

FÖRVALTARKOMMENTAR

Lancelot Sveriges värde minskade 2,9 % i oktober medan SIX Return Index steg 4,1 %. Fondens innehav i Trelleborg och Gränges var de största positiva bidragsgivarna medan Bonesupport och Truecaller hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 101 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 30 bolag.

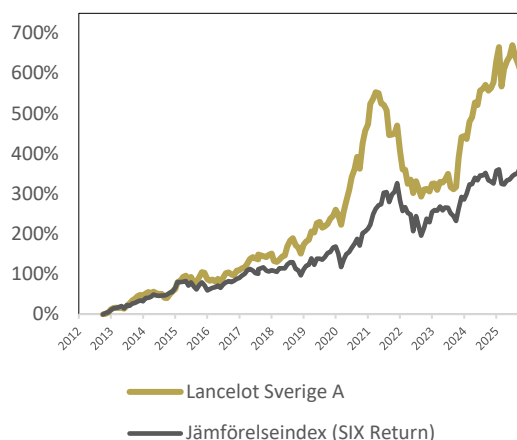
Stockholmsbörsen steg kraftigt i oktober med industri- och fastighetssektorn som tydliga vinnare. Stora bolag utvecklades betydligt bättre än småbolag. Rapportsäsongen har i många fall bjudit på rejäla kursrörelser, i många fall baserat på små avvikelser mot marknadens prognoser och bolagens framtidsutsikter. Lancelot Sverige utvecklades sämre än index där den över lag positiva avkastningen från industribolag och stora bolag (Trelleborg, Gränges, Ericsson, Alfa Laval, SKF m.fl.) inte var tillräckligt för att väga upp för svag avkastning i några av fondens hälsovårdsbolag (Bonesupport i synnerhet) samt i teknikbolaget Truecaller. På den positiva sidan bland fondens hälsovårdsinnehav fanns Addlife och Vimian. Vimian har utvecklats svagt sen VD fick lämna i juni, men Q3-rapporten visar att marknadens oro kring bolagets verksamhet varit obefogad. Addlifes aktie har haft en mycket stark utveckling de senaste två åren, mer om det nedan.

Lancelot Sverige har de senaste tre månaderna haft betydligt sämre avkastning än index. Det beror delvis på stark utveckling för stora bolag som fonden är underviktad i (även om andelen ökat under året), men framför allt på grund av mycket svag kursutveckling för många av fondens innehav. I ett par fall som Surgical Science och Truecaller beror det på svaga rapporter där osäkerheten får sägas ha ökat väsentligt. Majoriteten av fallen är dock bolag som vi tycker utvecklas väl, med små eller inga förändringar i bolagens långsiktiga utsikter och där kursfallen varit betydligt större än marknadens prognosförändringar. Vi har därmed goda förhoppningar om bättre avkastning framöver, även om tidpunkten för en vändning är omöjlig att förutse. Även utanför fondens portfölj ser vi många intressanta case, framför allt bland små- och medelstora bolag, som utvecklats sämre än motiverat. Där kommer det i många fall att räcka med att bolagen fortsätter leverera i linje med förväntningarna för att sentimentet (och aktiekurserna) ska kunna förbättras väsentligt.

Marknaden för små- och medelstora bolag har under året varit präglad av stor nervositet och starka kursreaktioner. Addlife är ett intressant exempel på en lyckad investering från 2023, när marknadsklimatet delvis liknade nuläget (även då utvecklades stora bolag betydligt bättre än små). Fonden köpte de första aktierna i Addlife i april 2023 då kursen fallet 75 % från toppen 2021. Addlife var i grunden ett stabilt bolag, men hade varit högt värderat och gjort några dyra förvärv under pandemin. Skuldsättningen var på en högre nivå än vad aktiemarknaden var bekväm med, men oproblematisks utifrån ett kreditperspektiv givet bolagets konjunkturokänsliga och kassaflödesgenererande affär. Addlife släppte rapporter som inte avvek allt för mycket från förväntningarna, men trots det sjönk kursen ytterligare 40 % (till 56 kr) efter Q3-rapporten 2023. Snabbspolar man framåt två år till oktober 2025 har aktien stigit +266 % (till 205 kr), efter att bolaget under tiden fortsatt ha levererat solida rapporter. Intressant nog har inte prognoserna för 2026 förändrats i någon större utsträckning, utan uppvärderingen beror enbart på att skuldsättningen gradvis minskat och att man återfått investerarnas förtroende. I dagens marknad finns det utan tvekan många aktier, som om ett par år kommer ha gjort en liknande resa. Utmaningen är inte bara att hitta dessa aktier (en del kommer inte att repa sig), men också att våga köpa trots att det gått ner och när det vänt också ha tålamodet att hålla kvar aktien på väg upp.

Bonesupport sjönk 24 % under månaden och aktien har nu halverats i värde sedan toppen i början av året. Rapporten för det tredje kvartalet var något svagare än förväntningarna (ca 3 % sämre försäljning), men bolaget visade ändå 34 % organisk tillväxt jämfört med föregående år, fortsatt underliggande marginalförstärkning och starka kassaflöden. Den amerikanska verksamheten (som utgör över 80

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (SVERIGE A)



	Lancelot Sverige A	Jämförelseindex**
Oktober 2025	-2,9 %	4,1 %
År 2025	4,4 %	10,1 %
Sedan start*	607,6 %	369,3 %
Genomsnittlig årsavkastning*	16,2 %	12,6 %

*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 %
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

RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Investeringar innebär en risk. Se mer fördjupad riskinformation på sida två. Ta alltid del av fondens faktablad och informationsbroschyr innan du investerar. Dessa finns att tillgå på www.lancelot.se eller telefon: 08-440 53 80.

% av försäljningen) växte 40 % organiskt, vilket var lägre än Q1 och Q2, men det femte bästa kvartalsvisa ökningen i bolagets historia. Europa växte endast 7 % organiskt på grund av svag utveckling i Tyskland och Storbritannien. Vår syn är fortfarande att bolaget fortfarande är tidigt i sin marknadspenetration, både i befintliga indikationer som beninfektion och med flera stora indikationer som ryggrad och höft-/knäledsrevisioner kvar att etablera sig inom. Det är uppbackat av mycket stark klinisk evidens som bolaget ännu inte fullt ut kunnat kapitalisera på. Bonesupport har under året bytt VD, vilket tillsammans med valutamotvind, svagare tillväxt i Europa och några mindre välgrundade rykten uppenbarligen lett till stor oro i marknaden. Värderingsmultiplarna på nuvarande intjäning har varit hög (motiverat enligt oss givet hög framtida tillväxt), men har minskat betydligt under året. Bonesupport handlas nu på konsensusprognoser (Bloomberg) till 28x respektive 18x rörelseresultatet för 2026 och 2027 (som referens handlas ABB och Atlas Copco på samma multipel 2027 och Sandvik till 15x). Vi tycker det är attraktiva nivåer och ser mycket positivt på potentialen framöver. Fonden har ägt Bonesupport sedan börsnoteringen 2017 och aktien har även flera gånger tidigare haft perioder av svag kursutveckling som för den tålmodiga visat sig vara bra köptillfällen.

Truecaller föll 32 % under månaden efter att ha släppt en rapport som var klart sämre än marknads förväntningar. Huvudanledningarna var en svag annonsmarknad i Indien och förändringar i algoritmerna i Googles annonsplattform, vilket ledde till 1 % organisk nedgång för bolagets annonsintäkter. Även valuta påverkade kraftigt negativt. Antal användare och återkommande intäkter från företagstjänster och prenumerationer utvecklades dock fortsatt väl (användare + 15 %, företag + 39 %, prenumeration + 55 %). Lancelot Sverige investerade ursprungligen i Truecaller under våren 2024, men sålde innehavet i början av 2025 efter mycket stark kursutveckling. Efter att aktien under sommaren nästintill halverats sen toppen investerade vi återigen i bolaget (strax under 3 % av fonden). Anledningen var en tro på att annonsintäkterna i bolagets överlägset största marknad Indien över tid skulle kunna växa något, samtidigt som bolagets intäkter från övriga länder och återkommande intäkter skulle leda till god tillväxt, högre lönsamhet och ökad stabilitet. Rapporten och händelsen med Google visade tyvärr att annonsintäkterna var ännu mer känsliga än vad vi trott. Samtidigt presterar de övriga delarna av bolaget väl (vilket var huvudskälet till vår investering). Vår bedömning efter diskussioner med bolaget är att det finns en trovärdig plan att över tid och genom egna förändringar i mjukvaran återta en hel del av de från Google förlorade intäkterna. Frågan är om det finns risk för andra kommande förändringar i marknaden som ligger utanför bolagets kontroll, som gör att man behöver omvärdera caset. Aktien handlas nu till drygt 10x förväntat resultat för 2026, vilket är mycket lågt för ett tillväxtbolag med höga marginaler om problemen visar sig vara hanterbara.

