

I dagens (17/10-2011) Svenska Dagbladet ställs ett antal öppna frågor till Investors vd Börje Ekholm. Hänvisningar till var svaren går att finna i Investors redovisning och ytterligare svar ges nedan.

”Jag har några frågor om Investor som det vore roligt om du hade tid att svara på. Den nya strategin som du och styrelsen sjösatte i april är nämligen inte helt glasklar. För att göra det enkelt tar jag de viktigaste frågorna först och listar dem i punktform.”

Svar från Investor: Under 2010 lade vi till två operativa dotterföretag (Aleris och Mölnlycke Health Care) som över tid kommer kunna generera ett betydande löpande kassaflöde till Investor. I och med att denna viktiga milstolpe var passerad så var det lämpligt att se över och förtydliga vårt fokus på att från en långsiktig ägarhorisont utveckla våra Kärninvesteringar. Det var ett förtydligande av befintlig strategin, inte en ny. Däremot gjorde detta att vi kunde förenkla vår organisation och reducera kostnaderna, cirka en tredjedel av personalen kommer att lämna Investor till följd av detta.

Fråga från SvD: ” För att börja från början så förstår jag inte riktigt det mål som ägarna satt upp för Investor. Så här står det på er hemsida: Vårt mål är att generera en totalavkastning, aktiekursutveckling inklusive återlagd utdelning, till aktieägarna som överstiger marknadens avkastningskrav över en konjunkturcykel. Marknadens avkastningskrav definieras som: riskfria räntan (genomsnittlig ränta för 10-årig statsobligation) plus en riskpremie.

Det blir svårt att hänga med eftersom jag inte får några exakta uppgifter om vilka siffror jag ska använda. Till exempel undrar jag, hur lång är en konjunkturcykel? Vilket avkastningskrav anser du att marknaden har eller vilken riskpremie ska användas på Investors aktie? Det skulle underlätta om ni angav en exakt avkastning som mål. Annars finns det ju en risk för att mina förväntningar på Investor är antingen för låga eller för höga. Nu tvingas jag jämföra Investors aktie med till exempel borsindex för att få ett hum om hur det går. Det senaste tio åren har Stockholmsbörsen stigit 36 procent medan Investor bara stigit 15, och det ser ju inte roligt ut.

Svar från Investor: Investors substansvärde (inklusive återlagd utdelning) har stigit med 63 procent under de senaste tio åren (per 30/6 som är våra senaste offentliggjorda siffror på substansvärdet). Eftersom vi är långsiktiga investerare har vi valt 10-årig statsobligation som riskfri ränta. Aktiemarknadens riskpremium varierar. Vi har valt 4,5 procent eftersom den långsiktigt varierat mellan 4 och 5 procent. Historiskt har längden på konjunkturcykler varierat och det är inte lätt att låsa sig vid en tidsperiod. Vi har istället valt att i årsredovisningen (se utdrag nedan) visa hur vi nått våra mål över olika tidsperioder. Där finns även en jämförelse med börsen för att ge ytterligare en möjlighet för våra aktieägare att utvärdera vår avkastning. Över längre tidsperioder ska den avkastning som börsen ger vara en god indikation på marknadens avkastningskrav.

Mål

Att generera en totalavkastning (aktiekursutveckling inklusive återlagd utdelning) till aktieägarna som överstiger marknadens avkastningskrav över en konjunkturcykel. Marknadens avkastningskrav definieras som: riskfri ränta (genomsnittlig ränta för 10-årig statsobligation) plus en riskpremie.

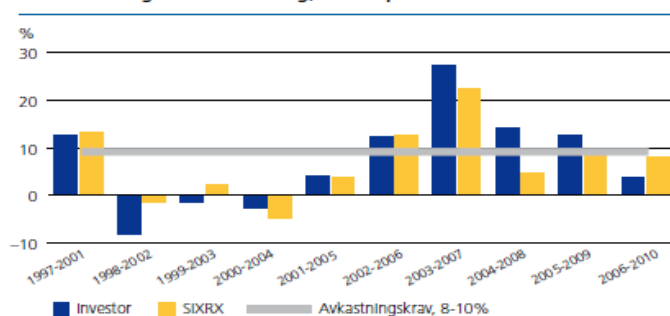
Måluppföljning 2010

Totalavkastning till aktieägarna var 11 procent för 2010, vilket är högre än vårt avkastningskrav. Vår avkastning har även överträffat avkastningskravet på 15 och 20 års sikt, men inte mätt över de senaste fem och tio åren.

Utveckling totalavkastning						
År	Risikfri ränta, % ¹⁾	Riskpremie, %	Avkastningskrav, %	Investors, totalavkastning, %	SIXRX, Totalavkastningsindex, % ²⁾	
1	2,9	4,5	7,4	11,4	26,7	
5	3,6	4,5	8,1	3,8	8,0	
10	4,2	4,5	8,7	3,9	5,9	
15	4,7	4,5	9,2	11,3	12,1	
20	6,2	4,5	10,7	13,7	13,4	

1) Riskfri ränta = genomsnittsränta på 10-årig statsobligation.
2) Genomsnittlig årlig avkastning.

Genomsnittlig totalavkastning, femårsperioder



Fråga från SvD: "Även er utdelningspolitik skapar en hel del huvudbry. Historiskt sett har utdelningar för varje år blivit större och aktieägarna har också fått ett par extrautdelningar. Men hur mycket kommer Investor trots allt att dela ut framöver. Jag citerar:

Vår utdelningspolicy innebär att en hög andel av mottagna utdelningar från Kärninvesteringar vidareutdelas samt att en distribution sker till aktieägarna från övriga nettotillgångar som motsvarar en direktavkastning i linje med aktiemarknaden. Målsättningen är att åstadkomma en utdelning med jämn tillväxt över tiden.

Vad är en hög andel? Är det hälften av de utdelningar Investor får av sina bolag eller är det 90 procent?"

Svar från Investor: Utdelningspolicyen antogs av styrelsen 2007 och reflekterar vår mix av noterade bolag och onoterade tillgångar. Styrelsen önskade tydliggöra att aktieägarna ska ha en utdelning från båda tillgångsslagen. Om vi bara räknar vår utdelning som andel av mottagna utdelningar från noterade kärninvesteringar har snittet varit 113 procent sedan 2007. Dessa siffror finns löpande redogjorda för i våra årsredovisningar och ges dessutom för de senaste tio åren innan (10 år i sammandrag på sid 138 – se utdrag nedan).

	2001	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2006	2007	2008	2009	2010
Vidareutdelningsandel i %	179	150	104	110	124	121	115	80	130	120 ²⁾

Marknadens yield är en uppgift som finns att tillgå från börserna och vad värdet är på våra övriga nettotillgångar (dvs. totalt NAV minus värdet på Kärninvesteringar) rapporterar vi varje kvartal. Sammantaget gör detta att vår utdelningspolicy ger en god indikation på vad utdelning blir varje år.

Av hävd föreslår de flesta svenska bolag utdelningen i januari varje år. Styrelsen föreslår då utdelningens storlek men ser också över utdelningspolicyen. Beslut tas sedan av Årsstämman. Vad utdelningen blir för 2011 föreslås av styrelsen i samband med Q4:an och beslutas på Årsstämman 2012.

Fråga från SvD: "I våras lade ni ned tradingen, flyttade ut de mindre onoterade innehaven IGC i vad som bara kan tolkas som en malpåse. Samtidigt lades de bolag som Investor inte äger helt själva, som 3, Lindorff och Gambro, i en portfölj som döptes till finansiella investeringar. Till sist uppgraderades Grand Hôtel till kärninnehav tillsammans med Mölnlycke och Aleris. Rimmar inte förändringarna illa med dina ambitioner som nytillträdd vd 2005? Då förklarade du att en stor del av Investors framtida vinster skulle komma från en mer riskkapitalaktig affärsmodell med snabbare värdeskapande. Eftersom de nyligen genomförda förändringarna går stick i stäv med den tidigare strategin samtidigt som det saknas vägledning runt en ny, undrar jag kring vilken framtida inriktning Investor ska segla i. Till exempel hoppas och gissar jag att de finansiella investeringarna nu är Investors motsvarighet till min långa lista av dammiga prylar som stått i garaget allt för länge men som nu ska säljas på Blocket. Sedan gissar jag att Aleris och Mölnlycke kan bli riktiga kassakor på sikt. Men hur Grand Hôtel, som nu också är ett kärninnehav, ska kunna växa i anabol steroidtakt för att kunna göra något som helst avtryck i Investor förstår jag inte. Snälla! Förklara strategin lite närmare och hjälp mig att göra rätt antaganden om hur Investor ska tjäna pengar framöver.

