

# HQ+

ETT MÅNADSMAGASIN FRÅN HQ PRIVATE BANKING

FEBRUARI 2007

## FOKUS PÅ PRIVATE EQUITY



### RATOS

ARNE KARLSSON  
— KUNG PÅ PRIVATE EQUITY

NORDEA SATSAR I POLEN

SVENSK HYPOTEKSPENSION  
GÖR NÅGOT SOM INGEN  
ANNAN GÖR



## FOOD FOR THOUGHT

Pengar kan inte köpa dig vänner,  
men de gör dina fiender betydligt  
hövligare.

Källa: Okänd

### Viktig information

Denna publikation är utgiven av HQ Bank AB (HQ). Den information - antaganden, uppfattningar, värderingar, rekommendationer etc. - som anges i publikationen är framtagen av HQ och speglar HQs bedömning vid tidpunkten för publiceringen och kan komma att förändras över tiden.

Informationen i denna publikation är baserad på källor som av HQ bedömts vara tillförlitliga. HQ svarar dock inte på något sätt (vare sig uttryckligen eller underförstått) för riktigheten, tillförlitligheten eller fullständigheten av nämnda information. HQ, inklusive styrelse och personal, fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det vara må som grundar sig på användandet av information i publikationen.

Informationen i denna publikation tar inte hänsyn till någon specifik mottagares särskilda investeringsmål, ekonomiska situation eller behov. Informationen är inte att betrakta som en personlig rekommendation eller ett investeringsråd. Adekvat och professionell rådgivning skall alltid inhämtas innan några investeringsbeslut fattas och varje sådant investeringsbeslut fattas självständigt av kunden och på dennes eget ansvar. Investeringar i finansiella instrument är förknippade med risk och en investering kan både öka och minska i värde eller komma att bli värdelös. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.

Informationen i denna publikation riktar sig uteslutande till HQs kunder i Sverige och är således inte riktad till någon person eller företag i USA, Kanada, Japan eller Australien eller i något annat land där publicering eller tillgängliggörande av materialet är förbjudet eller tillåtligheten därav på något sätt begränsad. Det åligger personer som tagit del av denna publikation att själva informera sig om och iaktta dessa regler.

HQ bedriver värdepappersrörelse och står under Finansinspektionens tillsyn. Verksamheten omfattar bl.a. handel med finansiella instrument för egen räkning och garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp och försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets (s.k. corporate finance-verksamhet). Detta innebär att HQ kan vid tidpunkten för utgivandet av denna publikation och därefter ha innehav i - och utföra uppdrag åt emittenter av - i finansiella instrument som berörs i denna publikation.

Mångfaldigande eller spridning av denna publikation - samt av hela eller delar av dess innehåll - får inte i något fall ske utan HQs skriftliga medgivande.

Ansvarig utgivare: Mikael Köning

Chefredaktör: Tore Davegårdh

Tryck: Elanders Gummessons AB

HQ Bank AB

Stockholm

Tel: 08 696 17 00

Göteborg

Tel: 031 701 66 00

Malmö

Tel: 040 665 53 00

Norrköping

Tel: 011 36 12 00

Halmstad

Tel: 035 27 11 82

Visby

Tel: 0498 24 92 28

# INNEHÅLL

LEDARE	3
SMITTA AV DINA FÅMANSFÖRETAGS- AKTIER	4
BRA RESULTAT I PORTFÖLJERNA – HQ PENSION FONDFÖRSÄKRING	4
NY STOPPLAG INOM PENSIONSOMRÅDET	4
<b>FOKUS PÅ PRIVATE EQUITY</b>	
SVENSK HYPOTEKSPENSION: "VI GÖR MÄNNISKOR GLADA"	5
MÖTESPLATSEN	6
VILL DU INVESTERA I PRIVATE EQUITY?	6
BEHÖVER DU MER KAPITAL I DITT FÖRE- TAG? – ELLER VILL DU RENT AV SÄLJA?	6
EN HANDBOK I GENERATIONSSKIFTE	7
KUNG PÅ ONOTERAT	8
PRIVATE EQUITY – BRA AVKASTNING MEN HÖG RISK	10
AP-FOND FINANSIERAR GENERATIONSSKIFTEN	11
KINA & RYSSLAND HANDLAR SOM ALDRIG FÖRR	12
NORDEA SATSAR PÅ POLEN	14
I GODA HÄNDER	16
UPPÅT FÖR BYGGBRANSCHEN	18
RESAN HAR BARA BÖRJAT	20
KRÖNIKA: JAKTEN PÅ RABATTEN	22

# Leka doktor



Tomas Linnala har, utöver Dagens Industri, varit anställd som strateg vid SEB Enskilda Banken. Tomas har också erfarenheter från nyhetsbyråerna Reuters och Direkt.

tomas.linnala@hq.se

**“Men du andas väl däremellan?”**

**E**tt av vårens teman på börsen blir de starka balansräkningar. Olika bedömningar pekar mot att utdelningar, inlösen och återköp av aktier kan landa på 200 miljarder kronor i år. Det motsvarar en direktavkastning på 4,5 procent, vilket rimligen måste ses som attraktiva nivåer.

Bolagsstämmor är sällan muntra tillställningar men den Astra höll våren 1998 var ett lysande undantag. Jag arbetade då som läkemedelsreporter och såg väl inte fram emot det väntade maratonmötet innan pressen fick möta företagsledningen.

När den allmänna frågestunden startade kom en drös mer eller mindre irrelevanta frågor, åsikter och meningslöst bludder. Timmarna gick och många skruvade på sig besvärat. Men då ställde sig en herre upp och förklarade att Astra borde ha ett trestavigt namn eftersom det klingar så mycket bättre, och nämnde Electrolux som exempel. En viss munterhet spred sig som snart skulle övergå i rena komedin.

Påfallande många frågade om sina egna mediciner. Visserligen var VD Håkan Mogren doktor, men bara teknologie – inte medicine. Gång på gång, inför den mångtusenhövdade skaran, fick han förklara att frågeställaren måste konsultera sin egen läkare.

Men till slut kunde inte ordföranden Bo Berggren låta bli att fuska på området som läkare.

En talare hade en lång utläggning om sitt hälsotillstånd som utmynnade i kritik mot astmapreparat Pulmicort. Efter att ha berättat hur han tog ett djupt andetag i inhalatorn på morgonen och ett lika djupt på kvällen – utan effekt – frågade Bo Berggren: – Men du andas väl däremellan?

## Mogna företags privilegium

Ett år senare hade Astra fusionerats med Zeneca och många djupa andetag och suckar har passerat sedan dess. Aktien sticker inte ut i det högre utdelningsintervallet men å andra sidan har bolaget varit flitig återköpare av egna aktier. Enbart i fjol återköpte AstraZeneca aktier för 29 miljarder kronor. Eventuellt blir det lite mindre av den varan framöver när ledningen anammat en strategi för att köpa in fler projekt i sen fas.

Men utdelningar, återköp och inlösen är oftast de mogna företags privilegium. Det krävs mycket slit och arbete för att komma till stadiet när ägarna får skörda frukterna av sitt risktagande. I det här numret av HQ+ (sidan 5-12) har vi valt att lägga extra vikt på det tidiga byggandet av företag, både ur grundarens och investerarens perspektiv.

Andra godbitar är en intervju med Nordeas avgående VD Lars G Nordström samt en redogörelse för HQ:s olika fonder och portföljer under fjolåret. Den senare kan verka lite skrytsam men som framgår gjorde våra förvaltare ett mycket bra jobb. ☉

# Smitta av dina fåmansföretagsaktier

Den som är verksam i ett fåmansaktiebolag där verksamheten har genererat stora beskattade vinstmedel under flera år kommer att drabbas av stora skatteavbränningar vid uttag av kapital – det vet alla. Frågan är: Kan man göra något åt det?

Som mest kan uttag från bolaget beskattas med upp till 58 procent. Detta innebär att delägaren inte kan disponera de uppbyggda vinsterna utan att skatta bort avsevärd del av uttaget.

Den höga beskattningen beror på att delägaren eller någon närstående är verksam i det framgångsrika bolaget. I 3:12-reglerna kallas aktier som verksamma delägare äger kvalificerade aktier. Fåmansdelägare med kvalificerade aktier sitter således i en knipa – bolaget ger höga vinster beroende på deras insats men om dessa vinster ska tas ut försvinner det mesta i skatt. Finns det då ingen lösning på problemet? Jo, det finns ett sätt att omvandla kvalificerade aktier till okvalificerade. Ägare till okvalificerade aktier i onoterade bolag beskattas endast med 25 procent både för utdelningar och kapitalvinster.

Ett villkor för att kvalificerade aktier skall ”avsmittas” och bli okvalificerade aktier är att delägare och deras närstående inte är

verksamma i bolaget under minst en femårsperiod. Om en delägare upphör att vara verksam under 2007 kommer aktierna att betraktas som okvalificerade först under 2013. Men om delägaren fortfarande vill arbeta i verksamheten som ger en god avkastning, hur gör man då?

Den verksamhet som bedrivs kan då flyttas till ett nybildat bolag utan skattekonsekvenser.

I det gamla bolaget kan det beskattade kapitalet förvaltas under femårsperioden för att sedan kunna tas ut till 25 procent skatt.

Det är oerhört viktigt att delägarna i detta bolag verkligen är passiva under hela femårsperioden. Det är upp till aktieägaren att bevisa för Skatteverket att han inte varit verksam, vilket ibland kan vara svårt. Ett sätt att kunna bevisa sin passivitet är att låta kapitalet förvaltas diskretionärt under perioden.

Tänk på att varje fall är unikt och att man alltid måste utreda dina specifika omständigheter innan du genomför transaktioner som syftar till att smitta av aktierna. Kontakta oss gärna för en första analys. ☺



Mats Douhan – Finansiell Planerare

## Bra resultat i portföljerna – HQ Pension Fondförsäkring

HQ Pension erbjuder sedan drygt ett år tillbaka en fondförsäkringstjänst i samarbete med Danica Fondförsäkring. Upplägget baseras på ett unikt fondtorg som består av ca 50 fonder från ett 10-tal olika fondförvaltare (där HQ Fonder är en av flera). Fondurvalet uppdateras löpande av Strategi & Allokeringsteamet på HQ i enlighet med hur man bedömer marknadsutveckling och olika förvaltares förmåga att leverera god avkastning.

Den som väljer HQs fondförsäkring och själv inte hinner med eller är intresserad av att aktivt göra fondvalen erbjuder vi en portföljförvaltningstjänst. Fyra portföljer finns att välja mellan. Varje portfölj består av 10-talet fonder.

Portfölj ”Försiktig” ligger med en större andel placerat i

HQ Solid (hedgefond med bättre avkastning än likviditetsfond, men ändå till låg risk).

”Balanserad” innehåller en större andel aktiefonder, osv. Portföljerna jämförs mot ett utvalt index, som är sammansatt för att spegla risknivån i portföljen. Portföljerna består av både svenska och utländska fonder. Samtliga portföljer har under året överträffat sina jämförelseindex med råge. ☺

	VÄRDEÖKNING % 2006	INDEX %
Försiktig	11,8	5,35
Balanserad	13,5	7,33
Offensiv	16,8	7,12
Aggressiv	13,3	5,77

## Ny stopplag inom pensionsområdet

Regeringen har beslutat att införa en stopplag på pensionsområdet som drabbar de förmånliga kapitalpensionsförsäkringarna. Inga nya kapitalpensionsförsäkringar kan längre tecknas, men de som redan finns påverkas inte av beslutet.

Dessutom får inte heller pensions- eller tjänstepensionsförsäkringar som tecknats till och med 1 februari i år flyttas till något annat försäkringsbolag. Beslutet är överraskande och negativt för pensionspararna. Det går stick i stäv med branschens egen ambition att stimulera konkurrensen. Den stoppade flytträtten är dock enligt finansminister Anders Borg av temporär art, men hur länge stoppet kommer att gälla vet vi inte i nuläget.

På den positiva sidan har det nu blivit möjligt att teckna avdragsgilla pensions- och tjänstepensionsförsäkringar i utlandet. Enligt lagförslaget ska sådana pensionsinbetalningar bli avdragsgilla på samma sätt som premier till svenska pensionsförsäkringar, men

utländska försäkringsbolag måste då skicka kontrolluppgifter till Skatteverket.

De nya reglerna är en reaktion på en färsk EU-dom inom området, det sk Danmarks-målet.

HQs pensionsspecialister tycker att det är tråkigt att konkurrensen på pensionsområdet försämras genom beslutet, men räknar ändå med att flytträtten så småningom kommer tillbaka. ☺

Välkommen att kontakta HQ Pension och diskutera vår fondförsäkring och/eller vår portföljtjänst:  
08-696 2080 (Stockholm), 031-701 66 00 (Göteborg),  
040-665 53 00 (Malmö).  
Eller via e-post: pension@hq.se

# “Vi gör människor glada”

Svensk Hypotekspension gör något som ingen annan gör i norra Europa: lånar ut pengar till äldre människor utan tidsbegränsning och lämnar samtidigt ”skuldfrigaranti” på lånet.

Det bygger på en finansieringsmodell som funnits i USA i 30 år. Med hjälp av HQs Mötesplatsen har Lennart Grabe och Erik Åsbrink ökat kapitalet i bolaget för att inte behöva slå av på tillväxten.

TEXT: TOMAS LINNALA

– Vi behövde mer kapital för att kunna expandera verksamheten. Vi kom då i kontakt med Mötesplatsen, som jag tycker är en genial idé, säger bolagets VD Lennart Grabe, tidigare chef för Posten.

– Det blev en stor framgång för både Svensk Hypotekspension och Mötesplatsen, säger Johan Ahldin, ansvarig för HQs Entreprenörstjänst som arrangerar det investerarnätverk som går under namnet Mötesplatsen.

Genom Mötesplatsen ordnade HQ en träff mellan företagsledningen och en handfull intresserade investerare. Gensvaret var så stort att Hypotekspension kunnat ta in långt mer kapital än vad de behöver i nuläget.

– Om vi i framtiden väljer att gå utanför Sverige kommer vi kanske behöva ta in mer kapital, konstaterar styrelseordföranden Erik Åsbrink, tidigare bl.a. finansminister.

Svensk Hypotekspension vänder sig till äldre människor som ofta har lågt belånade fastigheter eller bostadsrättslägenheter men brist på kontanta medel. Mardrömmen för många av dem är att behöva sälja sin bostad och flytta bara för att de saknar kontanter vid tillfälliga kostnader. Till skillnad från bankerna erbjuder Hypotekspension ett lån som löper under låntagarens hela livstid och garanterar att låntagaren blir skuldfri. Hypotekspension tar hela risken om huspriserna utvecklas sämre än skuldens tillväxt.

– Det är totalt riskfritt för kunderna. De ska kunna ta ett lån och aldrig behöva bekymra sig, vi kallar det skuldfrigaranti, säger Lennart Grabe. Vi tar hela risken om huspriserna utvecklas sämre än skulden. Egentligen har vi ingen konkurrent. Alla andra produkter är tidsbegränsade på något sätt, påpekar han.

Verksamheten bygger på noggranna statistiska beräkningar och ett balanserat risktagande. Historien visar att huspriser över tiden följer inflationen rätt väl, men modellen måste tåla en sämre

utveckling än så. I stället för att amortera och betala räntor på lånet räknas skulden upp, men aldrig så mycket att låntagaren kommer att bli skyldig Hypotekspension mer pengar än vad bostaden är värd.

Arbetet med bolaget började 2004. En släkting hade blivit illa behandlad av sin bank och Lennart Grabe satte sig ned och började räkna på förutsättningarna. Ett år ägnades åt utredningar av lagrum och statistik kring befolkningens medellivslängd och husprisernas utveckling för att komma fram till ett erbjudande som dels var förmånligt för låntagarna och dels inte riskerade verksamheten om bostadsmarknaden skulle skaka till. Hösten 2005 startade utlåningen.

– Vi måste ha en god finansiell uthållighet eftersom vi inte får betalt förrän lånen löses in om kanske 15 eller 20 år, säger Lennart Grabe.

I dagsläget har Svensk Hypotekspension en utlåning på cirka 350 Mkr och räknar med att nå cirka 1 miljard kronor senast 2008.

Hypotekspension vänder sig i princip bara till äldre människor, som ofta lämnat det yrkesverksamma livet bakom sig.

– Många gånger kommer barnen med sina föräldrar till oss. De blir av med ett dåligt samvete när de ser att deras föräldrar har det dåligt ställt, konstaterar Erik Åsbrink.

En del lånar till en utlandsresa, andra till nya tänder eller ny bil men Hypotekspension lägger sig inte i det.

– Vi ger människor frihet. Varken vi eller någon annan ger pekpinnar om vad de ska använda pengarna till, säger Erik Åsbrink. Han tillägger att deras kundmätningar visar att över 90 procent av kunderna säger sig vara mycket nöjda. Det rättfärdigar bolagets devis ”vi gör människor glada”. ☺



Genom Mötesplatsen ordnade HQ en träff mellan företagsledningen och en handfull intresserade investerare. Gensvaret var så stort att Hypotekspension kunnat ta in långt mer kapital än vad de behöver i nuläget.

# Mötesplatsen

HQ har byggt en funktion som vi kallar Mötesplatsen. Det är en plats, eller snarare en marknad, där entreprenörer och investeringsintresserade kapitalägare möts. Vi har under Mötesplatsens korta levnad märkt av ett stort intresse - och den fungerar.

Under de närmaste åren står vi inför stora förändringar i den svenska bolagsvärlden, ca 140 000 företag står inför ett generationsskifte. En stor del av dessa kommer att säljas medan andra kommer att vidareutvecklas av nästa generation.

– Genom Mötesplatsen har vi skapat en funktion för att kunna bistå våra kunder i alla de olika affärsituationer som kan uppstå, säger Johan Ahldin.

HQ har i sin kundbas många entreprenörer och andra kapitalägare som är intresserade av att investera i onoterade bolag.



private equity. Vi har ett starkt nätverk baserat på kapital- och kunskapsutbyte.

Lennart Grabe, VD för Svensk Hypotekspension, kallar Mötesplatsen rent av genial.

Tjänsten är genial i så måtto att den gör företagsaffärer enklare för parterna. HQ skapar mötena och Mötesplatsen är helt enkelt ett effektivt smörjmedel i dessa affärer. ☉

## Vill du investera i Private Equity?

Intresset för investeringar i onoterade tillgångar har ökat kraftigt bland privatpersoner. En hög avkastning lockar men det är viktigt att beakta hur en högre risk ska hanteras. Portföljstrategi, balanserad risk och professionell medverkan är faktorer som spelar en viktig roll när Du investerar i börsnoterade aktier. När det gäller investeringar i privata företag är dessa aspekter än viktigare.

