



LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 6 JANUARI 2021

Till andelsägarna i Lancelot Avalon

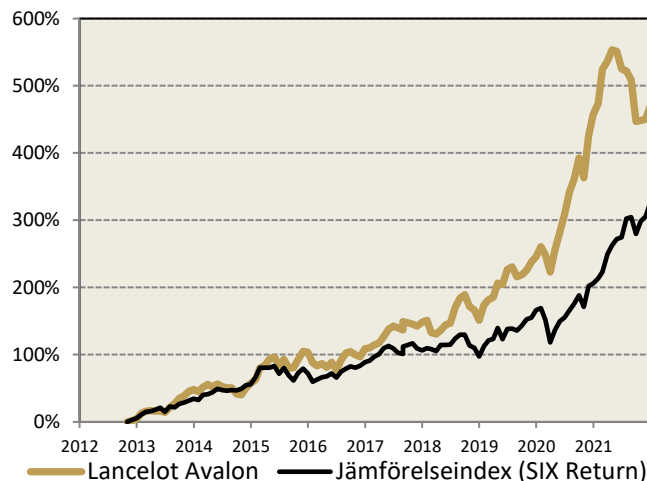
Avalons värde ökade 3,6 % i december medan SIX Return Index steg 5,2 %. Fondens innehav i **Polygiene** och **Bonesupport** var de största positiva bidragsgivarna medan **Camurus** och **Thunderful Group** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 98 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 32 bolag.

Avalon steg 2,4 % under 2021 jämfört med SIX Return som steg 39,3 %. **CDON** (avytttrad) och **Lindab** bidrog mest positivt till avkastningen under året, men även **Genova**, **MIPS** (avytttrad), **Polygiene**, **RVRC** (RevolutionRace) och **SEB** (avytttrad) gav bra bidrag. **Desenio** och **Bonesupport** bidrog klart mest negativt till avkastningen följt av **Camurus**, **Eltel** och **Thunderful Group**. Fonden utvecklades svagt jämfört med jämförelseindex, vilket huvudsakligen berodde på följande faktorer:

- 1) **Hälsovårdssektorn** utgjorde 37 % av fondförmögenheten vid ingången av 2021. Inneheten i sektorn utvecklades svagt efter en långsammare än väntad återhämtning kombinerat med fördröjda regulatoriska processer. För fondens del bidrog inneheten i Bonesupport och Camurus kraftigt negativt, medan övriga innehav i absoluta tal totalt sett varken bidrog positivt eller negativt (dock väsentligt sämre än index). Vi ser fortfarande stor potential i Bonesupport (se septembers månadsbrev) och Camurus (se nedan) och konstaterar även att dessa och övriga innehav trots tuffa förutsättningar levererat bra organisk tillväxt de senaste kvartalen, vilket indikerar stor potential när effekterna av pandemin normaliseras.
- 2) **Dataspelsbolagen** Embracer och Thunderful Group utgjorde 9 % av fondförmögenheten vid ingången av 2021 och drabbades negativt av sentimentet i sektorn. Trots bra operationell utveckling, goda utsikter och flera enligt våra bedömning värdeskapande förvärv, sjönk aktiekurserna med följd att de båda nu handlas till låga multiplar (Embracer 12x och Thunderful 9x förväntat rörelseresultatet för 2022/23 respektive 2022).

Avkastning efter avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
December 2021	3,6 %	5,2 %
År 2021	2,4 %	39,3 %
Sedan start*	470,1 %	326,4 %
Genomsnittlig årsavkastning*	20,9 %	17,1 %

