

FÖRVALTARKOMMENTAR

Marknadsutveckling

September brukar anses vara årets svagaste börs månad. Det bekräftas också av statistiken för de senaste 100 åren: september är den enda månaden då S&P 500 i genomsnitt har genererat negativ avkastning, omkring -1 %. Under drygt hälften av åren har USA-börsen fallit under september.

September 2026 blev därmed en normal månad i statistisk mening, då världsindex föll med drygt 1 % under månaden, lokal valuta. Mätt i svenska kronor steg index däremot med cirka 3 %, då kronan försvagades kraftigt till följd av det stigande ränteläget i USA.

Trots fortsatt volatilitet kring konflikten mellan Iran och USA och den snabba utvecklingen inom AI-området var ränteuppgången i USA kanske den viktigaste marknadshändelsen under månaden. Efter att Federal Reserve i slutet av augusti signalerat en stramare penningpolitik och högre styrräntor steg de amerikanska marknadsräntorna kraftigt under september. Räntan på tioåriga statsobligationer, som låg kring 4,5 % i augusti, steg till över 5,2 % under månaden och ligger i skrivande stund på drygt 5,3 %, den högsta nivån sedan 2002.

Det amerikanska ränteläget är viktigt för börsen framför allt av två skäl:

- I praktiken utgör den amerikanska räntan grunden för priset på pengar, eller kapital, över hela världen och påverkar därmed prissättningen av alla tillgångar. En högre ränta sänker nuvärdet av framtida kassaflöden och därmed exempelvis värdet på aktier. Att börsen föll under september är ur det perspektivet logiskt.

- Högre räntor påverkar också investeringsviljan i ekonomin och dämpar därmed tillväxten. Inte minst bostadssektorn har drabbats, där såväl huspriser som nybyggnation har hamnat under press. En svag bostadsmarknad påverkar konsumenten negativt och eftersom konsumtionen står för omkring två tredjedelar av den amerikanska ekonomin får det konsekvenser för ekonomin som helhet.

Detta återspeglades tydligt på börsen under september. Räntekänsliga sektorer som fastigheter, dagligvaror och allmännyttiga tjänster föll med 5–10 %, vilket även gällde mer investeringskänsliga sektorer som råvaror och sällanköpsvaror. De enda två sektorer som steg under månaden, och därmed också de enda som utvecklades bättre än index som helhet, var teknologi (+4 %) och kommunikation (+3 %).

Anledningen känner vi väl till vid det här laget: investeringar i AI. Vi tillbringade en vecka i San Francisco under september och träffade sammanlagt ett 40-tal teknikbolag. Budskapet var entydigt: obalansen mellan utbud och efterfrågan på AI-infrastruktur fortsätter att öka och det råder brist på det mesta, från minneschip till elektriker. Sentimentet kring AI är starkare än något vi tidigare upplevt under vår tid på marknaden – nästan alla är positiva. Den förväntade avkastningen på investeringar i AI-infrastruktur bedöms vara så hög att de stigande räntorna hittills har haft liten påverkan på investeringsbesluten.

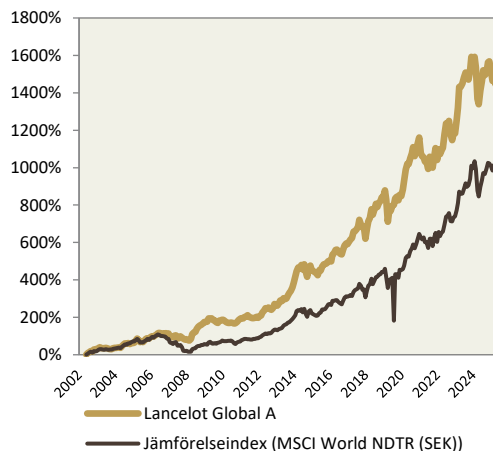
Samtidigt börjar det också synas sprickor i den annars mycket positiva bilden. Kan de två stora AI-labbens, OpenAI och Anthropic, affärsmodeller verkligen bära de enorma investeringar som redan har gjorts och väntas göras? Hur stor del av investeringarna är egentligen cirkulära mellan AI-labben, molnjättarna Google, Amazon och Microsoft samt chipstillverkare som Nvidia och Broadcom? Vår bedömning är att omkring hälften av världens börsvärde i dag utgörs av bolag vars utveckling är starkt beroende av vad som händer inom AI. Samtidigt är utfallsrummet, både på kort och lång sikt, mycket brett. Vi följer därför utvecklingen mycket noggrant och är beredda att snabbt anpassa portföljen om förutsättningarna förändras.

För att återknytta till ränteläget verkar AI dessutom ha bidragit även till de stigande räntorna. Många pekar på den envist höga inflationen och de geopolitiskt drivna uppgångarna i energipriser som bakomliggande faktorer. Det verkar dock inte vara hela förklaringen, eftersom marknadens långsiktiga inflationsförväntningar inte har stigit nämnvärt. I stället har en stor del av ränteuppgången kommit genom högre realräntor, vilket kan tyda på ökade tillväxtförväntningar och därmed tilltagande konkurrens om kapital, inte minst från den kapitalintensiva AI-sektorn. Om det är rätt tolkning är det i grunden positivt för börsen de kommande månaderna.

Fondens utveckling

Fonden utvecklades starkt under månaden och steg med xxx %, vilket var avsevärt bättre än jämförelseindex som steg med xx %. Det är nu femte månaden i rad som fonden har utvecklats bättre än eller i linje med marknaden, vilket vi är glada för.

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (GLOBAL A)



	Lancelot Global A	Jämförelseindex*
September 2026	4,2 %	2,8 %
År 2026	17,0 %	20,5 %
Sedan start*	1 796,8 %	1 236,9 %
Genomsnittlig årsavkastning*	13,4 %	11,7 %

*Se riskinformation på sida 2

FONDAKTA

Startdatum (A/B)	2003-05-28 / 2016-12-16
Riskenivå	4 av 7
SFDR	Artikel 8
Handel (A/B)	Månadsvis / Dagligen
Fast avgift (A/B)	1,0 % / 1,3 %
ISIN (A/B)	SE0001097072 / SE0009241649
Förvaltare	Per Hedberg och Johan Swahn
Rörlig avgift	20 % av den del av avkastningen som överstiger jämförelseindex. Beräknas individuellt i A och kollektivt i B. High watermark.
Jämförelseindex	MSCI WORLD NDTR (SEK)

Observera att din investering både kan öka och minska i värde, det är inte säkert att du får tillbaka hela din investering. Se mer fördjupad riskinformation på nästa sida.

Under våren genomförde förvaltarna ett omfattande arbete för att förtydliga och förstärka investeringsprocessen, och vi är glada att detta nu verkar ha gett resultat. Strategin och målsättningen är oförändrade: att generera överavkastning åt våra kunder genom att investera i bolag av hög kvalitet till ett attraktivt pris. Under våren implementerade vi samtidigt en rad verktyg som stödjer investeringsprocessen och som vi tror kan hjälpa oss att ytterligare förbättra genomförandet av strategin.

Under september var det mycket som gick rätt för oss och relativt lite som gick fel. Överavkastningen jämfört med index kan i stora drag förklaras av två faktorer:

- Vi har en bred och diversifierad exponering mot AI, som fortsätter att driva marknaden. Vi är inte överexponerade jämfört med index, men följer med när AI-relaterade aktier utvecklas starkt.

- Utanför AI har vi en väsentligt mer defensiv positionering, dominerad av bolag av hög kvalitet och med mindre uttalat cykliska drivkrafter. Vi har historiskt låg exponering mot sällanköpsvaror, byggsektorn, råvaror och generell industri. Vi har också undvikit bolag med svaga balansräkningar, vilket är särskilt viktigt i en miljö med höga räntor.

Månadens bästa bidragsgivare återfinns framför allt bland den här typen av bolag. Thermo Fisher, Meta, Fastenal och Givaudan är bolag av hög kvalitet och med relativt låg cyklisk exponering, medan Quanta Services, Caterpillar, ASML och ASM har hög exponering mot AI och datacenter.

På den negativa sidan hittar vi framför allt mjukvarubolag som ServiceNow, Jack Henry och Microsoft. Dessa aktier har utvecklats extremt starkt under de senaste månaderna, och vi tror att det är den främsta förklaringen till den något svagare utvecklingen i september. Även våra konsumentexponerade innehav, Home Depot och Pool Corp, utvecklades svagt, men det är fortsatt små positioner i fonden.

Marknadskommentar

Trots att index bara befinner sig någon procent från toppen finns det gott om billiga bolag på börsen. Mer än hälften av bolagen på USA-börsen har fallit minst 20 % sedan juni. Många av de billigaste aktierna återfinns i de delar av marknaden som vi ovan konstaterat utvecklas allra svagast just nu, inte minst bland konsumentrelaterade bolag men även inom exempelvis hälsovård.

Vi tror att börsutvecklingen de närmaste månaderna i hög grad kommer att avgöras av utvecklingen inom AI och den amerikanska långräntan. Även om vi ser en del orosmoln inom AI är det fortfarande långt ifrån ett riktigt oväder. Ränteläget är svårtolkat, men vi bedömer samtidigt att det underliggande inflationstrycket är relativt begränsat och att behovet av fortsatta räntehöjningar därför inte bör vara särskilt stort.

Amerikanska mellanårsval har historiskt ofta sammanfallit med svagare börshumör inför valet, medan utvecklingen efter valet generellt har varit betydligt starkare. Slutligen har Iran-konflikten blivit mer utdragen än vad många befارade från början. Samtidigt var det länge sedan konflikten eskalerade, och oljeexporten från Persiska viken tycks nu gradvis öka.

Sammantaget är osäkerheten fortsatt stor, men efter en svagare period på börsen ser förutsättningarna inför årets sista kvartal relativt goda ut.

Med vänlig hälsningar,
Per Hedberg och Johan Swahn

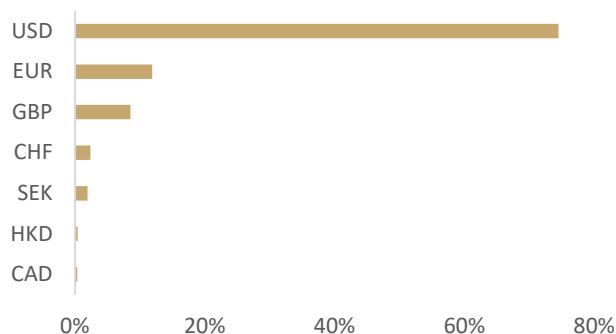
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2026-09-30)

BOLAG	ANDEL
1. MICROSOFT	6,7 %
2. NVIDIA	6,6 %
3. ALPHABET INC	5,8 %
4. TOPIX INDX FUT SEP26	5,0 %
5. APPLE	5,0 %

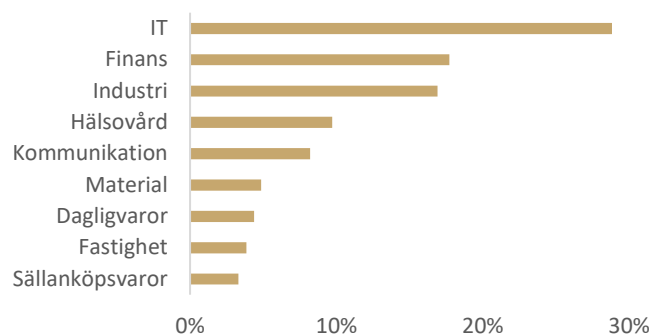
NYCKELTAL*

	GLOBAL A	JMF-INDEX
STANDARDVARIATION	12,7 %	12,5 %
TRACKING ERROR	3,8 %	
INFORMATIONSKVOT	-1,0	
KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX	1,0	
<i>*beräknat på tre år</i>		

VALUTAFÖRDELNING



BRANSCHFÖRDELNING



HISTORISK AVKASTNING

	1 MÅN	3 MÅN	i ÅR	1 ÅR	3 ÅR	5 ÅR	SEDAN START
LANCELOT GLOBAL A	4,2 %	6,8 %	17,0 %	18,2 %	48,3 %	63,4 %	1 796,8 %
LANCELOT GLOBAL B	4,2 %	6,7 %	16,7 %	17,8 %	47,0 %	60,9 %	193,5 %
MSCI WORLD NDTR (SEK)	2,8 %	5,0 %	20,5 %	22,3 %	64,3 %	100,0 %	1 236,9 %

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: Under perioden juni 2003 till och med april 2011 var jämförelseindex 50% OMXS30 samt 50% MSCI World i SEK. Från och med maj 2011 är jämförelseindex 100% MSCI World NDTR (Bloomberg: NDDUWI) i SEK. Jämförelseindex är inklusive utdelningar. Avkastningssiffror gäller för specialfonden Lancelot Global A sedan starten den 30 maj 2003 till och med 30 september 2026. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring på 08-440 53 80.