

FÖRVALTARKOMMENTAR

Avalons värde ökade 0,1 % i februari medan SIX Return Index steg 1,2 %. Fondens innehav i Thunderful Group och MIPS var de största positiva bidragsgivarna medan Camurus och Photocure hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 99 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 33 bolag.

Februari präglades av något starkare makrodata än förväntat med högre marknadsräntor som följd. Utöver det släppte flera av fondens små- och medelstora bolag sina kvartalsrapporter. Bank – och verkstadsaktier presterade bra på börsen och så även Avalons innehav i dessa sektorer (bland andra Nordea, Swedbank, Alleima, Assa Abloy och Trelleborg). Rapporterna för fondens innehav var med något undantag bra, men reaktionerna i många fall oförutsägbara. MIPS steg till exempel 19 % på en rapport i linje med förväntningarna, medan Bonesupport och Camurus föll på relativt starka rapporter. Photocure som är ett litet innehav i fonden släppte en svag rapport och föll 24 % i februari (fonden har minskat positionen något). Under månaden har Avalon köpt ett nytt mindre innehav i Fasadgruppen och sålt innehavet i Sandvik.

Bonesupports rapport var stark med 49 % organisk tillväxt i kvartalet. Den organiska tillväxten i USA var hela 80 % drivet av lanseringen av Cerament G i USA som bidrog med 14,5 MSEK under de två månaderna produkten fanns på marknaden. Trots att tillväxten var betydligt högre än förväntat sjönk aktien ändå 2 % under månaden. Det berodde förmodligen på 1) att rörelseresultatet försämrades jämfört med Q3 på grund av redovisningseffekter av incitamentsprogram och valuta (det operativa kassaflödet förbättrades dock tydligt), 2) att bolaget avstod att kommentera hur Cerament G förväntas växa under inledningen av 2023 och 3) låg organisk tillväxt i Europa på 9 % på grund av svag marknadsutveckling. Vår bedömning är att även om tillväxttakten mellan enskilda kvartal kan komma att variera, så har Bonesupport mycket goda möjligheter att fortsätta slå aktiemarknadens förväntningar under året (för att nå analytikernas medianestimat krävs drygt 50 % högre genomsnittlig veckoförsäljningstakt av Cerament G i USA än i Q4, förutsatt att resten av bolaget över huvud taget inte växer organiskt). Bonesupport är nära att nå lönsamhet vilket vi bedömer sker inom de närmaste kvartalen. Det bör få nya investerare att titta på aktien och fokusera på en unik produkt med lång tillväxtresa och potential för en rörelsemarginal som på sikt kan överstiga 40 %.

Camurus släppte en stark rapport med 36 % organisk tillväxt under det fjärde kvartalet, men sjönk trots det 9 % under månaden. Bolagets egen prognos för 2023 var något lägre än marknads förväntningar, men det är vår bedömning att ledningen varit försiktig och tagit hänsyn till potentiella motvindar (framförallt vad gäller pris) som det är osäkert om de faktiskt kommer att materialiseras. Vi ser tre faktorer som vi ser kan lyfta aktien under 2023: 1) fortsatt stark organisk tillväxt för Buidal, där det blir tydligt att en eller flera större marknader etablerat sig på en högre nivå, 2) ett godkännande i USA och 3) ett positivt utfall av bolagets fas 3-studie inom akromegali. Vår bedömning är att man i nuläget inte överhuvudtaget betalar för potentialen i USA eller bolagets R&D-pipeline (inklusive akromegali-projektet). Det blir tydligt när man jämför bolagets börsvärde (exklusive kassa) med vinstprognosen för 2023 justerat för R&D-kostnader (som hänför sig till kommande produkter) och borträknat eventuella engångsintäkter för regulatoriska godkännanden. Camurus nuvarande kommersiella verksamhet handlas då till 18x vinsten före skatt, vilket vi anses vara relativt lågt för en starkt växande och lönsam verksamhet (rörelsemarginalen borträknat R&D-kostnader var över 50 % redan 2022). Vi förväntar oss därmed väsentlig uppsida för aktien vid ett USA-godkännande och/eller positiva studieresultat, medan den fundamentala nedsidan är relativt begränsad.

Thunderful Group släppte en bra rapport och steg 21 % under månaden. Thunderful Games omsättning var nästan dubbelt så hög mot föregående år och den organiska tillväxten 23 %, med god lönsamhet. Games har nått en mer stabil bas med en kombination av försäljning av äldre titlar, work-for-hire (kan liknas vid konsultverksamhet med hög marginal) och intressanta kommande spelsläpp under året. Till skillnad mot de kvalitetsmässigt bra men kommersiellt svaga spelen från 2021, bedömer vi att kommande spelsläpp är baserade på betydligt starkare IP:n, med bättre definierade målgrupper och lägre utvecklingsbudgetar.

Thunderful Distribution var vid börsnoteringen tänkt att bidra med starka kassaflöden som gruppen kunde återinvestera i spelutveckling och mindre förvärv. Det blev inte som tänkt då två av dotterbolagen verksamma inom distribution av leksaker respektive gamingtillbehör i stället byggde upp enorma lager under 2021. Thunderfuls nya ledning har under året ägnat sig åt att förbättra styrningen och reducera lagernivåerna i dessa bolag. Resultatet har hittills varit lyckat och i det fjärde kvartalet var det fria kassaflödet för gruppen knappt 350 MSEK. Bergsala som distribuerar Nintendo-produkter har levererat stabila resultatet under perioden med en

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (AVALON A)



	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
Februari 2023	0,1 %	1,2 %
År 2023	4,9 %	9,2 %
Sedan start*	325,7 %	259,6 %
Genomsnittlig årsavkastning*	15,0 %	13,2 %

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

FONDFAKTA

Startdatum (A/B)	2012-11-01 / 2020-10-19
Riskenivå	6 av 7
SFDR	Artikel 8
Handel (A/B)	Månadsvis / Dagligen
Fast avgift (A/B)	1,0 % / 1,3 %
NAV per andel (2023-01-31)	36 876,74 SEK / 84,41 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

EBITDA på ungefär 100 MSEK både 2021 och 2022. Thunderful är lågt värderat oavsett hur man räknar. Bolaget kommer snart att vara skuldfritt och P/E-talet är 6x respektive 5x för 2022 och 2023 baserat på relativt konservativa prognoser. Även en analys av delarna visar på stor uppsida jämfört med börsvärdet på 1,3 miljarder SEK. Svag exekvering under 2021 och inledningen av 2022 har lett till en stor förtroenderabatt, men vi tror att bolaget kan leverera stabila resultat och kassaflöden under 2023, vilket i så fall borde motivera en uppvärdering av aktien med 50- 100 % under det kommande året.

Sleep Cycle blir kvar på börsen då budet som inkom i december inte nådde 90 % acceptnivå. Vi ansåg att budet undervärderade Sleep Cycle och ser positivt

på bolagets möjligheter att fortsätta växa med god lönsamhet och starka kassaflöden. Sleep Cycle har investerat väsentliga summor i produktutveckling sedan börsnoteringen 2021, vilket vi bedömer kommer att stödja tillväxten de närmaste åren. I samband med årsbokslutet annonserades att man avser att dela ut 7 kr per aktie, där 1 kr per aktie är ordinarie utdelning (2,5 % direktavkastning) och 6 kr extraordinär utdelning (ytterligare 14,5 %). Bolaget bibehåller trots det en rejäl nettokassa och handlas justerat för den kommande utdelningen till ungefär 15x prognostiserad vinst per aktie.

Bästa hälsningar,
Erik Bertilsson

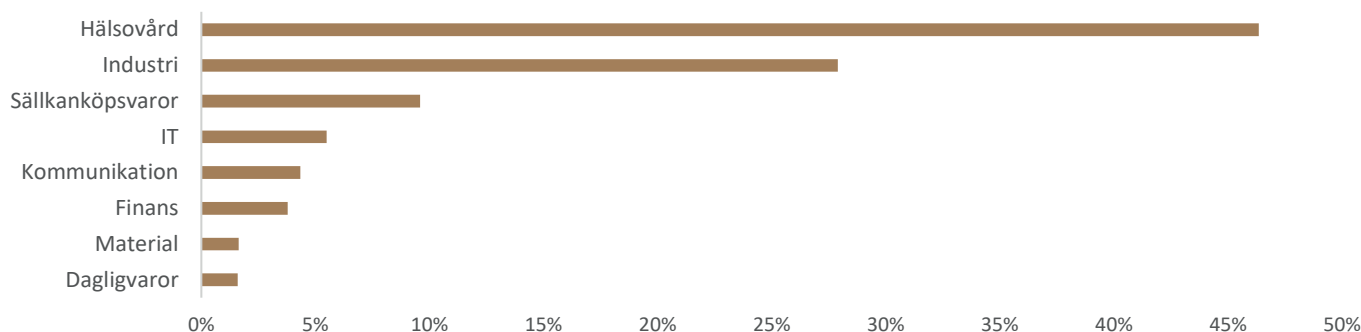
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2022-12-31)

BOLAG	ANDEL
1. BONESUPPORT	14,8 %
2. CAMURUS AB	14,2 %
3. EMBRACER GROUP	7,0 %
4. VOLVO B	5,9 %
5. BACTIGUARD	5,9 %

NYCKELTAL*

	AVALON A	JMF-INDEX
STANDARDAVVIKELSE	21,3 %	22,2 %
TRACKING ERROR	12,8 %	
INFORMATIONSKVOT	-0,4	
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	0,1 %	3,2 %	4,9 %	-7,7 %	22,3 %	82,6 %	325,7 %
LANCELOT AVALON B	0,1 %	3,1 %	4,9 %	-8,0 %	-	-	-15,6 %
SIX RX	1,2 %	6,3 %	9,2 %	0,5 %	43,0 %	72,6 %	259,6 %

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 28 februari 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.