

Maj 2010 - Rhenman Healthcare Equity L/S

Månadsbrev

Maj blev en mycket volatil och svag månad på aktiemarknaden till följd av den fortsatta oron för underskotten i statsfinanserna i främst Grekland, Portugal, Spanien och Irland. En akut räddningsinsats organiserades av EU-länderna i syfte att underlätta dessa länders kommande finansieringsbehov. ECB tvingades även att agera genom att börja köpa främst grekiska och portugisiska obligationer, vilket möttes av kraftig kritik från vissa håll eftersom detta kan innebära ett första steg för ECB att agera som en "bad bank" och ta över osäkra fordringar vars eventuella nedskrivningsbehov kan drabba skattebetalarna inom EU. En stark pessimism bredde ut sig kring hur den negativa utvecklingen i dessa länder skall kunna brytas. Greklands import är exempelvis flera gånger större än dess export och exporten är svår att öka mot de huvudsakligen europeiska handelspartners landet har idag, då möjligheten att devalvera saknas. En ekonomisk bantringsprocess (ökade skatter, minskade offentliga utgifter, högre pensionsålder och lägre löner) är en möjlig men mycket mödosam process som Grekland har påbörjat. Marknaden befarrar att detta är en uppoffring som grekerna själva kanske inte accepterar och den sociala oron kan komma att förvärras. En grekisk betalningsinställelse någon gång under de kommande fem åren är därför inte osannolik enligt marknaden för s.k. credit default swaps (försäkringskydd mot kreditrisk). Det är tydligt att europeiska banker och andra aktörer på obligationsmarknaden har en svår omställning att göra vad gäller sina balansräkningar för att kunna möta ett sådant scenario då de är stora innehavare av flera av dessa länders statspapper. Därmed finns det risk för fortsatt oro och hög volatilitet och detta tvingar ECB att åtminstone i perioder fortsätta sina obligationsköp för att indirekt därmed rädda stora europeiska bankers balansräkningar och genom en expansiv penningpolitik stimulera kreditgivning.

Fonden hade en kraftigt negativ utveckling under maj. Ett antal negativa faktorer samverkade:

1. Fonden hade till följd av dollarhedging ingen stor exponering mot den allt starkare dollarn och ingen exponering mot yenen som också steg kraftigt. Detta försämrade utvecklingen i fonden med uppskattningsvis 4%.

2. Fonden hade en kraftigt överexponering mot läkemedelsbolag och stora bioteknikbolag, vilka hade en mycket svag månad till följd av förnyad oro för prispress på läkemedel i Europa. Detta försämrade utvecklingen i fonden med uppskattningsvis 5%.

Vi har i enlighet med vår övergripande strategi för riskreducering dragit ned exponeringen i fonden. Dollarhedgen är nu borttagen eftersom vi nu bedömer att en undervärderad euro sannolik är en förutsättning för att stabilisera valutaunionen. Ytterligare en anledning är att många finansiella aktörer bedöms ha avyttringsbehov av obligationer utgivna av de mest skuldsatta länderna (i södra Europa) vilket förmodligen leder till fortsatt volatila marknader och därmed sammanhängande press på euron. Vi har en aktiv optionsstrategi för att kunna dra fördel av den höga prissättningen på främst sälloptioner. Aktiemarknaden är enligt vår bedömning kraftigt översåld och därtill fortsatt väldigt volatil och kan naturligtvis förbli så under en tid framöver.

Ett tidigare händelseförlopp på aktiemarknaden kan möjligen belysa skeendet idag. Rysslandskrisen, som inföll i augusti 1998, och övertagandet av Long Term Capital i september samma år innebar en djup och dramatisk sättning under en tidsperiod om c:a två månader. Ett kraftfullt ingripande av FED innebar att relativt goda fundamenta kunde ta över och året slutade på ordentligt plus. Exemplet påminner om att kriser och krishantering kan vara grunden för stark börs.

En accelererande prispress (c:a 3-4% 2010) på läkemedel i Europa kan vara ett hot för vår sektor men det finns anledning till en mer optimistisk syn. En möjlig tolkning av de sparpaket som nu initieras i en rad länder är ju att dessa skapar utrymme för en fortsatt ökning av hälso- och sjukvårdssektorn. Den långsiktiga, strukturella trenden att öka sektorns andel av BNP har knappast brutits av det skeende som nu pågår, de demografiska trenderna är för starka och de medicinska landvinningarna för betydelsefulla för att samhället skall avstå ifrån dem. Vi vill också påminna om att prispressen i USA är låg och tillväxtländernas starkt växande läkemedelsmarknader väl kompenserar för den ganska marginellt ökade prispressen i Europa.

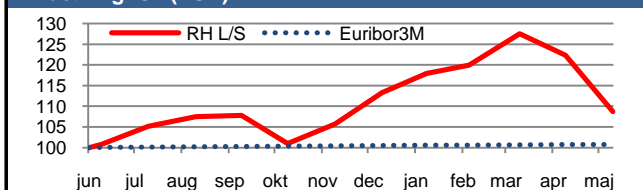
Den viktigaste anledningen till vår optimistiska grundsyn är dock att värderingarna i vår sektor utan tvivel tillhör de mest attraktiva vi har sett. Till exempel handlas Pfizer-aktien kring halva börskursen jämfört med just augusti 1998, nu med en direktavkastning på nästan 5%. Detsamma gäller flertalet europeiska storbolag inom läkemedel som nu dessutom gynnas av en ganska betydande förstärkning av dollarn. Vi ser därtill många andra bolagsvärderingar som sannolikt är ännu mer attraktiva eftersom dessa bolag dessutom har god och långsiktig tillväxt.

McKesson Corp, Merck KGaA och Cardinal Health Inc gav störst positivt bidrag till fondutvecklingen under månaden. Gilead Sciences Inc, Medtronic Inc och Celgene Corp var de största negativa bidragsgivarna.

Avkastning IC1 (EUR)

| | Rhenman Healthcare Equity L/S IC1 (EUR) | 3 Månaders Euribor |
|--------------------------|--------------------------------------------|-----------------------|
| Maj | -11.10% | 0.05% |
| Innevarande år | -4.02% | 0.28% |
| Sedan start (2009-06-22) | 8.73% | 0.79% |

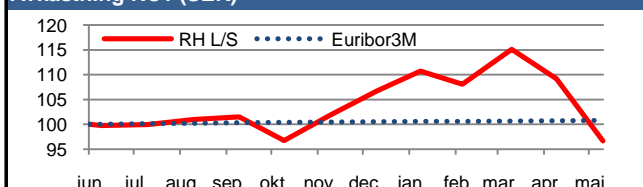
Avkastning IC1 (EUR)



Avkastning RC1 (SEK)

| | Rhenman Healthcare Equity L/S RC1 (SEK) | 3 Månaders Euribor |
|--------------------------|--------------------------------------------|-----------------------|
| Maj | -11.44% | 0.05% |
| Innevarande år | -9.42% | 0.28% |
| Sedan start (2009-06-22) | -3.31% | 0.79% |

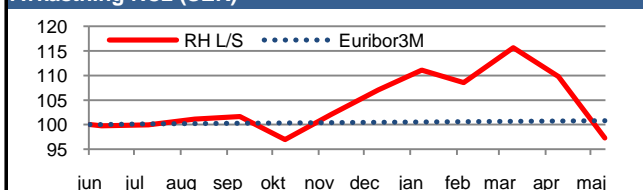
Avkastning RC1 (SEK)



Avkastning RC2 (SEK)

| | Rhenman Healthcare Equity L/S RC2 (SEK) | 3 Månaders Euribor |
|--------------------------|--------------------------------------------|-----------------------|
| Maj | -11.39% | 0.05% |
| Innevarande år | -9.14% | 0.28% |
| Sedan start (2009-06-22) | -2.72% | 0.79% |

Avkastning RC2 (SEK)



Månatlig avkastningsinformation
IC1 NAV (EUR)

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2009 | | | | | | 100.75 | 105.19 | 107.47 | 107.83 | 100.99 | 105.70 | 113.28 |
| 2010 | 117.91 | 119.94 | 127.53 | 122.31 | 108.73 | | | | | | | |

IC1 Avkastning %⁴

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec | Totalt |
|------|------|------|------|-------|--------|------|------|------|------|-------|------|------|--------|
| 2009 | | | | | | 0.75 | 4.41 | 2.17 | 0.33 | -6.34 | 4.66 | 7.17 | +13.28 |
| 2010 | 4.09 | 1.72 | 6.33 | -4.09 | -11.10 | | | | | | | | -4.02 |

RC1 NAV (SEK)

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 2009 | | | | | | 99.74 | 99.92 | 101.00 | 101.51 | 96.72 | 101.85 | 106.75 |
| 2010 | 110.70 | 108.05 | 115.09 | 109.18 | 96.69 | | | | | | | |

RC1 Avkastning %⁴

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec | Totalt |
|------|------|-------|------|-------|--------|-------|------|------|------|-------|------|------|--------|
| 2009 | | | | | | -0.26 | 0.18 | 1.08 | 0.50 | -4.72 | 5.30 | 4.81 | +6.75 |
| 2010 | 3.70 | -2.39 | 6.52 | -5.14 | -11.44 | | | | | | | | -9.42 |

RC2 NAV (SEK)

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 2009 | | | | | | 99.74 | 99.98 | 101.12 | 101.68 | 96.94 | 102.10 | 107.07 |
| 2010 | 111.07 | 108.57 | 115.69 | 109.78 | 97.28 | | | | | | | |

RC2 Avkastning %⁴

| År | Jan | Feb | Mar | Apr | Maj | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec | Totalt |
|------|------|-------|------|-------|--------|-------|------|------|------|-------|------|------|--------|
| 2009 | | | | | | -0.26 | 0.24 | 1.14 | 0.55 | -4.66 | 5.32 | 4.87 | +7.07 |
| 2010 | 3.74 | -2.25 | 6.56 | -5.11 | -11.39 | | | | | | | | -9.14 |

4) Efter fast och prestationsbaserat arvode

| Riskmätt | Exponering | Största aktieinnehav (% av totalt aktieinnehav) |
|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|
| Value at Risk, % ¹ | 3.49 Lång | 72.2% Fresenius SE 9.7% |
| Standardavvikelse, % ^{2,3} | 19.87 Kort | 33.1% Synthes Inc 8.2% |
| Sharpe kvot ^{2,3} | 0.39 Brutto | 105.3% Grifols S.A. 8.0% |
| | Netto | 39.2% Shire Plc 6.3% |
| | Netto (just. för fondinflöde i juni) | 35.5% Gilead Sciences Inc 6.2% |

1) För innehav per den 31 maj. 2) Från start till den 27 maj.

3) Standardavvikelse och Sharpe kvot annualiserade.

Fund characteristics

- Target annual returns in excess of 15% (before fees) with a volatility below the stock market
- Long-term investment horizon but active trading around holdings
- Roughly equal allocation to small-, mid- and large-cap companies
- Typically 60–70 positions out of a 500 company universe
- Portfolio company size > USD 200 million
- Cash flow positive companies are predominant

Key Data

| | |
|--------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| • Base currency: | EUR |
| • Subscription/redemption frequency: | Monthly (T-3) |
| • Share classes: | (R) Retail class / (I) Institutional class |
| • Minimum initial investment: | RC1 = SEK 250 000 RC2 = SEK 2 500 000 IC1 = EUR 250 000 |
| • Minimum top-up investment: | No minimum |
| • Management fee: | RC1 = 2 %, RC2 = 1,5 %, IC1 = 1,5 % |
| • Benchmark: | Euribor 90D |
| • Performance fee (quarterly): | 20 % (high water mark) |
| • Soft close: | EUR 500m |
| • Hard close: | EUR 1bn |
| • Dividends: | R = Only capitalization I = Capitalization + Distribution |
| • Legal Structure: | Open-ended FCP (Fonds Commun de Placement) under Part II of the Luxembourg Law on Investment Funds (20 Dec, 2002) |
| • Fund Management Company: | SEB Fund Services S.A. |
| • Fund Promotor (Sponsor): | SEB Fund Services S.A. |
| • Investment Manager: | Rhenman & Partners Asset Management AB |
| • Placement and Distribution Agent: | Rhenman & Partners Asset Management AB |
| • Custodian Bank and Paying Agent: | Skandinaviska Enskilda Banken S.A. |
| • Prime Broker: | Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) |
| • External Auditor: | PricewaterhouseCoopers (PwC) |
| • Swedish registration: | Yes (since November 5, 2009) |
| • ISIN: | RC1 = LU0417597712, RC2 = LU0417590817, IC1 = LU0417598108 |
| • Bloomberg ticker: | RC1 = RHLSRC1 LX, RC2 = RHLSRC2 LX, IC1 = RHLEIC1 LX |
| • Lipper Reuters ticker: | RC1 = 68014067, RC2 = 68015239, IC1 = 65147588 |
| • Telekurs ticker: | RC1 = 10239523, RC2 = 10239528, IC1 = 10034579 |

This material has been prepared for professional investors. Rhenman & Partners Asset Management AB (Rhenman & Partners) when preparing this report has not taken into account any one customer's particular investment objectives, financial resources or other relevant circumstances and the opinions and recommendations herein are not intended to represent recommendations of particular investments to particular customers. All securities' transactions involve risks, which include (among others) the risk of adverse or unanticipated market, financial or political developments and, in international transactions, currency risk. Due care and attention has been used in the preparation of this forecast information. However, actual results may vary from their forecasts, and any variation may be materially positive or negative. Forecasts, by their very nature, are subject to uncertainty and contingencies, many of which are outside the control of Rhenman & Partners. Rhenman & Partners cannot guarantee that the information contained herein is without fault or entirely accurate. The information in this material is based on sources that Rhenman & Partners believes to be reliable. Rhenman & Partners can however not guarantee that all information is correct. Furthermore, information and opinions may change without notice. Rhenman & Partners is under no obligation to make amendments or changes to this publication if errors are found or opinions or information change. Rhenman & Partners accepts no responsibility for the accuracy of its sources. Rhenman & Partners is the owner of all works of authorship including, but not limited to, all design, text, sound recordings, images and trademarks in this material unless otherwise explicitly stated. The use of Rhenman & Partners' material, works or trademarks is forbidden without written consent except were otherwise expressly stated. Furthermore, it is prohibited to publish material made or gathered by Rhenman & Partners without written consent.