



# LANCELOT AVALON

STOCKHOLM DEN 2 MARS 2022

## Till andelsägarna i Lancelot Avalon

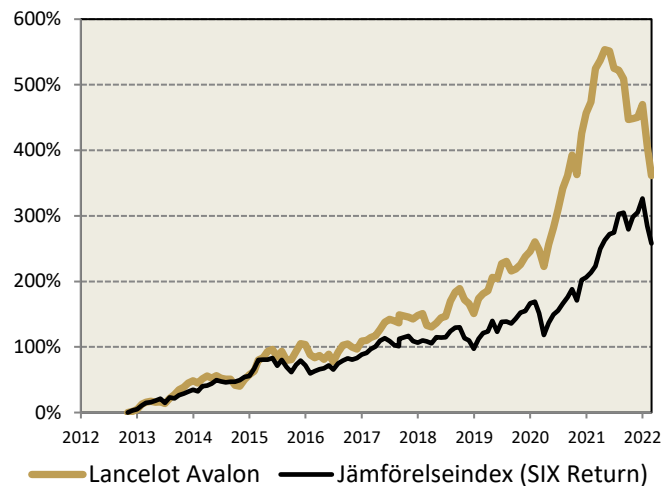
Avalons värde minskade 8,8 % i februari medan SIX Return Index sjönk 6,9 %. Fondens innehav i **Camurus** och **Xbrane** var de största positiva bidragsgivarna medan **Bambuser** och **Polygiene** hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 99 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 34 bolag.

Marknaden präglades i februari av Rysslands invasion av Ukraina och fortsatt oro för inflation och högre räntor. Kriget och sanktionernas långsiktiga effekter på världsekonomin är i nuläget svåra att bedöma. **Sandvik** och **Epiroc** är de innehav i fonden med störst intäkter från Ryssland (3 - 6 %). Även andra globala bolag i portföljen som **Volvo** och **Electrolux** har en mindre del av sina intäkter från landet. Som helhet är dock exponeringen begränsad och fonden har en övervikt mot relativt defensiva bolag och sektorer t.ex. hälsovård.

Inflationen har under det senaste året blivit alltmer tydlig och har tvingat centralbankerna att försöka ta tillbaka initiativet. Räntemarknaderna har påverkats kraftigt och prissätter redan sex höjningar av Federal Reserves styrränta de kommande tolv månaderna. Vi har tidigare uttryckt tveksamhet kring att den förväntade åtstramningen fullt ut blir verklighet, men vi är inne i en fas där risk omvärderas och räntemarknaden behöver komma i balans innan aktiemarknaden stabiliseras. Det som händer i bolagen betyder väldigt lite på kort sikt, men allt på längre sikt. Vi är fokuserade på bolagsanalys och ser i många fall en allt större diskrepans mellan den fundamentala utvecklingen och bolagens aktiekurser. Risk/reward ser därmed allt bättre ut även om den exakta timingen alltid är svår att förutse.

Flera av fondens innehav rapporterade under månaden. **Camurus**, **Embracer** och **RevolutionRace** (RVRC) stack ut på den positiva sidan även om utvecklingen av aktiekurserna var klart sämre än vad vi anser motiverat. **Polygiene** överraskade negativt då försäljningen drabbades av störningar i logistikkedjor och en global brist på polymerer, vilket gjorde att en del order inte gick att leverera under kvartalet. Bolaget förväntar sig att läget redan i första kvartalet kommer att vara klart bättre med en fortsatt gradvis återhämtningen under året. Kursen föll 35 % i februari och handlas nu till 17x 2022 års förväntade vinst.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
Februari 2022	-8,8 %	-6,9 %
År 2022	-19,1 %	-16,1 %
Sedan start*	361,2 %	257,7 %
Genomsnittlig årsavkastning*	19,0 %	18,4 %

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

Fondens innehav inom medicinteknik visade stark organisk tillväxt under kvartalet trots omikrons negativa påverkan på elektiv vård. Jämfört med föregående år växte exempelvis Bonesupport 21 %, OssDsign 34 % och Photocure 10 %. och redan från andra kvartalet tror vi på en väsentligt högre tillväxttakt för dessa bolag.

**Camurus** släppte en stark rapport och intäkterna växte med 19 % jämfört med föregående kvartal (73 % å/å). Bolagets intäktsprognos för 2022 var något högre än marknadens förväntningar (900 - 950 MSEK), men vi tror att de flesta fortfarande inte förstått hur lönsamt Buvidal kommer att bli. Camurus guidar för ett rörelseresultat på -60 – 10 MSE, men då ökar även forsknings- och utvecklingskostnader (R&D) till över 500 MSEK 2022 (från 389 MSEK 2021). Det betyder att borträknat R&D kommer Camurus generera ett rörelseresultat på åtminstone 440 – 510 MSEK 2022, vilket bör kunna öka till ungefär 750 MSEK 2023. Ställt mot

bolagets kassajusterade börsvärde på 7,5 miljarder är det en mycket låg värdering. Då bortser man även helt från det potentiella värdet av bolagets pipeline av nya läkemedelskandidater och en framtida lansering i USA. Camurus är fondens största innehav och vi räknar med mycket bra avkastning de kommande åren.

**Xbrane**, som vi senast beskrev i månadsbrevet för juni 2021, meddelade under månaden att man tecknat ett licensavtal med Biogen avseende bolagets biosimilarkandidat till CIMZIA (Xcimzane). CIMZIA används främst för att behandla ledgångsreumatism och omsatte 2 miljarder USD 2020. Avtalet består av en förskottsbetalning på 8 MUSD, ytterligare upp till 80 MUSD baserat på milstolpar samt framtida royalties. Biogen kommer även att ansvara för alla kostnader för klinisk utveckling, vilket väsentligt minskar Xbranes kapitalbehov de kommande åren. Xbrane är än så länge den enda utvecklaren av en biosimilar för CIMZIA som tappar sitt patentskydd i USA 2024.

Xbranes tillgångar består av:

1. Xcimzane som har potential att nå royaltyintäkter på 500 - 1000 MSEK ungefär 2 - 3 år efter det att patentskyddet upphör 2024/2025 (USA/EU).
2. Xlucane som väntas lanseras av partners i slutet av 2022/tidigt 2023 och där Xbrane förväntar sig 100 MEUR i royaltyintäkter tre år efter lansering.
3. Ytterligare tre biosimilarkandidater till cancerläkemedlen Opdivo, Keytruda och Darzalex.
4. En bevisad teknologiplattform för att kostnadseffektivt utveckla nya biosimilarer.
5. En kassa på 300 MSEK som kan ta bolaget till att bli kassaflödespositivt kring årsskiftet 2023/2024.

Vi anser att börsvärdet på 2,3 miljarder SEK är alldeles för lågt givet potentialen på några års sikt och det till en relativt sett låg risk. Utvecklingsrisken för biosimilarer är betydligt lägre än för traditionell läkemedelsutveckling och välrenommerade partners (Biogen, Stada och Bausch + Lomb) ökar chansen för lyckad kommersialisering av bolagets produkter. Fonden har ett mindre innehav i Xbrane.

**Bactiguard** meddelade att man utökat det befintliga licensavtalet med Zimmer Biomet till att även omfatta bolagets övriga implantat (t.ex. knä- och höftleder), vilket ökar den totala potentialen ungefär sex gånger jämfört med det tidigare avtalet som enbart täckte traumaimplantat.

Bactiguard lanserade även nya finansiella mål, att nå 1 miljard SEK i försäljning och minst 400 MSEK i EBITDA till år 2026. Målen innebär en väsentlig höjning jämfört med de tidigare målen om intäkter på ca 500 MSEK med minst 30 %

marginal 2025. Försäljningsmålet är ambitiöst givet att bolaget 2021 omsatte 180 MSEK med ett negativt resultat (2019 före pandemin 200 MSEK med 31 % EBITDA marginal), medan lönsamhetsmålet fortfarande snarare framstår som relativt försiktigt.

Bactiguard har under året stärkt organisationen och fortsatt att generera klinisk evidens för sin teknologi. Vi ser att följande tre faktorer blir viktiga för att nå målen:

- 1) Tillväxt i bolagets höglönsamma licensaffär där inte minst det nya avtalet med Zimmer Biomet har stor potential. Den försäljning man nu adresserar motsvarar 6 miljarder USD, vilket innebär att även med en låg penetration av Bactiguards teknologi kommer de framtida royaltybeloppen bli substantiella. Vi ser även goda möjligheter att teckna nya avtal som kommer att bidra till tillväxten.
- 2) En betydligt mer fokuserad säljorganisation än historiskt. Fokus kommer nu framför allt att ligga på direkt försäljning på de stora marknaderna i Europa och sannolikt även USA där bolaget i nuläget inte har någon närvaro. I kvartalet växte marknaderna med egen försäljningsstyrka 38 %, vilket är starkt givet att pandemin fortsatt påverkade möjligheten att träffa kunder.
- 3) Bolagets egen produktportfölj har betydligt lägre bruttomarginal än jämförbara bolag. Vi ser stor potential att väsentligt höja bruttomarginalen för gruppen med åtminstone 10 procentenheter i takt med att volymerna ökar.

Bactiguards börsvärde på 4 miljarder SEK ser högt ut vid en första anblick givet historisk försäljning och lönsamhet. Det är värt att komma ihåg att över 100 MSEK av dessa är återkommande licensintäkter med nära 100 % bruttomarginal och begränsade övriga kostnader. Licensintäkterna kommer att växa framöver utifrån befintliga avtal, även med begränsade investeringar. Lyckas man närma sig det uppsatta målet ser vi potential för ett betydligt högre värde på aktien.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilssons