

FÖRVALTARKOMMENTAR

Lancelot Sveriges värde minskade -4,2 % i november medan SIX Return Index var oförändrat. Fondens innehav i Rusta och Volvo var de största positiva bidragsgivarna medan Surgical Science och Asmodee hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 101 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 31 bolag.

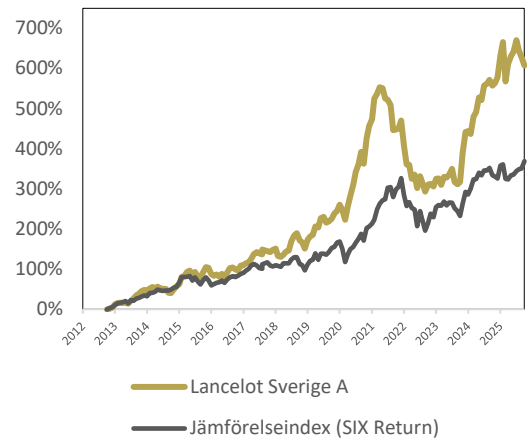
Fondens jämförelseindex SIX Return var oförändrat under månaden. Stora bolag steg något med banksektorn som tydlig vinnare, medan index för små och medelstora bolag sjönk. Lancelot Sverige hade en svag månad, delvis på grund av en fortsatt svag marknad för små bolag som fonden är överviktad mot, men också på grund av Surgical Science som sjönk hela 60 % och beskrivs mer nedan.

På den positiva sidan fanns Rusta som steg 11 % under månaden. Fonden ökade innehavet tidigare under hösten efter svag kursutveckling i samband med bolagets senaste rapport. Alimak bidrog också positivt till avkastningen. Bolaget höll en kapitalmarknadsdag med tydliga mål att under de kommande åren både öka tillväxttakten och fortsätta höja marginalen. Vi tycker att Alimak är ett av de mest underskattade industribolagen på börsen och ser god potential i aktien på några års sikt. Asmodee som är en utvecklare och distributör av bräd- och kortspel släppte en stark rapport (+23 % organisk tillväxt), som återigen slog marknadens förväntningar rejält. Aktien sjönk ändå 5 % under månaden och i nuläget verkar marknaden inte vara villig att värdera upp bolaget trots stark tillväxt, en historiskt framgångsrik affärsmodell och låg värdering (drygt 10x rörelseresultatet för nästa finansiella år). Vi tror fortfarande att en uppvärdering kommer att ske, men möjligen tar det ytterligare något eller några kvartal för att bygga förtroende som börsnoterat bolag. På den negativa sidan fanns även Bonesupport som föll 9 % (utan nyheter) och Medicover som föll 9 % trots en solid rapport.

Camurus släppte mycket positiva nyheter i två av bolagets forskningsprogram under november. Q3-rapporten var något svagare än väntat, men tillväxten för Brixadi/Buvidal (behandling av opioidberoende) är fortsatt stark framför allt i USA som växte +100 % å/å, medan övriga marknader växte något långsammare än tidigare (+15 % å/å). På den kliniska sidan släppte Camurus positiva resultat för sin månadsdepå med semaglutid (fetma), som i studien jämförts med Novo Nordisk Wegovy (veckodos). Den genomsnittliga viktminskningen var 5,3 % efter 29 dagar (Wegovy 1,2 %) och 9,3 % efter 85 dagar (Wegovy 5,2 %) med liknande biverkansprofil. Det visar att det finns potential att fortsätta driva vidare egna projekt inom fetma, men bådär också gott för bolagets samarbete med Eli Lilly. Camurus meddelade även en ytterligare förlängning av den pågående studien inom GEP-NET (neuroendokrina tumörer). Anledningen är att det tar längre tid för patienterna i studien att få återfall och högst troligt beror det på att Camurus läkemedelskandidat (CAM 2029) är mer effektiv än väntat. Skulle CAM 2029 visa sig vara bättre än standardbehandling, är den framtida potentialen stor (+1 miljard USD i försäljning). Camurus nuvarande kommersiella verksamhet, som växer snabbt med hög marginal, värderas i dagsläget till drygt 20x årets rörelseresultat (justerat för R&D kopplat till framtida produkter). Bolaget har även börjat sälja sin andra produkt Ocyesa (behandling av akromegali) i Europa under Q4 och väntas få godkänt i USA under 2026. Det är därmed lätt att se att marknaden inte sätter något större värde på bolagets pipeline, samarbetsavtal och teknologiplattform, trots den enligt vår bedömning enorma långsiktiga potentialen.

Surgical Science (SUS) föll kraftigt under månaden, vilket till stor del berodde på att bolagets största kund Intuitive Surgical avslutade en avsiktsförklaring, vilket innebär att SUS licensintäkter från Intuitive väntas minska väsentligt under 2026 jämfört med 2025. Avsiktsförklaringen var en positiv nyhet när den annonserades

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (SVERIGE A)



	Lancelot Sverige A	Jämförelseindex**
November 2025	-4,2 %	0,0 %
År 2025	0,0 %	10,2 %
Sedan start*	577,7 %	369,3 %
Genomsnittlig årsavkastning*	15,7 %	12,5 %

*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.

i början av året och innebar att SUS simuleringsmjukvara fram till 2028 (med start tidigare under 2025) skulle vara standard på samtliga av Intuitives kirurgiska robotar Da Vinci 5, i stället för att som i tidigare generationer vara ett tillval. SUS mjukvara blir nu återigen ett tillval riktat mot en betydligt mindre grupp av kunder. Vi vet i nuläget inte anledningen till att Intuitive inte valt att fortsätta, men det är uppenbart att tillgång till SUS mjukvara inte är prioriterat hos den bredare massan av Intuitives kunder. Den nedslående slutsatsen blir därmed att SUS framtida adresserbara marknad sannolikt är betydligt mindre än vad vi tidigare trott. Det gäller både med Intuitive såväl som andra robotkirurgibolag (t.ex. Medtronic och J&J). Om efterfrågan på den mest avancerade simuleringen är begränsad hos slutkunderna finns det också på sikt en risk att SUS i högre grad ersätts av robottillverkarnas egenutvecklade mjukvara eller andra typer av analyslösningar. Surgical Science affär med robotkirurgikunder är den klart mest lönsamma delen av bolaget och består till stor del av licensintäkter med mycket hög marginal, medan bolagets övriga verksamheter mer liknar andra hårdvarubaserade medicinteknologibolag.

Vad som är tydligt är att vi helt missbedömt risken att detta skulle kunna hända. Det beror delvis på 1) SUS långa relation med Intuitive och bolagets egen kommunikation där man bortsett från det initiala pressmeddelandet snarare pratat om det som ett färdigt flerårigt avtal, 2) den utrullning som skedde, där Da Vinci 5-robotar som sålts tidigare försetts med ny hårdvara och då uppgraderats med SUS simuleringsmjukvara och 3) kontakter med Intuitive som beskrivit samarbetet positivt. Helt klart borde vi ha varit mer kritiska och agerat starkare på bolagets svaga Q2 och Q3-rapporter där även förnyelsegraden på bolagets mjukvara börjat att minska på tidigare generationers maskiner. Vi var som vi skrev i föregående månadsbrev missnöjda med utvecklingen, men inväntade den kommande kapitalmarknadsdagen (8 december). En klen tröst i sammanhanget är att vi inte köpt fler aktier på vägen ner. Surgical Science utgjorde vid månadens ingång ca 3 % av fondens NAV, vilket gjorde att raset blev kostsamt för fondens avkastning. Givet att förutsättningarna för investeringen och den långsiktiga potentialen förändrats så pass kraftigt har vi avyttrat innehavet. Aktien kan möjligen repa sig en bit till och på sikt utvecklas väl, givet att bolaget har en stor nettokassa och ett antal verksamheter (inklusive robotkirurgi) med möjlig långsiktig tillväxtpotential. Vi ser dock alltför många andra attraktiva möjligheter i andra kurspressade bolag med stor potential där de långsiktiga förutsättningarna är betydligt enklare att bedöma.

Bästa hälsningar,
Erik Bertilsson

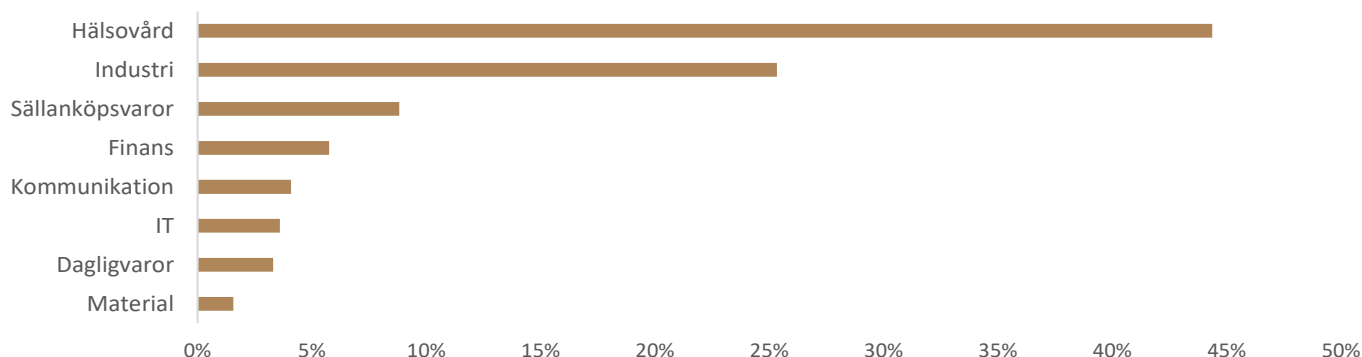
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2025-09-30)

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	18,3 %	13,2 %
TRACKING ERROR	11,7 %	
INFORMATIONSKVOT	0,6	
KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX	0,8	
*Beräknas på 3 år		

BRANSCHFÖRDELNING



HISTORISK AVKASTNING

	1 MÅN	3 MÅN	i ÅR	1 ÅR	3 ÅR	5 ÅR	SEDAN START
LANCELOT SVERIGE A	-4,2 %	-8,9 %	0,0 %	2,2 %	64,3 %	28,9 %	577,7 %
LANCELOT SVERIGE B	-4,2 %	-9,0 %	0,0 %	2,3 %	63,8 %	26,6 %	34,1 %
SIX RX	0,0 %	4,6 %	10,2 %	8,9 %	38,7 %	55,4 %	369,4 %

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. 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 30 november 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.