Svar från Investor:

- Vi har aldrig haft en strategi som innebär att vi "köper för att sälja", d v s att vi har ett ägande med en tidshorisont som typiskt återfinns inom Private-Equity. Vi har visserligen använt skulder som en finansieringskälla i våra onoterade investeringar, men vi har också valt att söka minska skuldsättningen i takt med att bolagen genererat kassaflöde. Vi har dock ägande i den typen av verksamheter (IGC & EQT), men vår ägarhorisont i dessa verksamheter är långsiktigt. I vårt DNA ligger att fokusera på varje enskilt innehav och med en lång innehavshorisont aktivt bidra till att bolagen utvecklas bättre än konkurrenterna. I vår modell ligger att alla innehav är viktiga. Vi jobbar hårt och enträget med vart och en av dem för att bidra till deras utveckling.

- Uppdelningen i Kärninvesteringar och Finansiella investeringar gjordes för att tydliggöra vårt fokus på Kärninvesteringarna. I Finansiella investeringar lades de innehav som vi äger tillsammans med en partner, där vi själva inte kan kontrollera ägarhorisonten, samt de verksamheter som "köper innehav för att sälja", d v s EQT och Investor Growth Capital.
- Tradingen lades ner eftersom den blivit för stor och att vi bedömer att vi får bättre avkastning att investera kapitalet som tradingen band i våra Kärninvesteringar. Vi kommer nu ha en tradingavdelning med bara 1/10 av mandatet som tidigare trading hade. De kommer fokusera på att hanteraaffärer vi gör inom Kärninvesteringarna och se till att vi får information om vad som rör sig på marknaden.
- Investor Growth Capital är självständigt och kommer vidareutveckla och jobba vidare på det starka track record som det har sedan strategiomläggningen 2003 (över 20 procents avkastning i snitt per år). Inga av våra innehav ligger i någon "malpåse". Vi jobbar målinriktat på att utveckla alla våra bolag och vi utgår ifrån samma modell för aktivt ägande som vi använder inom våra Kärninvesteringar.
- En av ambitionerna över de senaste åren har varit att skapa ett eget kontrollerat kassaflöde för Investor genom att heläga industriella verksamheter. Under 2010 nådde vi detta mål genom tilläggen av Mölnlycke Health Care och Aleris. Den strategiuppdatering vi gjorde i våras innebar således bara ett tydliggörande att våra Kärninvesteringar, där vi har en långsiktig ägarhorisont, inkluderar även de helägda dotterbolagen. Framgången i vår verksamhet handlar om, och har alltid handlat om, vår förmåga att utveckla våra bolag till att behålla eller bli ledande i sin industri. Under den senaste 10-årsperioden har 5 av 7 noterade Kärninvesteringar (de 7 som funnits i vår portfölj sedan dess) slagit sina konkurrenter i termer av totalavkastning. Vi ska jobba hårt framöver för att öka den kvoten och se till att våra bolag stärker sina ställningar. Då skapar vi också den avkastning som gör att vi kan slå vårt avkastningsmål.

Fråga från SvD: *"Genom åren har Investor ändrat redovisningssätt för flera av innehaven. För den som inte följt utvecklingen av bland andra 3, Gambro och IGC är det svårt att avgöra om det är bra affärer eller inte. Till exempel framgår inte att Gambro köptes på våren 2006 för 38 miljarder kronor tillsammans med EQT. Det framgår inte heller att ni sålt delar av Gambro under åren för sammanlagt 23 miljarder kronor. Är det så att den resterande delen av Gambro måste säljas för minst 15 miljarder för att affären ska gå jämt upp? Utan hänsyn tagen till de fem års avkastningskrav som egentligen ska lägga på kalkylen? På samma sätt måste jag gräva mig tillbaka i ert ägande av 3. Tyvärr verkar avkastningen på den investeringen vara lika dålig som den i Gambro. Jag undrar förstås om jag räknat rätt?"*

Svar från Investor: Vi har haft samma redovisningssätt sedan IFRS introducerades i redovisningen 2005. I varje kvartalsrapport värderas de onoterade bolagen, exklusive EQT och Investor Growth Capital, enligt Kapitalandelsmetoden, d v s till vår andel av bolagens egna kapital. Det betyder alltså att vi redovisat värdet av exempelvis Gambro och 3 på samma sätt i 6 års tid. I varje kvartalspresentation sedan 2007 (och dessutom senaste kvartalen även i delårsrapporterna) har vi visat vad vår initiala investering är i de onoterade innehaven såsom Gambro och 3. Därtill redovisar vi naturligtvis marknadsvärdet. EQT och Investor Growth Capital värderas via Multipel- eller Tredjepartsvärdering vad gäller deras onoterade innehav och senaste börskurs för de noterade innehav. Redovisningsprinciperna för Investors innehav står att läsa i varje kvartalsrapport och årsredovisning.

- De 38 Mdr kronor du hänvisar till är det totala utköpsvärdet av Gambro 2006. Finansieringen av detta delades mellan Investor, EQT och en betydande extern banklånefinansiering. Av våra kvartalsrapporter framgår att vår andel av investeringen på totalt 38 Mdr kronor var 4,2 Mdr kronor. Värdet på vårt ägande i Gambro per den sista juni var 5,4 Mdr kronor (att jämföra med vår investering om 4,2 Mdr kronor), vilket framgår av vår kvartalsrapport. Vid utköpet av Gambro frigjorde vi dessutom 2,8 Mdr kronor eftersom vi sedan tidigare var delägare i bolaget. Genom att bolaget ökade sin belåning i samband med utköpet så kunde vi öka vår ägarandel, samtidigt som vi fick frigjorde kapital.

- Av Q2 rapporten framgår att vi investerat totalt 6,4 Mdr kronor i 3 Skandinavien. Värdet på innehavet var 900 Mkr per det andra kvartalet. Att bygga ut en nationell infrastruktur (Sverige & Danmark) för mobil kommunikation är en mycket stor investering som tar lång tid. Med vår redovisningsprincip (Kapitalandelsmetoden) så leder stora investeringar, och därmed stora avskrivningar, till ett minskande eget kapital, och alltså ett successivt sjunkade värde under investeringsfasen. Tidigare i år ändrade 3 sin redovisning för att anpassa den till de Nordiska konkurrenterna – detta för att lättare kunna jämföra utvecklingen dem emellan. Ändringen innebar att vårt rapporterade värde gick ned på 3 Skandinavien, men att nyckeltalet EBITDA under en period tillfället påverkas positivt. Detta beskrevs i vår kvartalsrapport för det andra kvartalet. För att vara tydliga med detta så redovisar vi såväl Omsättning som EBTIDA enligt såväl den ny som gamla metoden.
- Dessutom ger vi nyckeltal på kvartalsbasis för alla våra onoterade investeringar så att de som vill kan bilda sig en egen uppfattning om värdet på bolagen genom att titta på jämförbara bolag som är börsnoterade. Detta gör exempelvis de cirka 15 analytiker och mäklarfirmor som löpande analyserar och värderar Investor och våra innehav.

Som alltid är det svårt att bedöma exakt hur en investering blir förrän den dagen bolaget säljs eller när det finns ett löpande kassaflöde som kan värderas utifrån en DCF analys. Sådan är realiteten för ett investeringsbolag som Investor.