Bästa hälsningar,
Erik Bertilsson

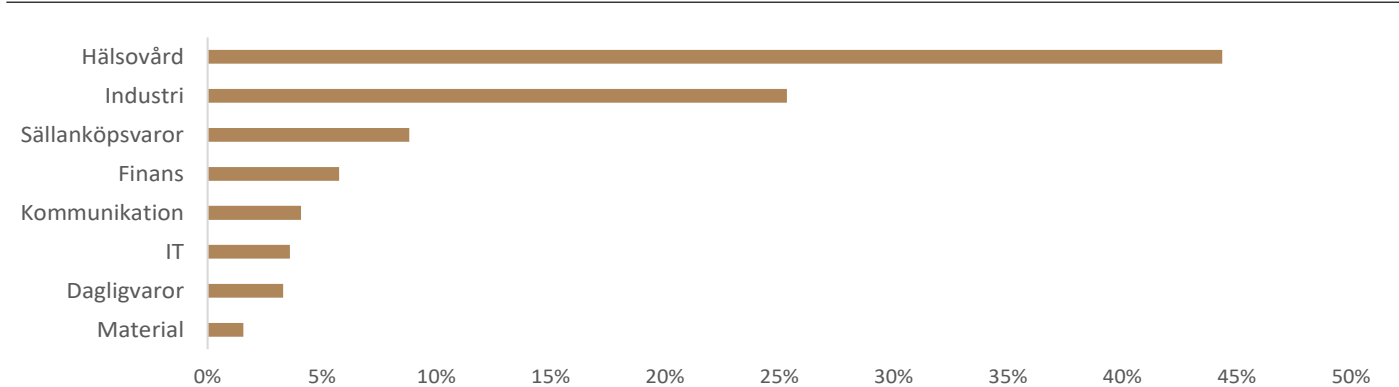
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2025-09-30)

BOLAG	ANDEL
1. ASMODEE GROUP	13,2 %
2. BONESUPPORT HOLDING AB	9,5 %
3. CAMURUS	9,1 %
4. EMBRACER GROUP	7,4 %
5. ALIMAK GROUP AB	5,8 %

NYCKELTAL*

	SVERIGE A	JMF-INDEX
STANDARDVARIATION	18,0 %	13,2 %
TRACKING ERROR	12,2 %	
INFORMATIONSKVOT	0,5	
KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX	0,7	
*Beräknas på 3 år		

BRANSCHFÖRDELNING



HISTORISK AVKASTNING

	1 MÅN	3 MÅN	i ÅR	1 ÅR	3 ÅR	5 ÅR	SEDAN START
LANCELOT SVERIGE A	-2,9 %	-8,1 %	4,4 %	7,6 %	72,2 %	52,8 %	607,6 %
LANCELOT SVERIGE B	-2,9 %	-8,2 %	4,5 %	7,8 %	71,7 %	50,1 %	40,0 %
SIX RX	4,1 %	5,6 %	10,1 %	8,2 %	48,8 %	73,0 %	369,3 %

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 5). 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 Sverige A sedan starten den 1 november 2012 till och med den 31 oktober 2025. Fonden förvaltas sedan 2017 av Erik Bertilsson. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.