



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2021

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

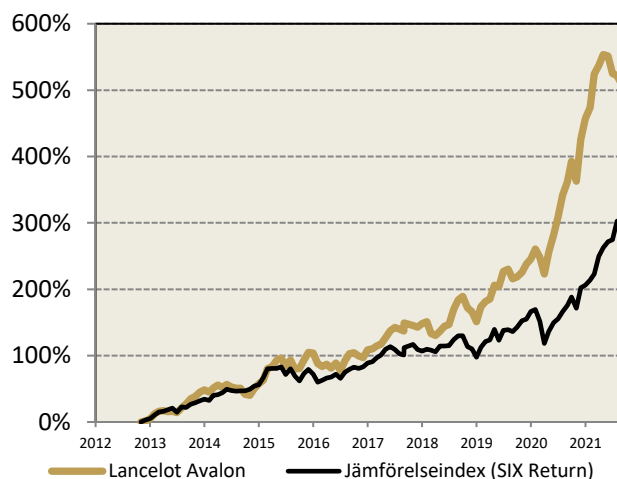
Avalons värde minskade 10,2 % i september medan SIX Return Index sjönk 6,2 %. Fondens innehav i **Bambuser** och **Polygiene** var de största positiva bidragsgivarna medan **Bonesupport** och **Camurus** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 98 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 33 bolag.

Stockholmsbörsen föll i september. Stigande marknadsräntor, svagare ledande indikatorer (exempelvis inköpschefsindex) och oro för en potentiell kinesisk fastighetskris var några av anledningarna till den svaga börsutvecklingen. Avalon föll mer än börsen där skillnaden förklaras av **Bonesupport** som föll 51 % under månaden. Det efter att bolagets amerikanska traumastudie Fortify på grund av covid-pandemin haft för högt patientbortfall. Vi anser att kursreaktionen var klart överdriven och att det underliggande värdet endast minskat marginellt.

Månadens nedgång summerar årets avkastning i fonden till -1,8 %, vilket ska jämföras med fondens jämförelseindex SIX Return Index (Stockholmsbörsen inklusive utdelningar) som avkastat 24,0 % i år. Rotationen på börsen som inleddes i början av 2021 har lett till att ett flertal bolag med relativt stor vikt i index har gått starkt, emedan flertalet av våra innehav som i många fall utvecklades starkt under 2020 har hamnat efter. Vår målsättning är att avkasta bättre än jämförelseindex på lång sikt, där investeringshorisonten normalt är 3 – 5 år. Därför måste vi fjärma oss från den relativa avkastningen på kort sikt, och istället fokusera på analysen av våra innehav. Avalons portfölj avviker väsentligt från index eftersom risk för oss är inte att investera i få eller små bolag, utan risk är att investera i något man inte förstår. Det innebär i praktiken att vi inte kommer att avkasta som index, men om vi väljer mer rätt än fel så blir resultat bra över tid.

Frågan blir även om vi inte borde investera i ett par av de bolagen som gått bäst i index i år för att kunna följa med i det momentum som uppstår? Problemet för oss är att vi inte ser samma starka potential på lång sikt i förhållande till risken jämfört med de bolag som vi har i vår portfölj.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
September 2021	-10,2 %	-6,2 %
År 2021	-1,8 %	24,0 %
Sedan start*	446,7 %	279,5 %
Genomsnittlig årsavkastning*	21,0 %	16,1 %

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

Tvärtom tror vi att många investerare kommer att bli besvikna på avkastningen från inte minst de bolag som har förvärv som huvudsaklig strategi. Affärsvärlden publicerade i början av veckan en genomgång där 12 stora serieförvärvare tillsammans värderades till 400 miljarder kronor, medan det sammanlagda rörelseresultatet endast uppgick till 10 miljarder. Flera av dessa bolag är välskötta med god historik, men det är också flera som saknar organisk tillväxt och eller är cykliska, vilket gör att risken i många fall får betecknas som mycket hög den dagen borsklimatet förändras. Vi vill gärna kunna se att ett bolag förväntas växa omsättning och vinst betydligt de närmsta åren och har heller inget emot att en del av tillväxten kommer genom förvärv. Men om tillväxten endast kommer i form av förvärv och värdeskapandet endast sker genom att ett onoterat bolag får en högre multipel på börsen, har vi svårt att se logiken. Flertalet bolag med förvärv som strategi som har gått starkt under året, samtidigt som bolag med fokus på organisk tillväxt eller lågt värderade cykliska bolag har

straffats. Vi väljer att fortsätta vara långsiktiga i portföljen och ser istället möjligheter att förvärva mer aktier på attraktiva nivåer.

Avalon har under månaden avyttrat innehavet i **MIPS** då vi, goda framtidsutsikter till trots, bedömer att kurspotentialen framöver är relativt begränsad. MIPS har en av Stockholmsbörsens absolut starkaste affärsmodeller och är på många sätt ett skolboksexempel vad man bör leta efter som investerare: En innovativ lösning utan direkt konkurrens, som hjälper bolagets diversifierade kundbas (i det här fallet hjälmstillverkare) att väsentligt öka värdet på sin produkt till en relativt låg kostnad. MIPS har även höga bruttomarginaler, övriga kostnader som inte behöver öka i samma takt som försäljningen och låg kapitalbindning. Det har inneburit en genomsnittlig tillväxt på 43 % de senaste tre åren och kraftigt stigande rörelsemarginal (nu +50 % jämfört med 26 % vid noteringen) kombinerat med en enormt stark avkastning på investerat kapital (+100 %).

Avalon har ägt MIPS sen börsintroduktionen i mars 2017, vilket har varit en fantastisk investering. Bolagets börsvärde har under den här tiden ökat över 20x från IPO:n (46 kr) till dess att fonden sålde de sista aktierna (strax under 1,000 kr). Det är värt att komma ihåg att aktien, trots en mycket stark start de första månaderna efter noteringen, ett år senare var under introduktionskursen och att resan innehöll flera perioder med kursfall på både 30 och 40 % och där skepsisen från marknaden och finanspress tidvis varit stor.

Bonesupport, Camurus och Embracer var fondens tre största innehav vid ingången av 2021 och hade vid månadens slut sjunkit 48 %, 12 % och 14 % under året. Verksamheterna i Camurus och Embracer har utvecklats väl och vi anser att dessa bolag är klart mer värda idag än i början på året. Bonesupport har haft ett par bakslag som lett till en försenad amerikansk lansering, men större delen av värdet är intakt och potentialen på medellång sikt är fortfarande mycket stor. Likt fallet MIPS som beskrevs ovan krävs ofta tålamod och att man rider ut kortsiktiga besvikelser för att man över tid ska uppnå en riktigt bra avkastning.

**Bonesupports** amerikanska traumastudie Fortify kunde inte utvisa ett positivt eller negativt utfall gällande om CERAMENT G förbättrar behandlingsresultaten jämfört med standardbehandlingen. Patientbortfallet var hela 29 % i samband med den avslutande uppföljningen som skedde under pandemin 2020. Dubbelt så stor andel av patienterna som behandlats med CERAMENT G jämfört med kontrollgruppen lämnade studien i förtid. Det gjorde att studien varken uppnådde statistisk signifikans på effektparametrarna eller uppfyllde FDA:s krav på andel inkluderade deltagare.

Det är tydligt att studien som initierades av tidigare företagsledning kunde varit bättre utformad, men det var samtidigt inte okänt för marknaden före utfallet presenterades vilket gör den extremt starka kursreaktionen förvånande. Även om detta är negativt för bolaget, är vår bedömning att man har mycket goda chanser att ta CERAMENT G till den amerikanska marknaden. Redan i början av 2022 har man genom en så kallad DeNovo-ansökan (vilket FDA ger till utvalda produkter där behandlingsalternativ saknas) stor sannolikhet att få produkten godkänd baserat på indikationen beninfektion. Beninfektion utgör ungefär en tredjedel av marknaden men även så kallad off-label försäljning skulle i så fall vara möjlig. Ett breddat rekommenderat användningsområde till trauma skulle då kunna komma cirka 12 - 18 månader senare än ursprungligen tänkt och till en relativt begränsad kostnad. CERAMENT G har starkt stöd av KOLs (key opinion leaders) och en stor mängd publikationer från Europa som visar att produkten är effektiv, säker och kostnadsbesparande för vården.

Vi är därför fortfarande mycket positiva till Bonesupport baserat på:

- 1) En innovativ och unik produkt, med höga bruttomarginaler och en skalbar affärsmodell.
- 2) En verksamhet i USA och Europa som växer snabbt även utan Cerament G och som mer än väl motiverar dagens börsvärde.
- 3) Flera vägar till amerikanska marknaden för Cerament G och framför allt genom DeNovo för beninfektion i början av 2022.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson