



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 2 OKTOBER 2018

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde ökade 1,9 % i september medan SIX Return Index steg 0,1 %. Fondens innehav i **Bonesupport** och **Orexo** var de största positiva bidragsgivarna medan **Pöyry** och **Eltel** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 96 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 20 bolag.

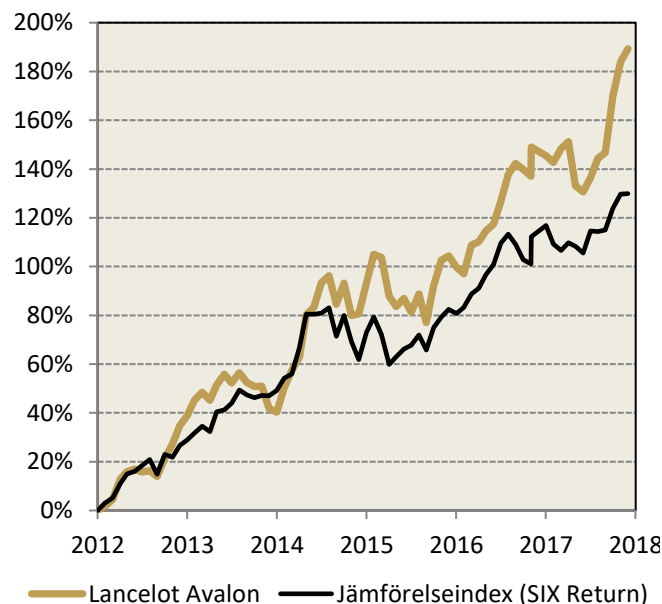
Avalons avkastning under månaden påverkades positivt framförallt av större kursuppgångar i **Bonesupport** och **Orexo**. Övriga innehav i portföljen hade sammantaget en något negativ påverkan utan att några väsentliga nyheter presenterats. Innehavet i **Investor** såldes under månaden och gav en totalavkastning på 21 % i årstakt sedan inköp i mars jämfört med index 17 % i årstakt.

Orexo steg 43 % efter att ha vunnit överklagan i den patentvist med Actavis som pågått ända sedan 2014. Därmed har Orexo nu definitivt giltiga patent för bolagets viktigaste produkt Zubsolv fram till 2032. Tvisten har varit kostsam finansiellt, men framförallt har osäkerheten gjort det svårare att utveckla kommersiella samarbeten och göra förvärv. Det är därför mycket glädjande att Orexo återigen fullt ut kan fokusera på tillväxt.

Opiatkrisen i USA har de senaste åren fortsatt att förvärras och utvecklats till en nationell kris. Antalet dödliga överdoser i USA ökade under 2017 till över 72,000¹, vilket för att sätta det i perspektiv är fler än antalet dödsfall när AIDS-epidemin var som värst och fler än antalet stupade amerikanska soldater under Vietnam- och Irakkriget tillsammans.

Orexos produkt Zubsolv har tydliga fördelar mot konkurrerande preparat vad gäller biotillgänglighet, smak och lägre risk för illegal spridning. Den underliggande marknaden växer med tvåsiffriga procenttal och Zubsolv har under året även tagit marknadsandelar. Med en redan lönsam amerikansk verksamhet, lägre produktionskostnader från nya tillverkningsavtal och en stark balansräkning ser framtiden därmed ljus ut för Orexo och trots kursuppgången framstår aktien fortfarande som rejält undervärderad.

Avkastning efter arvoden och avgifter



| Avkastning efter avgifter | Lancelot Avalon | Jämförelseindex** |
|------------------------------|-----------------|-------------------|
| September 2018 | 1.9% | 0.1% |
| År 2018 | 16.5% | 11.3% |
| Sedan start* | 189.3% | 129.9% |
| Genomsnittlig årsavkastning* | 19.7% | 15.1% |

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

Bonesupport är ett svenskt medicinteknikbolag som utvecklar och säljer injicerbara produkter inom ortopedisk kirurgi för behandling av hålrum i ben. Cerament BVF har den unika egenskapen att det omvandlas till kroppseget ben inom sex till tolv månader och Cerament G och V utsöndrar även antibiotika lokalt, vilket minskar risken för infektion under läkningstiden. Den totala marknaden är värd över 3 miljarder USD och Bonesupport adresserar i nuläget flera stora indikationer som trauma, kronisk beninfektion och fotinfektion på grund av diabetes.

Bonesupport höll under månaden en kapitalmarknadsdag och presenterade den strategiska plan som tagits fram sen Emil Billbäck tog över som ny VD i mars 2018. Bolagets

¹ Källa: Centers for Disease Control and Prevention - www.cdc.gov

försäljningstillväxt har varit betydligt svagare än vad som utlovades i samband med börsnoteringen i juni 2017 och aktien föll som mest 68 % från introduktionskursen. Framförallt har fokuset på försäljning och kommersiella aktiviteter varit för svag. Sedan Emil Billbäck tillträdde har dock flera viktiga steg redan tagits för att öka tillväxttakten i bolaget.

1) I USA har Bonesupport sagt upp avtalet med sin amerikanska distributör Zimmer Biomet som har haft stora interna problem och hämmat Bonesupports tillväxt. Istället övergår man till ett eget nätverk med oberoende distributörer, vilket ger flera fördelar. Utöver bättre kontroll och lägre försäljningskostnader ökar även marknadspotentialen väsentligt när man nu kan täcka hela den amerikanska marknaden jämfört med ungefär en tredjedel tidigare. Bonesupport har också tecknat samarbetsavtal med bolag med kompletterande produkter, vilket ökar den adresserbara marknaden ytterligare.

2) I Europa gör Bonesupport en satsning på att nyanställa fler egna säljare i framförallt Tyskland. Där har man tidigare trots begränsade kommersiella resurser haft stor framgång på flera välrenommerade universitetssjukhus.

Som en konsekvens av dessa åtgärder räknar Bonesupport med en mycket stark tillväxt under 2019, då den nya kommersiella plattformen är på plats i USA, och en årlig tillväxt på 40 % därefter. Med en bruttomarginal på 87 % och ett större internt fokus på att prioritera resurser mot försäljningsgenererande aktiviteter finns det stor operationell hävstång i takt med att intäkterna stiger.

Pågående hälsoekonomiska och kliniska studier har möjlighet att lyfta tillväxten ytterligare. Framförallt Certify som jämför Cerament med "autograft" (material tas från patientens egna höftben) och Fortify som är en registreringsgrundande studie för Cerament G i USA med sannolikt försäljningsgodkännande från 2021.

Avalon tog en mindre position i aktien redan i samband med börsnoteringen, men större delen av innehavet köptes in under första halvåret 2018. Bonesupports marknadsvärde var då som lägst under 500 MSEK. Detta trots en nettokassa på 400 MSEK, en underliggande försäljning runt 200 MSEK och en stark patentportfölj. Teoretiskt sätt kunde man ha alltså ha sålt IP-rättigheterna, lagt ner bolaget och delat ut kassan och ändå gjort en god förtjänst!

Sedan botten har aktien ökat med 140 % varav 67 % under september och bedömning är att Bonesupport har stor potential för värdeökning även framöver.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

Värdeutveckling för fonden som helhet kan avvika från en individuell investerares värdeutveckling eftersom prestationsbaserat arvode beräknas individuellt. Avkastningen gäller för fonden Lancelot Avalon från fondens start till och med 2018-09-30. Ingen hänsyn är tagen till inflation. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Det innebär en hög risk att investera i fonden och pengar som placeras i fonden e öka och minska i värde, det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. För informationsbroschyr, fondfaktblad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.