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

- 3) **Desenio** var ett kostsamt misstag (se juli och oktobers månadsbrev). Affärsmodellen visade sig vara betydligt mer känslig än vi väntat oss, och prognoserna därmed alltför optimistiska. Misstaget var framför allt att säkerhetsmarginalen i investeringen var alldeles för låg (dvs att det underliggande värdet i bolaget är för osäkert om något skulle gå fel) och en eventuell initial investering skulle därmed varit betydligt mindre än de cirka 4 % som var fallet.
- 4) **Det fonden ägde relativt lite av** var framför allt serieförvärvare, fastighetsbolag och högkvalitets tillväxtbolag (t.ex. Nibe, Vitrolife). Många av dessa bolag steg kraftigt under året, ofta understödda av en rejäl multipelexpansion. Detta drev även upp index avkastning rejält. De höga värderingarna och de i flera fall okritiskt positiva synen gör aktierna

framöver extremt känsliga för små förändringar i vinstutsikter, makro eller flöden. Det är därför svårt att säga att vi under andra halvåret generellt borde köpt mer i dessa grupper av aktier. Givet vår positiva syn på börser och världsekonomin vid ingången av året hade vi dock kunnat ha en högre andel cykliska bolag som gynnas av en hög investeringstakt (ex. Atlas Copco, Alfa Laval).

Camurus amerikanska partner Braeburn fick inte FDA-godkännande att lansera läkemedlet Buvidal¹ i USA (behandling av opiodberoende). Orsaken var att Braeburns kontraktstillverkare återigen fått ett Complete Response Letter (CRL) från FDA på grund av bristande kvalitet. Orsak och omfattning är än så länge inte känt, men det är bara att konstatera att det är dåligt hanterat och något som i princip inte ska kunna hända två gånger om. Det normala är att ett CRL åtgärdas genom att man lägger de resurser som krävs för att förbättra processer och den dokumentation som identifierats. Det är dock viktigt att komma ihåg att detta ligger helt utanför Camurus händer (man tecknade licensavtalet med Braeburn 2014) och att FDA inte har några synpunkter på produkten som sådan. Camurus har även tidigare på juridisk väg försökt återta rättigheterna, eftersom man anser att Braeburn inte uppfyllt sina åtaganden i avtalet. Det finns i teorin inget som hindrar att produkten med rätt åtgärder inte skulle kunna lanseras redan inom ett år, men i väntan på mer information är osäkerheten stor.

Givet bakslaget i USA är det värt att titta på Camurus övriga verksamhet, vilken består av 1) Buvidal som hittills lanserats i Europa och Australien och 2) en bred pipeline av läkemedelskandidater varav fyra i FAS III.

- 1) **Buvidal:** Vid slutet av 2021 kommer ungefär 25,000 patienter behandlas med Buvidal. Det motsvarar en omsättning på ungefär 750 MSEK i årstakt, som vi bedömer kommer att växa över 50 % 2022. Buvidal har under de första 9 månaderna 2021 genererat ett rörelseresultat på ungefär 190 MSEK² och för 2022 räknar vi med ett bidrag på rörelseresultatnivå på över 400 MSEK. Jämfört med Camurus skuldjusterade marknadsvärde motsvarar det en multipel på ca 17x för bara Buvidal, vilket vi anser vara alldeles för lågt för en innovativ produkt med begränsad konkurrens och potential att nå

¹ Produkten heter Brixadi i USA, men benämns för enkelhets skull Buvidal i detta brev

² Beräknat som Camurus rörelseresultat (-92 MSEK) med forsknings- och utvecklingskostnader (-282 MSEK) återlagda (då dessa hänför sig till bolagets pipeline av potentiella nya produkter) för perioden jan- sep 2021. Notera att alla centrala kostnader är inkluderade i denna beräkning, vilket är konservativt räknat.

åtminstone 100 000 - 200 000 patienter i Europa, Mellanöstern och Oceanien.

- 2) **Pipeline:** Camurus spenderar nu ungefär 350 – 400 MSEK i årstakt på forskning och utveckling. Vi förväntar oss att pipelinen kommer att få mer fokus under 2022 både genom mer information från bolaget och nya kliniska data i flera av projekten. Närmast marknad är CAM 2029 för behandling av akromegali, neuroendokrina tumörer och polycystisk leversjukdom. Inom dessa indikationer har CAM2029 en potential på över 1 miljard USD. Camurus affärsmodell är att med sin teknologi (Fluid Crystal) omformulera befintliga substanser till långtidsverkande läkemedel, något som väsentligt minskar utvecklingsrisken.

En positiv nyhet presenterades i början av december när Storbritanniens regering publicerade en 10-årsplan för att förbättra behandlingen för drogberoende³. För de kommande tre åren planeras en budgetökning på 533 MGBP och i rapporten benämns den nya medicinen långtidsverkande buprenorfin (dvs Buvidal) som en "potentiellt revolutionerande" behandling. Bara i Storbritannien behandlas idag 100 000 patienter med andra former av buprenorfin (framför allt tabletter), vilket kan jämföras mot Camurus målsättning att 2026 totalt nå 100 000 patienter under behandling i samtliga marknader.

Camurus sjönk 5 % under månaden och 19 % 2021. Vi bedömer sammantaget att värderingen är alldeles för låg (även utan att räkna in den amerikanska marknaden eller bolagets pipeline) och att bolagets egen långsiktiga målsättning kommer att visa sig vara för konservativ. Vi ser därmed mycket positivt på aktien både inför 2022 och de kommande åren.

Polygiene är ett ingrediensbolag inom kemibranschen och ursprungligen en avknoppning från kemibolaget Perstorp. Bolaget erbjuder lösningar för behandling av textilier, som ger naturlig luktkontroll (OdorCrunch) och skydd mot bakterier och virus (Biostatic, ViralOff). Med behandlingen håller sig kläder, utrustning och textilier fräschare längre och eftersom de inte behöver tvättas lika ofta ökar hållbarheten. Behandlingen utförs på tillverkarens fabrik i samband med produktens färdigställande, vilket minimerar miljöeffekten,

³ "From harm to hope – A 10-year drugs plan to cut crime and save lives" – HM Government, December 2021

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1039240/From_harm_to_hope_PDF-final_bookmarked_v3.pdf

eftersom detta inte kräver ytterligare energi eller vatten. Med förvärvet av Addmaster (varumärke Biomaster), som slutfördes i början av året, kompletterade Polygiene sin befintliga portfölj med att även kunna behandla hårda ytor, exempelvis säten inom bil- eller flygindustrin, gymutrustning och vägghpaneler.

Polygienes lösningar användes från början framför allt i sportkläder med kunder som t.ex. Adidas, men de potentiella tillämpningarna av bolagets lösningar är många. Nedan följer ett par exempel på nyligen lanserade kundapplikationer:

- 1) Train Bits & More (TBM), använder Biomaster för att erbjuda buss- och tågoperatörer ett bättre produktskydd mot bakterier i kollektivtrafiken. Den antimikrobiella teknologin adderas i beläggningar för ledstänger, säteshandtag och armstöd som TBM levererar till transportföretag över hela Storbritannien.
- 2) Diesel har framgångsrikt använt Polygienes teknologi i sin satsning på secondhand-marknaden. Det innebär att Diesel köper tillbaka använda Diesel-jeans som sedan behandlas med en kombination av teknologierna OdorCrunch och ViralOff för att sedan säljas vidare. Med hjälp av behandlingen håller sig jeansen fräscha, kan tvättas mindre och gör det även möjligt för konsumenter att använda sina jeans i många år framöver.

Polygiene presenterade nya finansiella mål i mitten på december. I de nya målen, som avser perioden 2022 – 2026, ska bolaget nå en nettoomsättning över 1,000 MSEK och en EBIT-marginal överstigande 30 % senast år 2026. Det motsvarar en tillväxttakt på ca 38 % per år och en bibehållen marginal från Q3 2021. De nya målen är baserade på att marknaden för antimikrobiella behandlingar ska växa med 10% per år under motsvarande period.

Polygiene steg med 34 % under månaden (32 % under 2021) och har efter det ett börsvärde på cirka 1,700 MSEK och en nettokassa på drygt 50 MSEK. Utifrån bolagets givna mål kan Polygiene nå en rörelsevinst på 160 MSEK om 3 år och 300 MSEK om 5 år. Även med något mer försiktiga antaganden bedömer vi att bolaget handlas till drygt 20x 2022 års rörelseresultat, vilket vi anser vara en attraktiv värdering givet de goda tillväxtförutsättningarna och en skalbar affärsmodell med höga marginaler. Avalon investerade i Polygiene i slutet av 2020 i samband med förvärvet av Addmaster och sen dess har aktien stigit 83 %.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson