

Intervju: Stefan Roos - Origo Capital

Stockholm (HedgeNordic) - Det Stockholmsbaserade fondbolaget Origo Capital grundades 2011 av Stefan Roos och förvaltar småbolagsfonden Origo Quest 1 sedan februari 2013.

Stefan Roos har varit topprankad småbolagsförvaltare på bl.a. Handelsbanken och hade senast rollen som chef för nordiska aktieförvaltningen inom SEBs kapitalförvaltning. Tillsammans med Staffan Östlin, med en tidigare karriär inom SEB och Handelsbanken bakom sig, förvaltar han fonden Quest 1.

Avkastningen i Quest 1 uppgår till +35,4% sedan starten 2013, motsvarande +15,7% i genomsnittlig årlig avkastning. Volatiliteten (24 mån) är 8,7% i fonden. Fonden är en hedgefond och kan alltså ta både långa och korta positioner i portföljen, men har en grundläggande positiv syn på börsen med en netto lång position.

Vi på HedgeNordic fick möjlighet att ställa lite närmare frågor till dem och här följer vad de hade att säga:

HedgeNordic: Småbolag har varit något av "din grej" genom hela din karriär. Vad är det med småbolagsförvaltning som du fascinerats av - finns det något mer än bara det faktum att du anser (antar jag..) det vara bättre ur ett långsiktigt avkastningsperspektiv?

Svar (på svenska): Ja det stämmer! Jag är snarare bolagsanalytiker än aktieanalytiker, och har en förkärlek för investeringar där specifika bolagsfaktorer är i centrum för värdeskapandet. Små bolag är mer känsliga för specifika faktorer, än de stora bolagen som i högre grad ofta påverkas av svårbedömda makrofaktorer. Småbolagen är dessutom ofta underanalyserade, vilket betyder att uppsidan är större om man gör sin hemläxa.

HedgeNordic: Ni skriver om långsiktighet och utveckla bolagen ni investerar i, etc.. Men hur definierar du själv fonden - kan du utveckla er förvaltningsmetodik ytterligare, vad gör ni (eller vill ni göra) - egentligen?

Svar: Vår approach är att vara en aktiv investerare i en koncentrerad portfölj. Basen är 12-15 långa investeringar där vi engagerar oss djupt. Förändring är ett nyckelord. Vi söker efter bolag med tydliga värdedrivare, och som har goda utsikter att göra en förändringsresa de kommande fem åren...Vi har ett avkastningskrav på 15% per år, och vet att riktigt värdeskapande tar tid att genomföra, så vi har investeringshorisont som tar höjd för detta. Samtidigt hanterar vi den totala risken i fonden genom att hedga portföljen genom indexinstrument och enskilda aktier. Just nu har fonden 6 korta positioner i svenska midcaps, där vi ser fundamentala utmaningar.

HedgeNordic: Ni har begränsat er till små och medelstora bolag. Hur har ni definierat vad som är ett små- respektive medelstort bolag?

Stefan Roos: Vi sätter gränsen för 10 mdr sek, d v s lägre än vad som är vanligt i fondbranschen. Vi vill fånga upp de mest dynamiska bolagen också.

HedgeNordic: Med risk för ett kanske uppenbart svar, men är det alltid rätt att i alla väder investera i småbolag, eller under vilka perioder ska man inte vara med?

Stefan Roos: När rädslan tar över och riskaptiten försvinner, vilket sker någon gång i varje börscykel, tenderar småbolagen att falla mer än storbolagen. Har man en kort placeringshorisont så

är det så klart jobbigt att sitta fast i illikvida småbolag då. Men har man en längre horisont, säg minst 2-3 år, är det oftast då de riktigt fina investeringarna görs. På rullande 5- års perioder brukar småbolagen nästan alltid vara vinnare!

HedgeNordic: Ni investerar i nordiska bolag. Hur ser ni på valutaexponeringen? Hedgar ni några valutarisker till SEK? Hur stor del av tillgångarna är investerade i andra marknader och andra valutor än SEK och är det något ni reflekterar över?

Stefan Roos: Vi hedgar normalt inte valutorna, utan bakar in valutan i analysen. 15-20% ligger f.n. utanför Sverige. Men det här är ett viktigt område där vi vill bli bättre. Vi har nyligen stärkt upp teamet med Anders Nilsson som har en bakgrund som ränte- och valutahandlare. Han kompletterar Staffans och min aktiebakgrund.

HedgeNordic: Är det tillväxt-storyn som gäller fullt ut inom småbolagsförvaltning - att hitta nästa "blockbuster" - eller finns det value-case också? Ni skriver att närmare 60% av värdedrivarerna i era portföljbolag är tillväxt (tillsammans med omstrukturering och konsolidering, som känns som mer tekniska faktorer och katalysatorer för förnyad tillväxt). Men finns det inga valuebolag i era portföljer, som tickar på och nöjer sig med att ge bra utdelning?

Stefan Roos: Tillväxt är viktigt, men inte allt. Vi tycker definitivt att det finns flera värdedrivarer än tillväxt. Omstrukturering är exempelvis ett annat tema vi gillar. Vi hittar även flera intressanta "värdebolag" med vill då samtidigt hitta en förändring som driver värdet. Fondens största innehav, danska NKT, var ett klassiskt värdecase när vi gick in februari 2013. Ofta kan värdeskapandet ske i olika steg...Ta grossisten B&B Tools som exempel; Bolaget har skapats genom massor av förvärv...Här handlar strategin om att få ihop bolaget till ett B&B. Det är mängder av saker som ska förbättras, allt från att optimera sortimentet till att ersätta olika IT-system. Först då kan man förbättra kassaflödet och stärka marginalerna. Men när omstruktureringen är i slutfasen så är det klart att tillväxt åter blir en faktor för ytterligare värdeskapande.

HedgeNordic: Hur avgör ni positionsstorleken och hur definieras tidpunkt för investering/exit?

Stefan Roos: Vi jobbar med tre ungefärliga steg. 5,10 och 15% baserat på vår övertygelse och hur risken bedöms vara. Indexvikter eller liknande spelar ingen roll för oss, vårt mål är absolutavkastning till rimlig risk.

HedgeNordic: Ni vill vara aktiva ägare i de bolag ni investerar i. Kan man kvantifiera hur mycket det engagemanget har gett hittills för investerarna? Har det gett tillräckligt mycket i överavkastning ställt i relation till insatsen, eller hade det varit bättre att analysera fler bolag i stället?

Stefan Roos: Det är en svår fråga. Å ena sidan är vi bara en minoritetsägare, och kan inte själva bestämma agendan för ett noterat bolag. Å andra sidan finns det rätt gott om undersökningar som visar att aktiviststrategin totalt sett skapar meravkastning.

Quest 1 har bara drygt två års historik, men vi kan redan nu se att vi har lyckats bidra till utvecklingen i 4-5 av våra tolv kärninnehav. Om bara ett av våra tolv bolag utvecklas snabbare tack vare att vi och andra ägare engagerar oss har vi lyckats med mer än alla passiva ägare.

HedgeNordic: Ni är netto långa i er portfölj (bruttoexponering: 122%, netto: 78%) och jobbar med ca 12-15 kärninnehav i den långa portföljen. Men hur jobbar ni med de korta positionerna - hur kommer ni fram till vad som är värt att blanka, är det de minst attraktiva casen som blir blankningarna, eller hur gör ni? Ni skriver om exempelvis ComHem som en kort position, men brukar ni alltid ha enskilda blankade aktier, eller går ni kort i index också?

Stefan Roos: Utöver de långa investeringarna, tar fonden korta positioner i både bolag och index, för att fonden totalt sett ska ha bättre möjligheter att nå målet om konkurrenskraftig riskjusterad avkastning. I huvudsak letar vi efter bolag som vi kan blanka, där vår analys har en negativ syn och där kortningen sänker totalrisken i fonden. Com Hem är ett sådant exempel. Vi är oroad över den ökade konkurrensen. Telia satsar exempelvis 9 mdr på fiber de närmaste åren och utmanar bl.a. Com Hems traditionella kundbas. Vi tycker också att värderingen är mycket ansträngd och att ledningen är lite väl road av "kursvård" på bekostnad av svag balansräkning.

HedgeNordic: Så till en mer övergripande marknadsfråga. Det har de senaste åren varit något av en "super cycle" för många investerare, tack vare kraftigt fallande räntor i spåren av extremt stimulerande centralbanker, som gjort allt för att staga upp den globala ekonomin. Hur ska centralbankerna komma ur situationen utan att skrämja slag på marknaden - och när?

Stefan Roos: Det är ju den stora frågan...hur ser miljön ut för investeringar när räntan samtidigt ska normaliseras...? Men jag måste säga att vi inte tror på en snabb eller ens halvsnabb normalisering av räntorna de närmaste åren. Ett av problemen är väl att det inte finns någon egentlig löneinflation att tala om. Inte ens i USA. Kanske dags för centralbankerna att tänka nytt kring inflationsmålen?

HedgeNordic: Ser ni en vändning uppåt på långräntorna, någon gång i framtiden och med börsnedgångar i bakvattnet, som ett hot mot avkastningen eller finns det möjlighet för er att tjäna pengar även då? Eller spelar det ingen roll? Var finns riskerna för er?

Stefan Roos: Vi har ju en, över tiden, "long bias-approach" så en långvarig börsnedgång kommer troligen påverka fonden negativt. Hedgarna ska förhoppningsvis skydda fonden delvis. Men vi ser också att vår korrelation med aktiemarknaden är lägre än snittet av aktiebaserade hedgefonder vilket beror på att vi har en koncentrerad fond av unika småbolag, så bolagsvalet kommer nog bli mest avgörande

HedgeNordic: När man tittar på den historiska avkastningen i ert informationsmaterial så kan man konstatera att det varit en bra period, jämfört med fondens jämförelseindex (hedgefondindex och riskfri ränta). Men om man jämför med t.ex. Stockholmsbörsen under samma period så är utvecklingen inte riktigt lika bra. Under 2013 steg OMX +20,7%, medan fonden endast steg ca 11,6%. 2014 slutade OMX på +9,9%, vilket fonden slog (+12,6%), men hittills under 2015 är fonden upp endast 7,7%, medan index är upp ca 16%. Er Sharp-kvot är 1,67, vilket innebär att ni fått bra betalt för den risk ni tagit i fonden, men har ni då inte tagit för låg risk? Tror ni inte att era investerare vill ha en hög exponering - och därmed hög avkastningspotential - mot aktier om man investerar i er?

Svar: Vi jämför oss i första hand med andra aktiebaserade hedgefonder som har ett absolut avkastningsmål, och precis som du säger så har vår fond presterat mycket bra jämfört med dessa. Vi startade i februari 2013 och byggde försiktigt upp fonden, så första halvåret får man se som en uppbyggnadsfas. I tider när börsen rusar starkt uppåt, som under 2013-2014, är det klart att aktieindex blir en väldigt svår motståndare. Jag tror att de flesta av våra investerare uppskattar att vi inte bara fokuserar på avkastning utan också på risk. Vi är lite unika där bland småbolagsfonderna.

HedgeNordic: Kan man argumentera för att man bör ha en riskpremie som småbolagsinvesterar och hur stor bör den i så fall vara? Tycker du att man som investerare i småbolag på den nordiska marknaden historiskt har fått tillräckligt bra betalt för att ta den ökade risken en småbolagsinvestering innebär?

Stefan Roos: Ja, det bör man. Det är generellt sett sämre likviditet i småbolagen och därför bör

man ha en extra säkerhetsmarginal i avkastningskravet. 1-3% kan vara en rimlig extrapremie, och det överensstämmer väl med vad den historiska överavkastningen för småbolagen har varit. Vi arbetar dock inte med någon generell marknadsanalys utan tänker väldigt bolagsspecifikt.

HedgeNordic: Är ni alltid fullinvesterad i fonden, eller har ni större eller mindre mängd likviditet i fonden? Många hedgefonder sitter ofta på stora kassor som placeras i statsskuldsväxlar eller dylikt. Tidigare år, när räntenivån var väsentligt högre, gav det en "kudde" för förvaltaren som redan vid ingången av året visste att man hade ett antal procentenheter i garanterad avkastning. Nu med nollräntor – på flera marknader t.o.m. negativa räntor – har spelplanen förändrats fundamentalt och det finns inte längre några "gratisluncher". Är detta något som er fond också drabbas av, eller hur ser er likviditetssituation ut över tid?

Stefan Roos: Vi har en dynamisk approach och kan periodvis ha en större andel kassa/räntebärande, men räntearbitrage har inte varit vårt fokus. Det avgörs i hög grad av om vi hittar investeringar som ger en IRR på 15%. Hittills har vi inte haft några problem med det.

HedgeNordic: En avslutande marknadsfråga. Hur ser ni på framtiden för USA och Europa – kommer man att få ordning på obalanserna i ekonomin, kommer ECBs nya QE-paket att fungera eller blir det som en adrenalinpumpad duracell-kanin på väg mot en rejäl baksmälla? Kommer den börsmassiga uppgången att hålla i sig? Och hur länge?

Svar: Vi har en längre investeringshorisont än många andra fonder och är väl lite präglade av den. Vi ser en del börsrisker på kort sikt men på lite längre sikt tror vi att de europeiska jättestimulanserna och det låga oljepriset fungerar som den energikick det ska göra enligt skolboken.

HedgeNordic: Till sist – har ni några visdomsord eller erfarenheter från marknaden att dela med er av?

Stefan Roos: En av våra teser är att bolag som blir bättre till slut också får en bättre värdering. Kortsiktigt är det mycket annat som styr, exempelvis psykologi och nyheter, men i slutändan är det bara bättre lönsamhet eller att bolagen växer som skapar riktiga värden.