
STANDARDAVVIKELSE	16,4 %	15,7 %
TRACKING ERROR	10,3 %	
INFORMATIONSKVOT	0,2	
KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX	0,8	
<i>*Beräknas på 3 år</i>		

BRANSCHFÖRDELNING



HISTORISK AVKASTNING

	1 MÅN	3 MÅN	i ÅR	1 ÅR	3 ÅR	5 ÅR	SEDAN START
LANCELOT AVALON A	-0,3 %	0,7 %	5,6 %	-1,6 %	12,2 %	75,3 %	328,6 %
LANCELOT AVALON B	-0,3 %	0,6 %	5,5 %	-1,9 %	-	-	-15,1 %
SIX RX	-2,7 %	-0,2 %	9,0 %	2,9 %	43,7 %	67,4 %	258,8 %

RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. På grund av fondens sammansättning kan värdet variera kraftigt (riskklass 6). Alla avkastningssiffrorna är beräknade efter arvoden och ingen hänsyn har tagits till inflation. Jämförelseindex: SIX Return. Jämförelseindex är inklusive utdelningar. Avkastningssiffror gäller för specialfonden Lancelot Avalon A sedan starten den 1 november 2012 till och med den 31 maj 2023. Fonden förvaltas sedan 2017 av Erik Bertilsson. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.