



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 3 AUGUSTI 2021

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

Avalons värde minskade 0,5 % i juli medan SIX Return Index steg 7,5 %. Fondens innehav i **Bonesupport** och **Lindab** var de största positiva bidragsgivarna medan **Desenio** och **Camurus** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

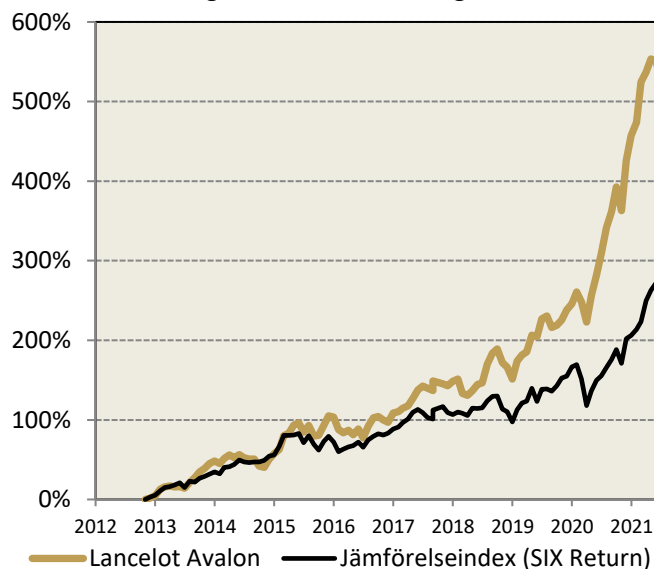
Genomsnittlig aktieexponering var 99 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 36 bolag.

Fonden har utvecklats betydligt sämre än sitt jämförelseindex de senaste månaderna. Under den här perioden har Stockholmsbörsen stigit kraftigt, medan fonden i absoluta tal backat något. Index har bland annat gynnats av stark kursutveckling för flera stora bolag (t.ex. Atlas Copco, EQT, Investor), men också fastighetsbolag och serieförvärvare har utvecklats extremt starkt. Kraftigt sjunkande räntor har sannolikt varit en bidragande orsak till det (exempelvis har den amerikanska 10-årsräntan sjunkit från cirka 1,75 % till 1,17% sedan början av april).

Nyhetsflödet för innehaven har över lag varit positivt (med några få tydliga undantag exempelvis **Desenio** som beskrivs nedan), medan kursutvecklingen i många har fall varit klart sämre än vad vi anser motiverat. Vi ser därför positivt på de långsiktiga förutsättningarna för fondens innehav. Särskilt inom hälsovårdssektorn, där flera bolags nyförsäljning hämmats av restriktioner, finns det goda skäl att tro på starkare utveckling när sjukhus och vårdssystem återgår till en mer normal situation under hösten.

Camurus vilket vid månadens ingång var fondens största innehav, föll 15 % i juli efter en rapport med något lägre tillväxttakt än väntat. Nyförsäljningen av bolagets läkemedel mot opiatberoende, Buvidal, hämmades under kvartalet av covidrestriktioner i flera av bolagets marknader, men växte ändå 10 % kvartal över kvartal. Camurus lämnades sin helårsprognos oförändrad och ser att tillväxttakten återigen kommer att öka under det andra halvåret. Givet lättade restriktioner och att bolaget planerar lanseringar av Buvidal på flera nya marknader under hösten, bedömer vi det som fullt rimligt. Reaktionen på rapporten framstår därför som klart överdriven givet en mindre och sannolikt kortsiktig avvikelse.

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
Juli 2021	-0,5 %	7,5 %
År 2021	11,7 %	31,6 %
Sedan start*	522,2 %	302,7 %
Genomsnittlig årsavkastning*	23,2 %	17,2 %

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

Det är värt att notera att Buvidal har uppnått 10 - 20 % marknadsandel i Skandinavien och Australien (Finland 60 %), men endast cirka 2 % i stora länder som t.ex. Tyskland, Spanien och Storbritannien. Vi anser att Buvidal inom en femårsperiod har goda möjligheter att nå över 10 % andel i dessa marknader samt i nya marknader som Frankrike, Benelux, Portugal och Schweiz. Om Camurus lyckas med det, bedömer vi att vinsten bara från Buvidal i Europa och Australien väl kommer överstiga 1 miljard SEK, vilket ska ställas mot bolagets nuvarande börsvärde på 10 miljarder SEK. Buvidal kommer även lanseras i USA under namnet Brixadi (sannolikt december 2021) och vår bedömning är att potentialen där på sikt är åtminstone lika stor. Utöver det finns det även ett stort värde i Camurus pipeline av nya läkemedelskandidater (flera i FAS II och III) och utvecklingssamarbeten med andra läkemedelsbolag.

Desenio föll 44 % under månaden efter att ha vinstvarnat och sänkt sin helårsprognos. Från slutet av maj upplevde Desenio en signifikant försämring av försäljningen som accelererade in i juni. Försäljningen under juni månad uppgick enligt bolaget endast till drygt 50% jämfört med de interna förväntningarna. Desenio förklarade bakgrunden till försäljningsminskningen med att lättade restriktioner i större utsträckning än väntat minskade tiden framför digitala medier, vilket påverkade trafiken negativt.

Mot bakgrund av det svaga kvartalet uppdaterade bolaget sin prognos för 2021, vilket i praktiken innebär att rörelseresultatet justerades ned cirka 30 % (analytikernas långsiktiga prognoser justerades ner 15 – 20 %). En prognosmiss av den här magnituden och särskilt från ett nyligen noterat bolag, är naturligtvis en katastrof. Desenios aktiekurs närmare halverades efter tillkännagivandet och ca 6 miljarder av börsvärdet försvann.

Förtroendet för Desenio har naturligtvis minskat ordentligt, men vi tror att aktiekursen av nedanstående skäl har goda möjligheter att på sikt återhämta sig:

- 1) Enligt bolaget beror försäljningsmissen enbart på lägre trafik till siffrorna medan övriga KPI:er som andel av sökningar, konvertering etc. varit relativt oförändrade. Många internetbolag bekräftar också den lägre aktiviteten under sommaren, om än inte i samma storleksordning.
- 2) Man mötte extremt svåra jämförelsetal i Q2, vilket är ett säsongsmässigt svagt kvartal och därmed mer känsligt när omvärlden förändras. Detta då det inte finns samma naturliga efterfrågan under sommaren som under vintern (naturligtvis är detta något man borde tagit höjd för).
- 3) Bolaget hade god tillväxt, kassaflöden och höga marginaler före pandemin och vi ser inte att det i grunden är något fel på affärsmodellen. Framgångsrika konkurrenter i deras nisch är få och man har historiskt vuxit starkt på nya marknader.

Bonesupport släppte en bra kvartalsrapport där man växte 58 % organiskt jämfört med Q2 2020. Även om jämförelsetalen var relativt enkla tror vi att Bonesupport har goda möjligheter att växa snabbt (+40 % per år) under lång tid framöver. När pandemirestriktionerna nu släppts (framför allt i USA) finns det en stor backlog av operationer som inte genomfördes under 2020. Med Bonesupports produkt Cerament, går det att ersätta en tvåstegsprocedure med ett steg, vilket givetvis sparar både tid och resurser.

Bolaget kommer under hösten presentera utfallet av bolagets registreringstudie inom trauma för den

antibiotikautsöndrande produkten Cerament G på den nordamerikanska marknaden. Produkten lanseras sannolikt under 2022 och har givet dess kliniska fördelar möjlighet att öka bolagets tillväxt ytterligare.

Lindab släppte en stark kvartalsrapport och steg 26 % under månaden. Rörelsemarginalen på 13 % var den högsta sedan 2008 och ytterligare ett bevis på att Lindab är i klart bättre skick än tidigare. Ventilation har ökat i fokus under pandemin, dels utifrån ett hälsoperspektiv men framför allt för att förbättra fastigheters energieffektivitet, vilket har lyfts fram som ett viktigt område för att nå EU:s klimatmål. Med goda utsikter för organisk tillväxt och en bra ledning med aktiv förvärvsagenda, anser vi att Lindab har förutsättningar att värderas högre än de drygt 20x 2021 års vinst som aktien handlas till i nuläget.

Sedana Medical erhöll under månaden ett positivt utfall för sin europeiska registreringsansökan. Det är något snabbare än förväntat och innebär att bolagets produkt Sedaconda (inhalationsssedering inom intensivvård) kommer att kunna lanseras under andra halvåret 2021. Produkten har under flera år framgångsrikt sålts "off-label", p.g.a. dess överlägsenhet jämfört med standardbehandling, men med ett godkännande bedömer vi att tillväxttakten kommer att öka väsentligt. Aktien steg 20 % i juli och har ökat 18x sen Avalons initiala investering 2017 i samband med bolagets börsnotering.s

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson