

Intervju med Rhenman Healthcare Equity Long/Short

Stockholm (HedgeFonder.nu) - Rhenman Healthcare Equity Long/Short Fund lanserades i juni 2009 och fonden letar globalt efter möjliga investeringar inom hälsosektorn. Trots att man är en långförvaltare med tonvikt på innehavda positioner, kan även fonden ta korta positioner och har oftast en nettoexponering mot marknaden på 70-100%. Efter ett besvärligt 3:e kvartal, då nettovärdet av fondtillgångarna sjönk varje månad, lyckades förvaltaren leverera fondens bästa månadsresultat för hela året med en uppgång på +6,25% i oktober, följt av +1,44% i november och är nu på positiva tal med en uppgång på 3,87% hittills i år. Vi tog tillfället i akt att tala med Henrik Rhenman (Chief Investment Officer) och Carl Grevelius (Head of Sales & Marketing), och här följer vad de hade att säga:

HedgeFonder.nu: Den första fråga ni ställer i er företagspresentation är "varför hälsosektorn?". Så låt mig skicka tillbaka den frågan - varför hälsosektorn?

Rhenman Healthcare: (Carl Grevelius) För att placera hälso- och sjukvårdssektorn i ett sammanhang kan det vara värt att nämna att sektorn utgör cirka 10% av världens totala börsvärde. Vi anser att hälso- och



sjukvårdssektorn felaktigt framställs som en defensiv sektor med låg tillväxt. Det är inte alls fallet för den globala hälso- och sjukvårdssektorn som de facto uppvisar högre tillväxt än världens BNP. Som en tumregel kan man säga att sektorns andel av total BNP ökar med en procentenhet per decennium. Vi tror starkt på sektorn på sikt och kan nämna att UBS tidigare uppgraderade sektorn och dom pekar bland annat på att Europeiska läkemedelssektorn i nuläget handlas nära sin 20-årslägsta värdering. Senaste gången denna låga värdering rådde, åren 1993-94, överavkastade sektorn den breda aktiemarknaden med hela 130 % efterföljande år.

HedgeFonder.nu: Och för att kunna få den här frågan från bordet: ni är inte en välgörenhetsorganisation som finansierar idealistiska forskare och nya ambitiösa biotech-projekt för att läka hela världen. Det här är en fond som ska gå med vinst och som siktar på att ge avkastning på era investerares kapital, eller hur?

Rhenman Healthcare: (CG) Det stämmer, vår fond har som mål att uppnå absolut avkastning men vi väger självklart in grundläggande etiska aspekter i vårt förvaltningsarbete.

HedgeFonder.nu: Hur mycket av selekteringsarbetet för att hitta de bra (och de dåliga för den delen) healthcarebolagen är en normal investeringsprocess, där man tittar på grafer och balansräkningar, när det kräver vetenskaplig kunskap? Hur får ni ihop kombinationen av en finansiell analys och en medicinsk forskare?

Rhenman Healthcare: (CG) Henrik har investerat i hälso- och sjukvårdssektorn i över 20 år. Under denna tid har han lyckats navigera runt de allra värsta investeringsminorna och den fond som han startade år 1998 blev fram till 2008 (när han slutade för att starta Rhenman & Partners Asset Management) de facto världens bästa läkemedelsfond med en uppgång på hela +799%. Som jämförelse steg MSCI World med +40% och MSCI Healthcare med +20% under samma period. En viktig beståndsdel i denna framgångsrika förvaltningsstrategi är att Henrik sedan 1998 omgett mig med ett mycket namnkunnigt Vetenskapligt Råd som hjälper till att riskbedöma de noterade bolagens produkt- och forskningsportföljer. Henriks uppgift är sedan att applicera denna omfattande vetenskapliga kunskapsmassa på aktiemarknaden och avgöra om enskilda aktier är köpvärda eller ej. Det Vetenskapliga Rådet har formella möten minst en gång per kvartal och går då igenom ett digert mötesmaterial som har distribuerats i god tid före mötet för att möjliggöra för rådsledamöterna att ordentligt sätta sig in i materialet och vid behov även dryfta frågeställningar med rådsledamöternas individuella, globala kontaktnät i forskarvärlden och industrin.

HedgeFonder.nu: Kan ni beskriva er investerings- och riskhanteringsprocess för oss? Hur genererar ni idéer för nya investeringar och sedan tar dem från idé till investering? Vad är skillnaden i processen för de långa respektive

korta positionerna?

Rhenman Healthcare: (HR) Idéerna finns nästan som plantor i en odling. Det är företag som finns i mitt universum sedan länge och jag avvaktar tidpunkten när det är dags att omplantera växterna till min trädgård (fonden). Det som typiskt sett händer är att jag anser att aktiens risk har sjunkit eller att företagets tillväxt är på väg att accelerera. Det kan också vara att företaget har haft en motgång vars betydelse marknaden överdriver och under tid handlas företaget med en omotiverad rabatt. I princip är kortsidan de motsatta situationerna. I fem-tio procent av fallen är det helt nya bolag som jag inte känner sedan tidigare men där jag liksom andra inte riktigt noterat bolagets inneboende potential och detta gäller särskilt små bolag.

HedgeFonder.nu: Hur avgör ni storleken och när ni ska gå in i en position? När och varför går ni vanligast ur en position med vinst eller förlust?

Rhenman Healthcare: (HR) Enkla grundregler är max två procent i forskningsföretag som inte tjänar pengar, max fem procent i små och medelstora tillväxtbolag och max sju procent i de riktigt stora namnen. Jag gör sällan undantag från dessa grundregler men om så sker är det under kortare tider när det finns ett tidsfönster att tjäna pengar på kort tid. Efter en månad eller så brukar jag därefter trimma sådana "överstora" positioner.

HedgeFonder.nu: Generellt allokera ni lika mellan large-, mid- och smallcapföretag. Er senaste månadsrapport (oktober 2011) listar dock som största innehav industrins "vem är vem": Gilead, Bayer, Sanofi, Amgen. Är det en övervikt mot stora bolag?

Rhenman Healthcare: (CG) Det stämmer att vi allokera ungefär en tredjedel var till small-, mid- och largecapbolag. Skälet till att de stora, välkända bolagen som du nämner dyker upp som top-holdings är att vi sprider riskerna i större utsträckning inom de båda segmenten small- och midcapbolag, vi har så att säga många små ägg i korgen. Per definition blir det då större procentuella innehav per largecapbolag, trots att allokeringen som sagt är en tredjedel var i varje storlekssegment. Ett annat skäl är att vi nu är i ett skede där generalister är mycket försiktiga och det kommer att avspeglar vilka företag de vågar köpa när aktieköpen väl kommer igång i en tid med relativt svag tillväxt.

HedgeFonder.nu: I vilken fas är vanligen preparaten, eller företagen, när ni gör en investering? Skulle ni över huvudtaget överväga mycket tidiga stadier, eller till och med nystartade bolag?

Rhenman Healthcare: (HR) Aldrig start-ups men väl ett företag som precis har "proof of concept". Vi gjorde precis en sådan investering med gott resultat, Galapagos. De har ett tidigt projekt inom reumatism som är lovande och som bolaget förhoppningsvis kan göra ett stort samarbetsavtal på. Aktien har stigit kraftigt.

Forskningsbolag utan dokumenterad vinst är dock en liten del av portföljen, i princip mindre än 20% av fonden.

HedgeFonder.nu: Är det en del av er investeringsstrategi att leta efter potentiella uppköpskandidater?

Rhenman Healthcare: (HR) Nej, takeovers är extremt svåra att förutsäga tidpunkten för men det är klart att bolag som är takeover kandidater är sannolikt intressanta av andra skäl.

HedgeFonder.nu: Vilka spännande saker händer just nu inom hälsosektorn?

Rhenman Healthcare: (HR) Det är en explosion av produkter inom cancer och immunologiska sjukdomar. Det är ofta dyra läkemedel där betalningsviljan är stor. Cancer och immunologiska sjukdomar är områden där många små steg framåt sker hela tiden och samhället bejaktar dessa därför att många små steg framåt ger över tiden en mycket bättre prognos. Ett enskilt nytt läkemedel behöver inte vara så viktigt men kombinationer eller sekventiell behandling med andra kända läkemedel kan vara stort.

HedgeFonder.nu: Om man tittar geografiskt: jag förutsätter att den största delen av era investeringar sker i USA och Europa. Kommer det ut mycket ny innovation från länder som Kina, Indien...? Vilka är tillväxtmarknaderna inom er sektor?

Rhenman Healthcare: (CG) Vår fonds exponering mot noterade bolag i USA är cirka 60% och Europa utgör cirka 35%. Detta är dock bara en del av hela sanningen hur vår underliggande exponering ser ut då den stora merparten av de hälso- och sjukvårdsbolag vi investerar i de facto är globala aktörer där en stor del av tillväxten sker i så

kallade utvecklingsländer. Detta är ett mycket expansivt investeringstema som vår fond just nu följer. Vi har ett fåtal direkta investeringar i Asien i nuläget men detta kommer med stor sannolikhet att öka i framtiden. Om vi tittar på vilka delsegment av hälso- och sjukvårdssektorn som växer så är bioteknik ett snabbt växande segment.

HedgeFonder.nu: Alldeles nyligen var Indien återigen på löpsedlarna för sin "loose patent restrictions" för mediciner som fortfarande har aktiva patent på andra, vanligtvis västerländska, länder. Och det finns självfallet en konflikt i att tillhandahålla billiga läkemedel till de fattigaste, medan läkemedels- och biotechbolag behöver goda möjligheter att göra det värt att göra de stora investeringarna i ny forskning och tester. Hur ser du på den frågan?

Rhenman Healthcare: (HR) Absolut. Självklart kan ett tillväxtland inte ha samma betalningsförmåga som ett industrialiserat land. Hur stor prisdifferentiering som behövs är både kommersiella och etiska frågor och som i praktiken får väldigt olika betydelse. Generellt sett kan man inte lägga allt ansvar på företagen utan biståndsorganisationer måste också bidra. Är det Gileads ansvar att sälja produkter med förlust i Afrika? Jag tror inte det, däremot är det världssamfundets ansvar. Det är inte oskäligt att Gilead tjänar pengar i Afrika om de gör ett bra jobb där. Kan dom det så vill även andra företag utveckla läkemedel för den afrikanska marknaden. Sedan är det nog i och för sig viktigt med en allmän opinionsbildning så att företagen stimuleras att differentiera priserna så mycket som praktiskt går.

HedgeFonder.nu: Ni har varit i marknaden i mindre än tre år och om man tittar tillbaka så visade det sig bli en utmanande period för aktiestrategier med lång bias. Hur går det för er att ta in nytt kapital och vilka är era typiska investerare?

Rhenman Healthcare: (CG) De globala aktiemarknaderna har varit mycket volatila och utmanande sedan vi startade fonden i juni 2009. Vi är dock mycket glada att, trots denna hårda miljö, ha avkastat drygt +27% sedan start. Därtill har fonden stigit cirka +4% innevarande år vilket står sig väldigt starkt både mot aktiemarknaden i stort och även mot Dow Jones Credit Suisse Hedge Fond Equity L/S Index som är ned cirka -5% under 2011. Vad gäller kapitalanskaffning så har finansturbulensen självklart spelat in men nu har vi en kritisk förvaltningsmassa att stå på och vi ser med tillförsikt an mot framtiden då vi inom kort (i juni 2012) har tre års mycket framgångsrikt track-record, vilket är en magisk gräns för att kunna erhålla större institutionella investeringar.

HedgeFonder.nu: Ni har just nu cirka 30 mUSD i kapital under förvaltning och tittar redan på en "hård" stängning på en miljard USD. Hur kommer det sig?

Rhenman Healthcare: (CG) Vi bestämde redan innan lanserandet att "hard close" skulle ske vid en miljard dollar. Detta mått är av vikt för en del investerare då en för stor fond kan få likviditetsproblem, d.v.s. att fonden får svårt att både köpa och sälja aktier på börsen utan att påverka prisbilden i alltför stor grad. Att nivån blev just en miljard dollar har att göra med att det ungefär motsvarar storleken på de fonder som Henrik Rhenman startade i rollen som chef och grundare av ett Healthcare Sector Team. Henrik upplevde inga som helst likviditetsproblem i dessa fonders underliggande innehav. Ur ett avkastningsperspektiv är detta en volym som vi känner oss mycket bekväma med.

HedgeFonder.nu: Kan ni dela med er av någon visdom om marknaden?

Rhenman Healthcare: (HR) Nuvarande pessimism om världens tillstånd är extrem. Det är som om världen vore skyldig en annan planet pengar och så är ju inte fallet. Ja, vi får en tid av lägre tillväxt och troligtvis är det den underliggande demografiska förändringen som delvis orsakat allt detta (för höga avkastningskrav/utfästelser i pensionssystemen exempelvis). Denna period av något lägre global tillväxt och högre andel äldre är en nästan idealisk miljö för vår delsektor. PIIGS-ländernas konsumtion av läkemedel kanske inte växer särskilt mycket de närmaste tre till fem åren men andra delar av världen är så mycket större och viktigare. Vi står inför en tid av stabil och lönsam tillväxt inom healthcare.