



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 7 JANUARI 2021

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

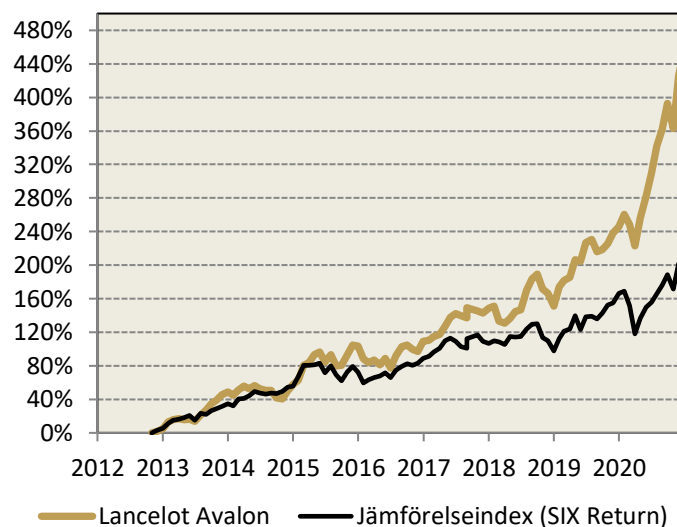
Avalons värde ökade 5,9 % i december medan SIX Return Index steg 1,3 %. Fondens innehav i **CDON** och **Embracer** var de största positiva bidragsgivarna medan **Camurus** och **Bactiguard** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 99 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 35 bolag.

2020 blev ett bra börsår trots pandemins stora påverkan på världsekonomin och samhället. Den främsta bidragande orsaken till det var enorma statliga stöd och penningpolitiska stimulanser som rullades ut på bred front från och med mars. Stöden har dock framförallt varit inriktade på att ge företag och nationalstater tillgång till billigt kapital och att stötta konsumtion, snarare än investeringar som lyfter ekonomins långsiktiga tillväxtpotential. Det mest sannolika är därmed en lägre nivå av genomsnittlig BNP-tillväxt efter det att den initiala och (troligtvis kraftiga) återhämtningen ebbat ut. Industrikonjunkturen var relativt svag även före pandemin vilket dock talar för att risken på kort sikt snarare är att man underskattar styrkan än tvärtom. Det ökade politiska fokuset på att motverka klimatförändringar, där flera stora länder har eller kommer att lansera betydligt skarpare mål för reduktion av utsläpp, kan även det potentiellt sett förstärka konjunkturen inom en rad branscher (särskilt om det exempelvis kombineras med statliga kreditgarantier för att påskynda investeringar i exempelvis fastigheter, tung industri, transport m.m.).

Utveckling under året är en varning att både upp- och nedgångar kraftigt kan förstärkas utifrån det faktum att en mycket stor del av världens finansiella transaktioner nu sker regelbaserat eller systematiskt. I många fall är dessa transaktioner helt okänsliga för pris och tar liten eller ingen hänsyn till enskilda bolags värdering eller kreditvärdighet. Passiv förvaltning, optionshandel (och relaterad hedging) och trendföljande fonder (CTAs) är några exempel som har öka marknadens känslighet vid oväntade händelser. Det tillsammans med värderingar som både i absoluta tal och mätt som skillnaden mellan olika bolag och sektorer har ökat kraftigt under året gör det än viktigare att vara noggrann i val av bolag och att ha ett långsiktigt perspektiv på sina investeringar.

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon	Jämförelseindex**
December 2020	5,9%	1,3%
År 2020	61,0%	14,8%
Sedan start*	456,9%	206,0%
Genomsnittlig årsavkastning*	23,4%	14,7%

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

Avalon steg 61,0 % under 2020 och överavkastningen mot SIX Return var 46,2 procentenheter. Fonden var försiktigt positionerad vid pandemins start både i termer av aktieandel och exponering mot konjunkturkänsliga bolag och kunde successivt återinvestera kassan både i befintliga och nya innehav på mer attraktiva nivåer.

Bonesupport och **Embracer** bidrog mest positivt till avkastningen under året, men även **MIPS**, **Qliro** (inkl. **CDON** och **Nelly**), **Bambuser**, **Camurus**, **Bactiguard**, **Lime Technologies**, **Recipharm** och **Academedia** utvecklades starkt och gav stora bidrag till fonden. **Hoist** och **ÅF Pöyry** bidrog mest negativt till avkastningen. Många av fondens innehav utvecklades väl under året och på bolagsnivå var de positiva överraskningarna klart fler än de negativa. 9 innehav ökade mer än 100 % under året. För fondens del vill vi särskilt lyfta fram Embracers förvärv av Saber Interactive (se

halvårsrapport 2020), Bonesupports DeNovo ansökan (mars månadsbrev) och Camurus fortsatt positiva lansering av Buvidal (april månadsbrev) som de kanske viktigaste enskilda händelserna.

Recipharm steg 29 % i december efter ett uppköpsbud från VD och ordförande tillsammans med EQT. Vår bedömning är att budet på Recipharm är för lågt för att vara attraktivt givet:

- 1) Potential för stark organisk tillväxt under flera år framöver från försäljningssynergier med förvärvade Consort Medical, nya avtal för COVID-vaccin och tidigare gjorda tillväxtinvesteringar.
- 2) Möjlighet till hög förvärvsdriven tillväxt då konsolideringen bland läkemedelstillverkare (CDMO) väntas fortsätta.
- 3) Värderingen på 12-13x EBITDA (2021 prognos) är betydligt lägre än både jämförbara internationella bolag och förvärvsdrivna svenska industribolag (exempelvis Indutrade, Lifco mfl).

Recipharm har därmed många positiva egenskaper som motiverar en hög värdering och klarar också en hög skuldsättning givet sin stabila affärsmodell med långa kontrakt. Det finns därför goda skäl att tro att värderingen på bolaget hade varit klart högre i en budprocess där befintliga huvudägare inte från början låst sig till en köpare (EQT). Även som fristående börsbolag gör vi bedömningen att en högre värdering är sannolik på sikt. Det återstår att se om budet går igenom och fonden har än så länge valt att behålla innehavet i Recipharm.

CDON steg 71 % i december och har nu ökat 191 % sedan särnoteringen från Qliro Group i början av november. CDON har de senaste åren förändrats i grunden från förlusttyngd e-handlare till Nordens enda lokala marknadsplats. Affärsmodellen är skalbar med nästan 100 % bruttomarginal och binder väldigt lite kapital. Bolagets intäkter från externa handlare har ökat med tresiffriga procenttal under 2020, men den positiva trenden har skymts av bolagets utfasning av större delen av det egna lagret och skepsis från marknaden givet CDON/Qliros tråkiga historik på börsen.

Bolaget värderas efter kursuppgången till ungefär SEK 1,5 miljarder, vilket är en mer rättvis värdering än tidigare men som samtidigt lämnar väsentlig uppsida om bolaget fortsätter att utvecklas väl. Det är intressant att se att liknande marknadsplatser i Nederländerna, Frankrike och Polen årligen hanterar varor värda (GMV) 20 - 30 gånger CDON:s volymer och detta i länder där Amazon har en

starkare ställning än i Norden. Fonden ökade sitt innehav i CDON efter särnoteringen och bedömer fortfarande att den långsiktiga potentialen är stor till en relativt låg risk.

Camurus föll 9 % under månaden efter att bolagets licenspartner i USA (Braeburn) inte fick godkänt att lansera läkemedlet Brixadi mot opiatberoende den 1 december. Orsaken var kvalitetsbrister hos Braeburns kontraktstillverkare, vilket väntas ta 2 - 6 månader att åtgärda. Braeburn har hittills visat sig vara en dålig partner och Camurus fick under månaden tyvärr även avslag på sin stämningssökning för att ta tillbaka rättigheterna för Brixadi. Även om det gör oss mindre optimistiska till den potentiella försäljningsutvecklingen i USA, så fortsätter resten av bolaget att utvecklas väl och enbart bolagets europeiska verksamhet och forskningspipeline motiverar enligt vår bedömning en betydligt högre värdering än den nuvarande börskursen.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

Värdeutveckling för fonden som helhet kan avvika från en individuell investerarens värdeutveckling eftersom prestationsbaserat arvode beräknas individuellt. Avkastningen gäller för fonden Lancelot Avalon från fondens start till och med senaste månadsskifte. Jämförelseindex är inklusive utdelning. 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 kan öka och minska i värde, det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.