HQ Private Banking hjälper Dig att hitta lösningar som minskar risken. Det kan ske genom att man, exempelvis på Mötesplatsen, delar investeringen med andra placerare. Det kan också handla om att åstadkomma en diversifiering genom att investera i företag som gör egna direktinvesteringar i onoterade tillgångar. Vi tror att intresset för investeringar i onoterade tillgångar på privatkundsmarkanden kommer att fortsätta öka men att det kommer att ställas större krav på att minska det enskilda risktagandet. Det är viktigt att ha ett traditionellt portföljtänkande även för onoterade investeringar, HQ Bank hjälper sina kunder med detta. Är du intresserad av att placera kapital i onoterade företag? Tveka inte att kontakta oss. Vi gör då tillsammans med dig en behovsanalys för att därefter lägga upp en bra strategi. ☉

## Behöver du mer kapital i ditt företag? – eller vill du rent av sälja?

HQ Private Banking har byggt upp speciell kompetens i syfte att göra dessa svåra beslut lite enklare. HQs Entreprenörstjänst bygger på att vi agerar projektledare för små och medelstora företag. Våra tjänster omfattar bl.a. företagsförsäljningar, förvärv, nya delägare och kapitalanskaffningar.

Men behövs de här specialfunktionerna? Svaret är entydigt ja, av flera olika orsaker.

Det är frågor som går utmärkt att tackla men som ställer särskilda krav på investeraren, säljaren och rådgivaren.

Ett vanligt sätt att komma i kontakt med onoterade investeringar är via vänner och affärsbekanta. Entreprenörstjänstmodell bygger istället på att nå ut till ett större nätverk och få tillgång till ett bredare urval än det egna nätverket. ☉

### SKIDUTHYRARE TOG HJÄLP AV HQ

I början av året köpte det börsnoterade rekreationsföretaget SkiStar bolaget Vemdalens Sportaffärer & Skiduthyrning AB. Affären förmedlades genom HQs Entreprenörstjänst.

Det köpta bolaget driver sportbutiker och skiduthyrningar i Vemdalskalet och Björnrike och omsatte 33 Mkr under det senaste verksamhetsåret.

Efter förvärvet driver SkiStar skiduthyrningar på alla sina fem destinationer: Sälen, Åre, Vemdalen, Trysil och Hemsedal.

– Vi blev kontaktade av säljarna som kände att tiden var mogen för att hitta en ny ägare till verksamheten, säger Pontus Mattsson. Skistar var den mest naturliga köparen och i ett samarbete mellan HQs Entreprenörstjänst och Finansiell Planering genomfördes planeringen och ägarskiftet.

TEXT: TOMAS LINNALA

# En handbok i generationsskifte



FOTO: STICKAN KENNE

Generationsskiftet i ett företag är ingen enkel sak. Det är en process som kräver många beslut och överväganden och det gäller att börja planeringen i mycket god tid, vare sig det handlar om att nästa generation ska ta över företaget eller nya ägare. Det säger Anders Ydstedt, som skrivit en handbok om ägarsskiften i familjeföretag.

Boken "Generation Ä, som i Ägarsskifte – så planerar familjeföretagen för framtiden" bygger på de erfarenheter som många företagare i olika branscher skaffat sig när de arbetat med generationsskiftet. Vanliga frågor och problem beskrivs och Anders Ydstedt ger goda råd om hur processen ska kunna ske på ett optimalt sett.

– Det kanske viktigaste rådet är att planera i god tid, säger han. Det var något som ofta återkom i de intervjuer han gjorde med olika företagare. Ett annat viktigt råd är att inte enbart förlita sig på sin revisor utan ta in fler rådgivare som ser på verksamheten med nya ögon.

Trots att det handlar om vitt skilda branscher och förutsättningar är det påfallande likartade problem och frågeställningar som företagen stod inför.

Anders Ydstedt är en av föreläsarna vid den seminarierie som HQ Bank arrangerar i vår tillsammans med Svenskt Näringsliv, Svenska Riskkapitalförbundet och Sjätte AP-fonden och där boken "Generation Ä, som i Ägarsskifte" ingår.

Anders Ydstedt är delägare i ett kommunikationskonsultföretag och har ett förflutet som kommunikationsstrateg vid Svenskt Näringsliv där han medverkade i arbetet med att få arvs- och gåvoskatten slopad. Boken kom till därför att han såg

ett behov av rådgivning i samband med att reglerna förändrades samtidigt som en stor grupp företagare nu närmar sig tidpunkten för generationsskifte.

När den förra regeringen till slut föll till föga för den massiva kritiken och avskaffade arvs- och gåvoskatten var syftet i första hand att underlätta generationsskiften i landets många små- och medelstora företag. Men effekten vitaliserade näringslivet långt mer än vad man hade väntat sig.

– Tanken var att slå vakt om det bestående men det vi nu ser är att förändringen leder till en omfattande förnyelse och en större marknad för företagsaffärer, säger Anders Ydstedt.

I stället för att bara konservera gamla strukturer genom att flytta över ägandet på nästa generation har många företagare fått upp ögonen för möjligheten att sälja sina företag och investera i nya verksamheter. Nya ägare med nya tankar kommer in i företagen och gamla företagare kommer in i nya företag med viktiga erfarenheter.

– Det händer mycket nu, den här marknaden för företagsaffärer håller på att lyfta och det finns många spännande möjligheter både för säljare och köpare. Säljare kan satsa på nästa företag eller bli affärsänglar och för köpare ökar tillgången till intressanta företag, säger Anders Ydstedt. ☉



Anders Ydstedt:  
**ATT TÄNKA PÅ INFÖR  
GENERATIONSSKIFTET**

- Förbered generationsskiftet i god tid
- Trimma företaget
- Var finns köparna?
- Ska barnen ta över?
- Skattefrågor för familjeföretaget
- Affärsråd vid extern försäljning
- Pension och försäkringar
- Vad är företaget värt?
- Vilka kan ge råd?
- Vad händer med mig?

# Kung på onoterat

I samband med att Arne Karlsson 1999 blev VD i investmentbolaget Ratos skiftade bolaget inriktning, från ett rent investmentbolag till en private equity-strategi. Sedan dess har aktien avkastat 33 procent per år till sina aktieägare.

TEXT: TORE DAVEGÅRDH



Ratos VD Arne Karlsson letar ständigt nya affärer.

- Jag har alltid ett anteckningsblock tillhands. Ser jag ett bolagsnamn jag inte känner till, på någon skylt eller på en byggnad, noterar jag namnet och kollar senare upp verksamheten.

**Avkastningen inom private equity i allmänhet, och för Ratos i synnerhet, har varit klart bättre än motsvarande på börsen de senaste tio åren. Har du någon bra förklaring till detta?**

- Börsbolagen är generellt mer genomanalyserade, vilket gör det svårare att hitta extra hög avkastning. Konkurrensen är helt enkelt tuffare.

I gengäld är beroendet av kvalificerade människor större inom private equity. En amerikansk undersökning ger vid handen att framgångsrika förvaltare inom private equity, i stor omfattning, fortsätter att leverera god avkastning år efter år. Förvaltare av börsnoterade aktiefonder visar inte alls samma mönster, det är vanligt att en fond som gått starkt ett år utvecklas svagt nästa och vice versa.

Ratos har också alltid uppfört sig anständigt, vilket långsiktigt skapat förtroende för oss som ägare. Det underlättar i en affärs-situation.

**Private equity har kommit på modet. Innebär det ökad konkurrens för er del?**

- På en tiogradig skala kanske konkurrensen ökat från två till fyra, men jag bedömer inte att det innebär några problem för oss att hitta bra investeringar. Venture capital-bolagen intresserar sig för mindre bolag medan de stora drakarna, som t.ex. EQT, har blivit så stora att de endast intresserar sig för väsentligt större affärer. Ratos ligger i mittfåran och där ser det fortsatt lovande ut.

Ett problem är dock att prisförväntningarna har skjutit i höjden. Det finns helt enkelt för mycket pengar. De låga räntorna medför lägre avkastningskrav och att bolag köps med högre belåning. Vi är försiktiga och missar hellre någon affär, än att vi riskerar trampa ned i någon vak.

**Hur gör ni för att finna lämpliga placeringar?**

- Vi gör kontinuerligt systematiska genomgångar av onoterade bolag via företagsdatabaser. Vi studerar börsbolagen och deras dotterbolag, men även statliga och kommunala bolag hamnar ofta under luppen och "screenas" mot våra krav.

Vi gör också helt osystematiska undersökningar. Hör vi talas om något intressant bolag gör vi en snabbkontroll. Jag har alltid ett anteckningsblock tillhands. Ser jag ett bolagsnamn jag inte känner till på någon skylt eller på en byggnad noterar jag namnet och kollar senare upp verksamheten.

Under 2006 studerade vi ca 200 potentiella investeringar. I 70 procent av fallen var vi ensamma på banan, vilket ger en indikation på konkurrensläget.

**Av dessa 200 – hur många affärer blev det?**

– Vi gjorde fyra nya investeringar under 2006, men vi har inte skrinlagt alla de övriga utan jobbar vidare med vissa av dem.

Något många inte uppmärksammar är att vi gör flera tilläggsaffärer i bolagen i den befintliga portföljen. Under förra året var de ca 25 stycken.

**Ni verkar inom många branscher. Har ni kapacitet i organisationen för att klara en bra tillväxt långsiktigt?**

– Vi undviker alla investeringar av Vencap-karaktär, dvs. bolag i tidiga och riskfyllda skeden av sin utveckling som t.ex. bioteknikbolag. Vi har byggt en mycket bra organisation med extremt duktiga människor, som har lång erfarenhet både industriellt och finansiellt. Flaskhalsen när det gäller tillväxt ligger på rekryteringssidan eftersom vi ställer så höga krav på nya medarbetare. Personligen är jag glad att jag redan är anställd. Mina meriter hade knappast räckt till för att få jobb på Ratos i dagsläget.

Tillväxten är ändå god, eftersom vi med bra affärer i ryggen kontinuerligt kan göra allt större investeringar.

**Stundtals får private equity-bolagen kritik för att ni köper in bra bolag billigt i kristider för att sedan prångla ut dem dyrt när marknaden är bättre. Hur reagerar du på den kritiken?**

– Den kan knappast bli mer felaktig, åtminstone vad beträffar Ratos. Faktiskt är det tvärtom. Vi har gjort en ordentlig analys av hur värdena genererats i våra bolag. Vi har under åren gjort 25 exits till ett värde av drygt 14 miljarder kr. De största värdena har uppstått genom industriell utveckling av bolagen – ökad omsättning och högre marginaler. Därutöver har en effektivare kapitalstruktur bidragit till värdeökningen. Våra bolag har i snitt sålts till 13 procent lägre p/e-tal än vad vi köpte in dem till, men värdeskapandet har överträffat den rabatten med råge. Avkastningen på våra försäljningar har sedan 1999 legat på 28 procent per år. Ratos som aktie har utvecklats ytterligare något starkare.

**“Utsikterna är fortsatt goda. Vi studerar de flesta sektorer, möjligen är tjänste- och servicebolag inom energi och råvarusektorn de mest intressanta framöver.”**

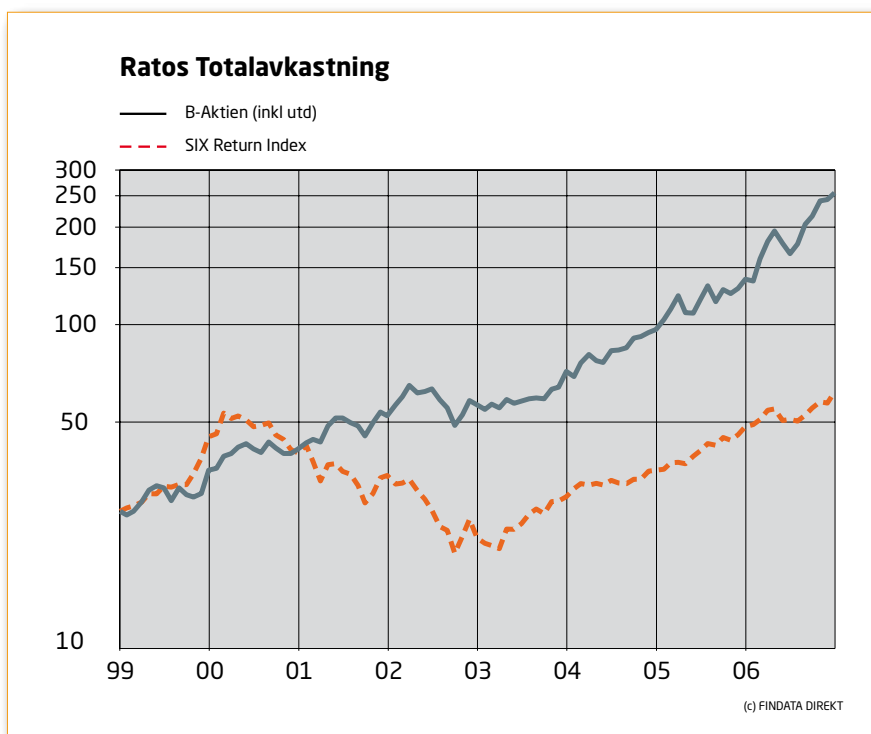


FOTO: RATOS

**Vilken är din bästa respektive sämsta affär?**

– Telelogic var en mycket bra affär. I fallet VVS-grossisten Dahl fick vi mycket kritik i pressen, som menade att köp av ett så trist bolag inte kunde vara någon bra affär. Men Dahl blev en riktig framgång, efter kraftiga interna åtgärder. Gadelius gav inte lika hög avkastning, men med tanke på förutsättningarna klarade vi den affären över förväntan.

Den sämsta affären gjordes i ett IT-bolag som kapsejsade totalt. Vi förlorade runt 100 miljoner kr. Det är oförlåtligt. Inte för storleken på förlusten, utan för att vi i det fallet gick utanför vårt placeringsreglemente. Det misstaget gör vi inte igen. ☹



Private equity visar lockande avkastning. Ratosaktien har avkastat 33 procent per år i snitt sedan 1999, vilket dramatiskt överträffat Stockholmsbörsen. Investmentbolag handlas normalt med rabatt på börsen. I Ratos fall är det tvärtom en premie - ett tecken på marknadens förtroende för bolaget.

# Private equity

## - bra avkastning men hög risk

Avkastningen från investeringar i onoterade bolag, private equity, har överträffat placeringar på Stockholmsbörsen med råge den senaste tioårsperioden. Detta är dock en tillgångsklass som hittills varit relativt otillgänglig för privatinvestorer. Nu ökar dock möjligheterna till placeringar även för denna grupp av investerare.

TEXT: TORE DAVEGÅRDH

Intresset för investeringar i onoterade bolag, "private equity", har ökat påtagligt de senaste åren. Främst är det en god avkastning som lockar. Under den senaste tioårsperioden har denna legat på ca 20 procent per år i snitt. Börsens SIX return-index, med återlagda utdelningar, har i snitt stigit med 12 procent per år under samma period.

– Aktiviteten har ökat markant de senaste åren, både bland företagare som söker kapital och investerare som vill placera i onoterade bolag, och självklart är marknadens höga avkastning en stark drivkraft, säger Tom Berggren, VD i Svenska Riskkapitalföreningen.

### Sprida risken genom flera bolag

Placeringar i onoterade bolag innebär dock ett stort risktagande, speciellt i de bolag som befinner sig i ett tidigt utvecklingsstadium. Insynen i företagen är ofta sämre än i börsbolagen. Behovet av extern finansiering är svåröverskådlig både i volym och tid och därtill drivs bolagen normalt av mindre erfarna företagsledare än börsbolagen.

– Man kan kallt räkna med att hälften av bolagen i ett riktigt tidigt skede, den s.k. såddfasen, går överstyr. Att placera en stor del av sitt kapital i ett enstaka börsbolag kan innebära ett stort risktagande men investeringar i onoterade tillväxtföretag innebär ett ännu mycket större risktagande. Vi rekommenderar därför att placera högst 10-12 procent av sitt tillgängliga kapital i den här typen av innehav och att sprida risken genom att investera i flera bolag, säger Maria Nilsson som ansvarar för föreningens verksamhet riktad mot affärsänglar.

Svenska Riskkapitalföreningen har runt 320 medlemmar, som sammantaget förvaltar ca 300 miljarder kr. I medlemsförteckningen finns alla de stora spelarna som t.ex. EQT, IndustriKapital, Nordic Capital, 3i m.fl. Där finns också privatpersoner med någon enstaka miljon kr i förvaltning.

– Vår huvuduppgift är att förbättra spelreglerna för entreprenörer och investerare och därigenom skapa nya jobb och bättre tillväxt i Sverige. Ett viktigt mål är därför att påverka politiker för att skapa ett bättre klimat för riskkapital. Det är också viktigt att skapa förtroende för private equity-marknaden. Vi har tagit fram ett tufft regelverk, som våra medlemmar ska leva upp till, säger Tom Berggren.

### Förändringar i Sverige på gång

När det gäller investeringsklimatet för affärsänglar är Storbritannien ett föregångsland i Europa. Här finns det ett system med riskkapitalavdrag för att stimulera affärsängelinvesteringar, som till exempel begränsar storleken på en eventuell förlust.

– Storbritannien införde ett genomarbetat regelverk redan 1994 och har sedan dess konstaterat tydligt positiva resultat.

**“Aktiviteten har ökat markant de senaste åren, både bland företagare som söker kapital och investerare som vill placera i onoterade bolag”**

### RISKKAPITALMARKNADEN

Riskkapitalmarknaden består av börsnoterade bolag (public equity) och onoterade bolag (private equity). Börsbolagen i Sverige värderas till ca 4 500 miljarder kr. Private equity-bolagens investeringskapacitet uppskattas till ca 10 procent av detta.

Private equity-marknaden brukar delas upp i:

- Buyout
- Venture Capital
- Affärsänglar

Buyout innebär utköpsaffärer av befintliga bolag ur en större koncern. Ofta sker utköpen med stor andel upplånat kapital och vanligtvis deltar företagsledningen i affären.

Venture Capital har som affärsidé att köpa in sig i intressanta onoterade bolag som befinner sig i tidigt skede. Genom att tillföra kompetens inom olika områden ska de bidra till en snabbare utveckling av bolaget. Venture Capital kan vara uppbyggda som fonder eller olika typer av investmentbolag. Normalt är de delägare i många bolag för att skapa en viss riskspridning.

Affärsänglar är privatpersoner som investerar i onoterade bolag där de själva inte har någon familjeanknytning.

I samtliga fall handlar det om ett aktivt ägande, de nya ägarna är engagerade i verksamheten och tillför sin egen kompetens, nätverk och kapital för att främja utvecklingen. Det personliga engagemanget är särskilt tydligt när det gäller affärsänglar. Det finns ca 4 000 affärsänglar i Sverige, vilka sammantaget investerar 1,5-2,0 miljarder kr årligen.



Tom Berggren, VD i Svenska Riskkapitalföreningen.

I Sverige har klimatet för förändringar av lagstiftningen blivit bättre sedan regeringsskiftet, vilket bådär gott. Näringsminister Maud Olofsson har uttryckligen efterfrågat ett system som främjar ökade privatinvesteringar i onoterade tillväxtföretag, säger Maria Nilsson.

I Sverige är placeringsmöjligheterna inom private equity begränsade för privatpersoner med ett relativt litet eget kapital. HQs Entreprenörstjänst kommer löpande bjuda in till olika placeringar, mer riskspridda investeringar kan göras via fond-i-fond-lösningar och investmentbolag med inriktning mot private equity (se artikel om Ratos på sidan 8-9.) ☉



Maria Nilsson, affärsengelsvarig

**”I Sverige har klimatet för förändringar av lagstiftningen blivit bättre sedan regeringsskiftet, vilket bådär gott.”**

#### LYCKAT OCH MISSLYCKAT

Synen på kapitalbehov skiljer sig ofta mellan de traditionella industrialisterna, som normalt vill att bolagen ska vara välkonsoliderade med ett stort eget kapital och riskkapitalisterna som är ”snåla” med eget kapital för nå högre avkastning. De senaste åren har den högbelånade strategin varit överlägsen, mycket beroende på den finansiella hävstången och ett lågt ränteläge. Starka finanser har således varit en hämsko på avkastningen, men samtidigt är självklart tryggheten större inför eventuella svagare tider.

Nedan ett axplock på börsbolag, som börsintroducerats efter handpåläggning från olika riskkapitalbolag: Alfa Laval, Hemtex, Nobia, Ballingslöv, Unibet, Tradedouber, Lindab, KappAhl, BE Group m fl. Det finns även gott om misslyckade satsningar. De mest namnkunniga exemplen är kanske de högteknologiska bolagen Optillion och Prosolvia. I Optillion förlorade utländska investerare, bl.a. Cisco, över fem hundra miljoner kr och i Prosolvia tappade Industrifonden ett par hundra miljoner kr.

## AP-fond finansierar generationsskiftet

AP-konvertibeln är en ny finansieringsform som Sjätte AP-fonden tagit fram. Den kan bland annat ersätta den föga uppskattade säljarreversen och därigenom underlätta generationsskiftet i mogna medelstora företag

Många företagsaffärer har stupat på köparens förmåga att ordna fram en godtagbar finansiering. Enbart banklån med kort amorteringstid leder till höga krav på kortsiktiga kassaflöden i företaget efter köpet för att köparen ska kunna lösa sin skuld. Effekten kan bli att säljaren inte får ut det pris han eller hon vill ha eller tvingas ligga kvar med en revers. Alternativet är att en mindre önskad men kapitalstark köpare i stället kommer in eller så skjuter den gamle ägaren på den nödvändiga

successionen längre än vad som är bra för företaget.

Med AP-konvertibeln, som lanserades i fjol, attackerar Sjätte AP-fonden en del av finansieringsproblemet i syfte att underlätta köp och försäljning av företag små och medelstora företag. AP-konvertibeln fungerar som ett komplement till banklån och ges ut av företaget. Sjätte AP-fonden tar risken mot marknadsmässig avkastning. Risken begränsas genom att fonden får en styrelseplats samt en suppleant i styrelsen. AP-konvertibelns konverteringsrätt inträder enbart om företaget inte kan klara sina åtaganden.

Totalt har Sjätte AP-fonden 2 miljarder kronor att låna ut till långsiktigt kapital vid generationsskiftet i mogna företag som omsätter mellan 50 och 500 Mkr.

– Hittills har tre företagsaffärer gjorts där AP-konvertibeln är med som finansieringslösning, säger Stefan Holmgren, chef för internbanken på Sjätte AP-fonden. Intresset har varit mycket stort men det är en process som tar lite tid. Stefan Holmgren räknar med att det ska bli många fler affärer framöver.

Snittåldern på landets entreprenörer stiger och omkring 10 000 företag med en omsättning över 50 Mkr väntas enligt Nutek stå inför ett generationsskifte under de kommande tio åren. En del av dessa kommer att drivas vidare inom ägarfamiljen medan många andra kommer att säljas. Oavsett om det är företagsledningen som köper ut verksamheten eller nya entreprenörer som ska axla ledarskapet måste köpet finansieras, vilket ofta leder till bekymmer. ☉

#### FAKTA OM AP-KONVERTIBELN:

- Konvertibelt skuldebrev som utges av företaget.
- Ett efterställt lån i förhållande till bankfinansiering med 10 Mkr som lägsta nominella belopp.
- Rörlig ränta, tremånaders STIBOR + fast marginal beroende på risknivå (dock lägst 6,5%).
- Linjär amortering upp till tio års tid.
- Konverteringsrätt inträder bara om kredittagaren inte kan fullgöra förpliktelser.
- Sjätte AP-fonden får rätt att utse en ordinarie styrelseledamot och suppleant i kredittagande bolag.
- AP-konvertibeln kan förtidslösas eller delamorteras utan några kostnader. Tillsammans med banklån kan AP-konvertibeln finansiera upp till 75 procent av ett förvärvspris samt 25 procent egen kapitalinsats.

#### FAKTA OM SJÄTTE AP-FONDEN:

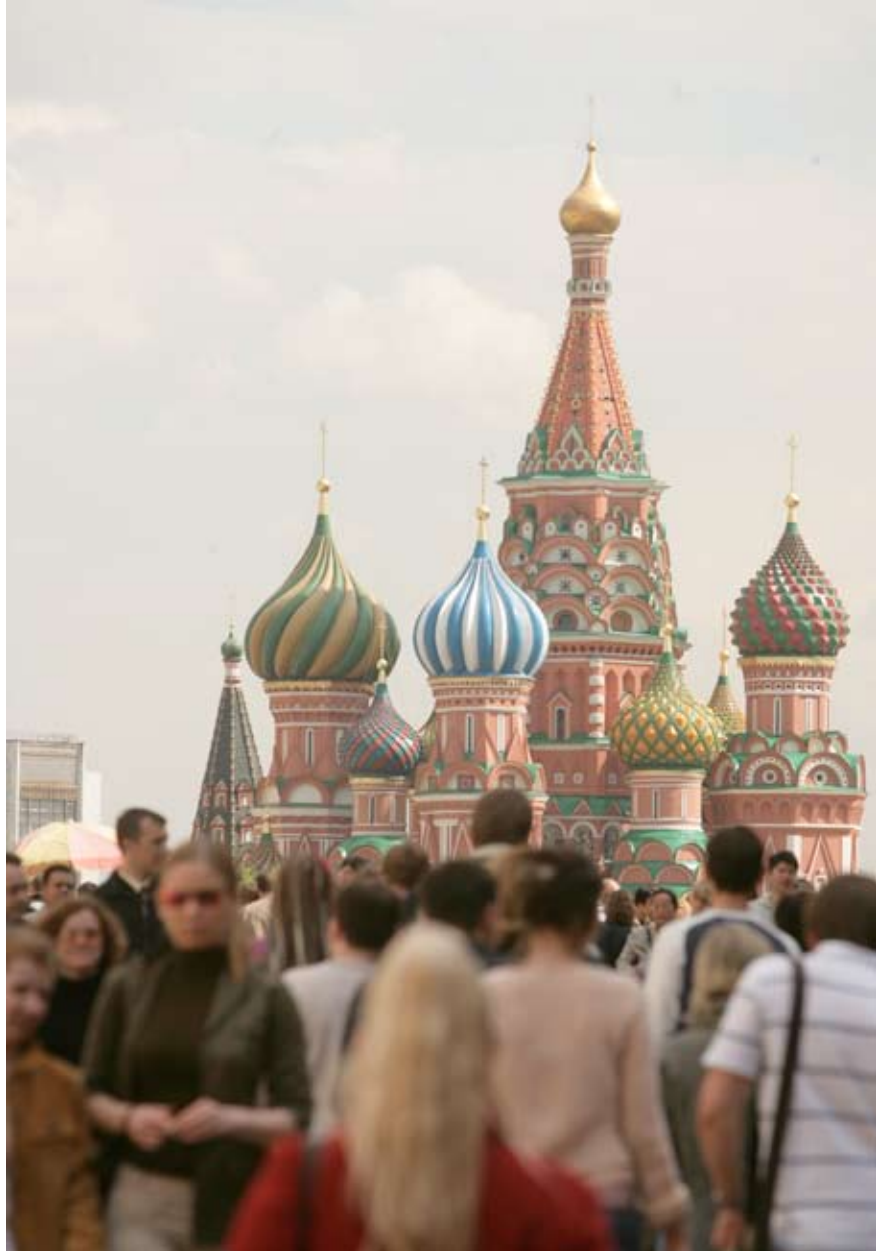
Sjätte AP-fonden, baserad i Göteborg, förvaltar allmänna pensionsmedel med uppdraget att skapa långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning genom att placera riskkapital i små och medelstora svenska företag. Investeringarna sker via olika private equity-fonder, direktägande i onoterade företag och strukturerade finansiella produkter. Fondens förvaltade kapital uppgår till ca 17 miljarder kronor.

**“Förändringen beror delvis på det enkla faktum att många människor har fått det ekonomiskt mycket bättre”**

TEXT: NATALIE TIBAJEVA OCH MATHIAS ALTHOFF

## Kina & Ryssland

# Handlar som aldrig förr



Oftast när Ryssland presenteras ligger fokus på landets enorma naturresurser. Ryssland står för 22% av den globala gasproduktionen och 12% av den globala oljeproduktionen. Landet har 20-25% av världens järnmalms-, koppar-, zink- och nickelreserver. Listan kan göras lång. Tack vare Rysslands naturtillgångar, flera år av höga globala råvarupriser samt Rysslands ekonomiska disciplin då den externa skulden nästan helt har betalats av, har landet kunnat återhämta sig relativt snabbt från den mycket djupa ekonomiska krisen i slutet av 1990-talet.

### Medelklassen viktigare för BNP

Rysslands mest dynamiska del av ekonomin är dock inte landets råvaruindustrier, utan konsumentsegmentet som har en

snabbt växande medelklass i ryggen och som har blivit en mycket viktig drivkraft för landets BNP-tillväxt. Flera år av växande företagsvinster, ökat välstånd samt stabilare ekonomi, har lett till uppkomsten av en rysk medelklass som blir allt starkare. Den nya medelklassen är en viktig symbol för den ryska konsumentens växande köpkraft och köplust.

### Högre konsumtion av dyrare varor

Det som är kanske mest spännande för svenska portföljinvesterare är att det går att få exponering mot Rysslands konsumtionsboom. Två av Rysslands ledande livsmedelsbolag – Seventh Continent och X5 – är börsnoterade och likvida bolag. Livsmedelssegmentet ger en mycket tydlig exponering mot rysk konsumtion, dels

genom ökade volymer men också genom att den genomsnittliga ryska konsumenten köper allt dyrare varor, t ex mer färskvaror. Både Seventh Continent och X5 har dessutom lyckats växa mycket snabbare än marknaden, utan försämrad lönsamhet. Detta beror dels på den fragmenterade marknaden i Ryssland, som gör det enklare för marknadsledare att växa organiskt och via förvärv. En annan viktig faktor har varit att andelen av öppna marknader, som har hela 46 procent av detaljistsegmentet, faller vilket gynnar de moderna och organiserade livsmedelsbolagen.

En motiverad fråga skulle kunna vara om livsmedelsbolagen kommer att kunna upprätthålla de höga tillväxttalen och den goda lönsamheten även i framtiden. Svaret är att det absolut inte är för sent att hoppa

på tåget. Den nyligen påbörjade expansionen till de ryska regionerna som har en låg andel av moderna affärer, kommer att hålla livsmedelsbolagen sysselsatta och deras tillväxt till höga i några år till.

### Nya mönster i Kina

Till skillnad från Ryssland har omvärlden i flera hundra år pratat om Kina som en gigantisk konsumtionsmarknad, även om den tydligaste bilden har varit "Världens fabrik". De senaste årtiondet har vi sett ett flertal europeiska och amerikanska bolag etablera sig i Kina. Den kinesiska konsumentmarknaden kategoriseras dock av mycket stor konkurrens i nästan alla sektorer samtidigt som konsumenterna är enormt prismedvetna.

Tack vare den långa höga ekonomiska tillväxten i Kina har ett antal nya konsumtionsmönster visat sig. Förändringen beror delvis på det enkla faktum att många människor har fått det ekonomiskt mycket bättre, men också i och med den pågående urbaniseringen. Istället för att odla sina grönsaker själv, handlar man på en supermarket, istället för att byta lite ris mot en skjorta av grannen så köper man en i ett varuhus, istället för att jobba på familjens lilla gård dygnet runt arbetar man i en fabrik och har nu faktiskt fritid (även om det inte är många timmar). Den ekonomiska tillväxten har också skapat stora möjligheter för många entreprenörer. Även politiskt har regeringen under flera år förenklats och förbättrat möjligheterna för enskilda människor att förbättra sin egen ekonomiska situation.

Konsumtionen ökade med ca 9% per år under de första tre åren av detta sekel, för att sedan ta riktig fart och har de senaste tre åren ökat med drygt 13% per år.

### Olika typer av konsumenter

Kina är fortfarande segregerat och det är viktigt att förstå skillnaden mellan medelssvensson och de riktigt rika. Lyxkonsumtionen är ett kapitel för sig, och de nyrika kineserna shoppar helst globalt kända märken (Gucci, Prada, Rolex etc). Vid ett besök i en klockbutik i Shanghai i november visade säljaren en låda där man enkelt kunde förvara (och visa upp) sin klocksamling. Lådan hade plats för 30 klockor och kostade 250 000 kr. Den typiska kunden beskrevs som en nyrik entreprenör som vill visa att det går bra, så han eller hon köper lådan och 30 Rolex-klockor samtidigt... Även om det låter som en kul affär att investera i så finns den stora hävstången bland den nya medelklassen som växer varje år.

Företag som riktar sig mot dem har en större bas och ofta en snabbare tillväxt. Därför tycker vi fortfarande att sport-

klädestillverkaren Li-Ning är ett mycket attraktivt företag i det längre perspektivet, även om bolaget gick upp med drygt 100% under 2006. Li-Ning är ett av Kinas få kända varumärken och har tack vare sin fokuserade strategi vuxit med över 40% de senaste 6 åren, och har, anser vi, alla möjligheter att fortsätta göra det de kommande 6 åren också.

För den som vill exponera sig mot lyxkonsumtenterna finns bolaget Ports Design, ett asiatiskt lyxmärke som var ett av de åtta märken som syntes i filmen "Djävulen bär Prada". Ports gör dyra väldesignade kläder i klass med de för oss mer välkända Gucci, Louis Vitton och Prada, och har samma ställning i Asien.

### Varuhusshopping allt vanligare

Förändringen i konsumtionsmönster gynnar också Peoples Food, Kinas svar på Scan. Peoples Food äger slakterier och säljer dels färska köttprodukter, dels processade som korvar, skinkor osv. Branschen är enormt fragmenterad, de fyra största

producenternas totala marknadsandel understiger 10%. Peoples Food gynnas av att urbaniseringen leder till att människor handlar i allt högre grad på supermarkets, och att de i sin tur bildar kedjor som vill ha så få leverantörer som möjligt och dessutom kan leverera varumärke och kvalitetsprodukter. Det kan Peoples Food. Konsumtionen av fläskprodukter ökar också i och med att välståndet ökar (+30% per år de senaste 6 åren). Dessutom tror vi att det kommer att ske en konsolidering i branschen och att Peoples Food kommer att kunna vara aktiv i denna process.

Vi ser också att konsumenterna i allt högre grad dras till varuhus. Därför anser vi att Parkson Retail erbjuder en bra exponering mot sektorn. Parkson äger 25 och driver ytterligare 13 varuhus enligt "shop-in-shop" principen. Hyran baserar sig på omsättningen vilket gör att Parksons intäkter ökar om det går bra för hyresgästerna. Parkson har en stark balansräkning och har byggt upp ett starkt varumärke vilket borgar för bra tillväxtpotentialer framöver. ☺

## BRA START FÖR EMERGING CONSUMPTION KORG

Den 14 december erbjöd HQ kunder att köpa en korg bestående av: Bank of Georgia, Seventh Continent, Parkson Retail och Li-Ning.

- + Bank of Georgia tillhör Georgiens ledande banker med en mycket stark tillväxt både i balansräkningen och i lönsamheten. Georgien är en marknad med en mycket låg penetration av banktjänster men ekonomin växer snabbt, blir mer utvecklad och genomgår flera liberala reformer. BoG har en transparent redovisning, handlas i London och är bland de lägst värderade bankerna (P/BV) på tillväxtmarknaderna.
- + Seventh Continent tillhör Rysslands ledande livsmedelsbolag. Bolaget ger en attraktiv exponering mot en växande medelklass. Seventh Continent är ledande i Moskva och har börjat en aggressiv expansion ut i regionerna. Den snabba expansionen görs med bibehållen god lönsamhet.
- + Parkson Retail är Kinas ledande varuhuskedja som driver 38 varuhus i 26 städer. Med en stark balansräkning förväntas den snabba expansionen fortsätta såväl organiskt som via uppköp.
- + Li-Ning är Kinas ledande varumärke för sport skor. Bolaget har en snabb tillväxt tack vare urbaniseringen och det allt större intresset för sport inför OS i Kina nästa år. En fokuserad affärsmodell, ingen egen tillverkning, franchisebutiker, avancerad datastyrdd säljstöd, och en stark ledning levererar tillväxt med god kvalitet.

Korgen har haft en bra start, plus 21,6 procent per den 7 februari.

### UTVECKLING SEDAN START

Bank of Georgia	25,6 %
Seventh Continent	4,5 %
Parkson Retail	12,1 %
Li-Ning	44,2 %
	<b>21,6 %</b>



# Nordea satsar på Polen

Nordea har de senaste åren fokuserat kostnader. Nu byter bolaget strategi. – Som Nordens största bank ska vi fokusera på lönsam tillväxt, säger Nordeas Lars G Nordström till HQ+.

TEXT: VIKTOR HENRIKSSON

**Vi ber att få gratulera till en väldigt framgångsrik tid som VD för Nordea. Just nu finns ju inga moln på den nordiska bankhimlen, finns det över huvudtaget något som oroar dig?**

– Det stämmer att den ekonomiska utvecklingen i Norden är positiv. Men på det internationella planet finns det däremot mer att bekymra sig över, t ex amerikanska obalanser, volatila energipriser och fallande dollar och hur de faktorerna slår mot nordisk industri. För Nordea är en viktig fråga att fortsätta ha god kostnadskontroll trots att vi har ett mycket bra resultat och nu satsar vi på att öka försäljningen. Det jobbar vi hårt med.

**Nordea har haft en stark och mycket framgångsrik fokusering på kostnader. Du har uttalat att banken nu växlar till en tillväxtstrategi. Varför detta skifte och**

**hur ser tillväxtambitionerna ut?**

– Var tid har sitt fokus. 2002, när jag tillträdde som VD, hade Nordea höga kreditförluster, svagare kapitalsituation och en dålig kostnadskultur. Sedan dess har kostnaderna sjunkit ca 5 procent i nominella termer och ännu mer om hänsyn tas till inflationen. Nu när kostnaderna är under kontroll har vi möjlighet att satsa offensivt och stärka vår position inom områden där vi hittills inte tillvaratagit vår potential. Dessutom ökar vinsten per aktie mer om vi kan växa intäkterna mer än kostnaderna.

**Ambitionerna innebär en aggressiv etableringstakt av nya kontor i Polen. Har ni kapacitet och kunnande för en sådan organisk expansion och varför är Polen en intressant marknad?**

– Polen är ett av Europas största länder, men bankmarknaden är mindre än den

finska. Utvecklingen går nu snabbt och vi tror att det finns betydande tillväxtpotentialer för Nordea. Vi har varit på plats i Polen i mer än åtta år, har vuxit i jämn takt och har nu 50 kontor. Med den erfarenheten i bagaget, vårt starka varumärke och Nordeas produktutbud har vi goda förutsättningar för att lyckas med vår satsning. Investeringarna kommer dock att ske över 2-3 år för att säkerställa att vi får tag i rätt personal och rätt lägen på våra kontor.

**Är ni tillräckligt effektiva i er svenska retailverksamhet? Är ni tillräckligt stora i Sverige och totalt sett?**

– Sverige är en stor potential för Nordea, men det är inte för höga kostnader som är problemet. Nordea har nästan 40 procent av kunderna i Sverige, men knappt 30 procent av antalet anställda och kontor i Sverige. Därför satsar vi på fler rådgivare, något fler kontor och vassare service och kundkoncept. Målet är att göra fler kunder till helkunder.

Generellt sett tror jag att vi som bank har att vinna på att bli större. Vår utveckling sedan 2002 visar på stordriftsfördelar inom banking, även när det sker över nationsgränserna. Våra kundföretag blir bara större och större och kräver allt mer komplicerade

och större kreditåtaganden. Här ligger en av fördelarna med en stor balansräkning. Inom IT, produktutveckling och upplåning finns andra stordriftsfördelar.

#### Står förvärv på dagordningen?

– Vår huvudstrategi är organisk tillväxt, den gäller både i Norden, Baltikum och i Polen. Med en bas på nära 10 miljoner kunder så finns det mycket stor potential i att öka penetrationen i den befintliga kundstocken. Det är en mer lönsam och mindre riskfylld strategi än att göra förvärv. Nyligen gjorde vi dock ett mindre förvärv i Ryssland, så också på den marknaden handlar det nu om att ta hand om det vi har och växa från den plattformen.

#### Det har spekulerats i pressen om att Nordea söker en partner på den nordiska marknaden. SEB har utpekats som den mest lämpliga. Rent hypotetiskt, skulle SEB och Nordea passa bra ihop?

– Jag vill inte analysera för- och nackdelar med olika kombinationer. Jag har sagt flera gånger att på pappret finns det goda argument för ett samgående med andra nordiska banker och det står jag för. Jag vill dock gärna lägga till, även om det kan låta naivt, att den absolut viktigaste förutsättningen är en genuin vilja hos båda parter. En lyckad fusion står och faller med det.

#### Kreditförlusterna är på historiskt låga nivåer. Ser du idag någonting som tyder på en "normalisering"? Finns det något strukturellt som kan motivera uthålligt lägre kreditförluster än historiskt?

– Vi har sagt att återvinningar på tidigare gjorda kreditreserveringar kommer att avta 2007. Men vad gäller nya reserveringar ser vi inget som tyder på ett omslag. Inflationen i Sverige och hela västvärlden är idag parkerad på en väsentligt lägre nivå än på 1980- och 1990-talet. Detta leder till att räntorna över en konjunkturcykel blir lägre, vilket ökar förutsättningarna för bankkunder att klara räntan på sina lån.

#### Det talas mycket om att de nya Basel 2-reglerna medger stora utskiftningar av kapital för de nordiska bankerna. Stämmer detta i Nordeas fall, och i så fall hur stora utskiftningar kan det bli tal om?

– Det stämmer eftersom en stor del av Nordeas utlåning är utlåning med låg risk, t ex bostadslån och lån till stora företag med god kreditkvalitet. Vi har sagt att de nya reglerna innebär att Nordea kommer att klara sig med mindre kapital. Alltså, antingen kan vi öka utlåningen med oförändrat kapital, eller om kreditefterfrågan mattas dela ut kapital till aktieägarna.

Eftersom Baselreglerna införs successivt och med full effekt först 2010, så kommer större utskiftningar – för oss som för andra banker – att dröja.

#### Regeringen har aviserat en utförsäljning av statens aktier i Nordea och att hänsyn ska tas till ledningens synpunkter. Vilka scenarios ser du framför dig? Finns det mer eller mindre ovälsägna lösningar och nya ägare?

– Jag vet inte exakt hur regeringen har formulerat eventuella hänsyn och mina eventuella synpunkter framför jag i så fall till styrelsen och sedan direkt till regeringen. Det är ägarens privilegium att avgöra hur en försäljning ska gå till. Jag vill inte spekulera i olika alternativ.

Rent allmänt är alla investerare som tror på Nordea välkomna att investera i vår aktie. Jag gör ingen gradering av detta.

#### I samband med statens utförsäljning har det spekulerats om intresse från en stor europeisk bank att gå in i Norden. Finns det logik i detta?

– Norden har under flera år uppvisat högre BNP-tillväxt än snittet i EU och lönsamheten på retailmarknaden är stabil och god, så nog finns det argument. Därtill skulle ett förvärv eller en fusion skapa stordriftsfördelar för de inblandade bankerna. Men just nu är branschens fokus väldigt mycket vänt mot Öst- och Central-europa så jag tror inte sannolikheten för ett europeiskt bud på en nordisk bank är särskilt hög.

#### Din efterträdare blir dansken Christian Clausen. Förklaringen var främst att han hade deltagit i fusionsarbetet. Varför vägrade det argumentet så tungt?

– Det var ett av flera argument. Styrelsen ville gärna ha en intern kandidat som varit med om att fusionera de fyra bankerna. Den erfarenheten är naturligtvis mycket värd i dagens koncern och kan bli ännu mer värd i framtiden. Men man pekade också på Christians ledaregenskaper liksom hans strategiska förmåga.

#### Avslutningsvis, varför ska man äga aktier i Nordea?

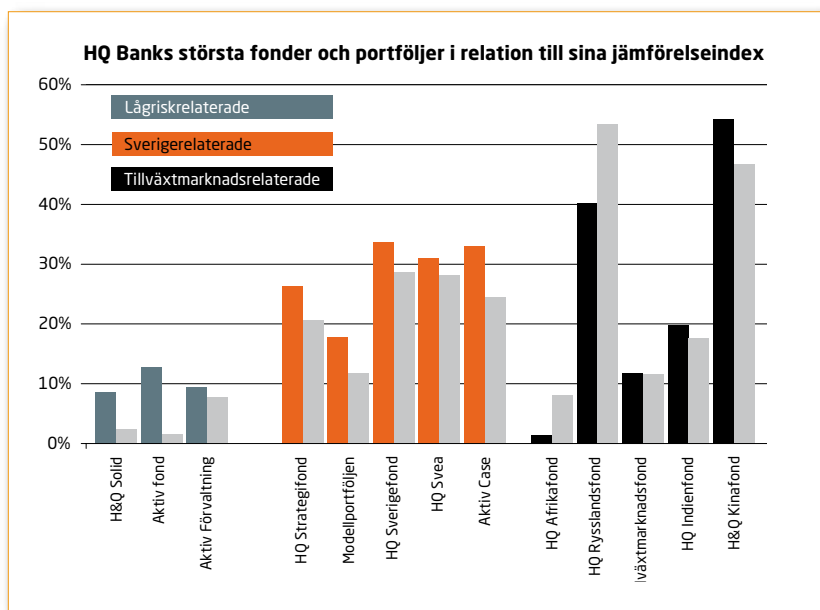
– Jag vill inte ge konkreta aktieråd, men klart är att Nordea lyckats väl de senaste tre-fyra åren och att vi därför känner oss redo för en mer tillväxtorienterad strategi, inklusive investeringar främst i Sverige och Polen. Som Nordens största bank borde vi över tiden klara oss bättre än våra konkurrenter. Nu är vårt fokus lönsam tillväxt. Vi har en attraktiv utdelningspolicy och om vi har överskottskapital därutöver kommer vi att köpa tillbaka egna aktier. ☉

**"Nu när kostnaderna är under kontroll har vi möjlighet att satsa offensivt och stärka vår position inom områden där vi hittills inte tillvaratagit vår potential."**



FOTO: NORDEA

Nordea har blivit den största banken i Norden. Nordeas chefen Lars G Nordström räknar med fortsatt god tillväxt, framför allt i Sverige, Baltikum och Polen. – Vår utveckling sedan 2002 visar på stordriftsfördelar inom banking, även när det sker över nationsgränserna, säger Lars G Nordström till HQ+.



2006 blev ett lysande år för HQ:s fonder och modellportföljer. Förklaringen är att våra förvaltare bryr sig mer om vilka aktier de placerar i än att följa index. Det är en strategi som betalat sig på både kort och lång sikt.

TEXT: TOMAS LINNALA

# I goda händer

De flesta svenska fondförvaltarna har en feg filosofi när det kommer till placeringar: man avviker så lite som möjligt från index. Effekten blir att värdet på portföljen följer med marknaden uppåt i goda tider och nedåt i dåliga tider, men ofta med lite sämre utveckling än marknaden eftersom kostnaderna för förvaltningen urholkar en del av värdet.

HQs filosofi är tvärtom, att genom en aktiv förvaltning försöka åstadkomma så god avkastning som möjligt oavsett om marknaden går upp eller ned. Det innebär att index är ointressant när placeringarna görs, utan bara fungerar som måttstock när avkastningen mäts. Långsiktigt har den aktiva förvaltningen visat sig vara en väl fungerande strategi och våra produkter har utvecklats bättre än sina jämförelseindex under många år. Det som är särskilt glädjande är att under ett internationellt starkt börsår som 2006 fortsatte våra fonder och portföljer att utvecklas starkt och de flesta överträffade sina jämförelseindex.

John Strömgren förvaltar den sedan länge så framgångsrika **HQ Strategifond**, som i fjol ökade med 26,3 procent i värde. Fonden placerar mest i svenska aktier samt en mindre del utländska aktier och statskuldväxlar. Sedan starten i augusti 1988 har den stigit med drygt 2 600 procent i värde jämfört med ca 800 procent för ett jämförelseindex.

Bakom fjolårets framgång ligger stora innehav i kursraketer som Nobia, Ratos och Husqvarna. Dessutom undvek fonden AstraZeneca och Ericsson innan dessa aktier började gå svagt.

John Strömgren har en generellt positiv börssyn och inlett 2007 med stora innehav i bl.a. Investor, Husqvarna och övriga verksktssektorn.

– En stor fördel med Strategifonden, liksom Sverigefonden, är att även den riskjusterade avkastningen har varit hög på såväl kort som lång sikt, säger John Strömgren. Svängningarna i värdeutvecklingen är inte stor, innebärande att den höga avkastningen inte är en följd av våldsamt risktagande.

**Modellportföljen** har en stor bas i svenska aktier men placerar också i utländska aktier, hedgefonder och räntepapper, hade en bra utveckling i alla dess beståndsdelar. Stora positioner i bl.a. Volvo, Nordea och SKF samt investeringar i Skagen Global och Martin Currie Pan European Mid Cap gav en bra avkastning. Modellportföljen har i likhet med Strategifonden överträffat sitt jämförelseindex med råge flera år i rad trots ett lågt risktagande.

**HQ Sverigefond** lyckades mycket väl under 2006 med sin positionering dels mot mindre bolag som Nobia, Ratos och Husqvarna, dels mot flera större verkstadsbolag. Ett av förvaltaren Simon Blechers teman för 2007 är fallande substansrabatt i Investor och en tro på att de onoterade innehaven i investmentbolaget ska visa upp sig från den ljusa sidan.

– Jag tycker också att Securitas är lågt prissatt kring 100-lappen och gillar nye VD:n Alf Göransson. Jag fortsätter att tro på verkstad med bolag som Sandvik, SKF och Trelleborg.

**HQ Svea** liknar Sverigefonden men placerar i färre aktier utan de vanliga vikt-begränsningarna.

– En särskilt framgångsrik period var i börsnedgången under våren då HQ Svea klarade sig mycket bättre än övriga marknaden, säger Viktor

Henriksson. Vi har behållit stora positioner i Volvo och Nordea även i år.

I **Aktiv Case** är innehaven ännu färre och det handlar om utpräglad stockpicking. Särskilt Volvo, RnB, Connecta, Tradedoubler och Invik bidrog till den goda utvecklingen.

**”En särskilt framgångsrik period var i börsnedgången under våren då HQ Svea klarade sig mycket bättre än övriga marknaden”**

Bland HQs fonder som riktar in sig på tillväxtmarknaderna var 2006 överlag ett starkt år.

Inhemsk konsumtion var ett av de teman som Gunnar Pahlson lade stor vikt vid i sin förvaltning av **HQ Indienfond** och **HQ Kinafond** i fjol och det har han fortsatt med hittills i år.

– HQ Kinafond fokuserar på investeringar i Fastlandskina vilket ger exponering mot strukturell tillväxt drivet av ökad inhemsk konsumtion och fortsatta avregleringar, säger Gunnar Pahlson.

**Rysslandsfonden** mer än fördubblades i värde under 2005 och fortsatte upp med över 40 procent i fjol, trots att regelsystemet satte käppar i hjulen för

HQ:s placeringsfilosofi. En vanlig svensk fond får inte ha mer än 10 procent i enskilt innehav, vilket begränsade möjligheten att investera i energijätten Gazprom, som var en av fjolårets stora raketer på Moskva-börsen.

Nystartade **Afrikafonden** slutade året på plus men efter index. Fonden tyngdes av den kraftigt svagare sydafrikanska randen men inledningen på 2007 är betydligt bättre.

Vid sidan av de Sverige- och tillväxtmarknadsrelaterade fonderna har också HQ en grupp hedgefondsrelaterade produkter som kännetecknas av lägre risk, men bättre utveckling än sina jämförelseindex. Du kan läsa mer om de fonderna



– En stor fördel med Strategifonden, liksom Sverigefonden, är att även den riskjusterade avkastningen har varit hög på såväl kort som lång sikt, säger John Strömgren.

## Aktiv Förvaltning

### – en stigfinnare i djungeln

Att välja rätt i djungeln av hedgefonder, kapitalgaranterade produkter och aktiefonder är nästan ogörligt – om man inte har det som yrke. Det har vi. Därför förvaltas tjänsten av strateger som har nischade kunskaper inom hedgefondutvärdering, kapitalgaranterade produkter och aktiefondutvärdering.

Aktiv Förvaltning är en tjänst för Dig som söker en balanserad portfölj med god diversifiering och låg risk.

Vi arbetar utifrån en öppen arkitektur, vilket innebär nära samarbete med världsledande förvaltare. Det finns många intressanta, internationella hedgefonder som är okända i Sverige. Dessa fonder kräver ofta en lägsta investering på flera miljoner kronor. För att få tillgång till dessa sker investeringarna genom så kallade Fond-i-Fonder.

Kapitalgaranterade produkter är en annan investeringsform. De kombinerar genom en smart konstruktion obligationens trygghet med aktiemarknadens potential. Dessa placeringar kan behövas vinstsäkras, men det sköter HQ Private Bankings förvaltare åt Dig.

Aktiv Förvaltning har sedan starten i oktober 2004 avkastat över 47 procent, jämförelseindex har under samma period avkastat drygt 30 procent.

Vi är positiva till det kommande året och räknar med att löpande hitta nya intressanta produkter att investera i. Marknaden inom kapitalskyddade produkter och hedgefonder utvecklas hela tiden. Vi bevakar den noga och vår ambition är att fortsätta leverera mervärde till våra kunder.

## Överlägsen avkastning i

### Aktiv Fond

Upp 43 procent jämfört med minus 3,5 procent. Så har Aktiv Fond utvecklats mot jämförelseindexet MSCI World sedan starten i januari 2002 – och det utan att ta större risk.

Aktiv Fond är ett utmärkt sätt att få exponering mot den globala aktiemarknaden och samtidigt få tillgång till de skarpaste förvaltarna i världen. Denna tjänst passar Dig som vill diversifiera Din portfölj och sprida risken. Samtidigt kan Du dra nytta

av HQ Private Bankings strategers bästa investeringsidéer.

Vi väljer fondförvaltare utifrån en egen analysmodell där vi lägger stor vikt på den enskilde förvaltarens förmåga att skapa avkastning, hantera risker samt förmåga att återupprepa tidigare resultat. Befintliga innehav och investeringsidéer utvärderas löpande i syfte att nå god avkastning, utan hänsyn till indexvikter. Portföljkonstruktionen är en viktig del av investeringsprocessen där vi lägger stor vikt vid riskjusterad avkastning.

I dagsläget består Aktiv Fond av nio olika fonder. De största innehaven ligger i Skagen Global, HQ Svea, Martin Currie Pan European Mid Cap och Templeton Asian Growth.

Vi är positiva inför det nya året med utsikter till en bra utveckling även i år.

## Pålitliga Solid slår räntan rejält

Låga räntor skapar problem. De är svårt att få en bra avkastning på den stabila sidan i värdepappersportföljen. Obligationsfonder har under det senaste året stått stilla. Penningmarknadsfonder är marginellt på plus. Med hänsyn till inflation och skatt blir det inte mycket kvar.

HQ tog för flera år sedan fram en lösning på de problem investerare haft när de sökt ett pålitligt innehav i portföljen. Genom att mixa duktiga hedgefondsförvaltare, som arbetar på olika marknader och investerar på olika sätt, uppnåddes en portfölj med likartad riskprofil som en obligationsfond. Låg risk i all ära. Men den stora vinsten är att källorna till avkastning är helt annorlunda än en obligationsinvestering och att det går att få en avsevärt högre värdetillväxt.

HQ har en fond på detta tema. Den heter Solid och har närmare 4 år på nacken. Målet är att ge en genomsnittlig årlig avkastning på 6-8 procent. Sedan starten är resultatet drygt 7 procent per år. Risken är mycket låg.

Under 2006 steg Solid med närmare 9 procent. Det tar fonden upp i toppen bland svenska fonder i sin kategori. Jämför man med utländska dito står sig Solid också mycket starkt. Under 2006 var Solid HQs mest sålda fond.

Investerare som söker alternativ till sina ränteplaceringar har allt mer upptäckt Solid. Det gäller även aktieinvesterare som vill balansera sin portfölj med ett stabilare inslag och som idag tycker att olika fonder av räntefonder ger för snäll avkastning.

Att bara följa med strömmen är en analytikerstrategi som sällan ger goda resultat. HQs analytiker av bygg- och fastighetsmarknaden, Olof Nyström, är ett exempel på det omvända. När "alla andra" sänkte sina vinstestimater i sektorn höjde han sina – och fick rätt.

# Uppåt för byggbranschen

TEXT: OLOF NYSTRÖM

Under hösten sänkte aktiemarknaden successivt sina förväntningar på byggbolagen. Många ställde in sig på att bostadspriserna nu hade nått toppen och att det bara var en tidsfråga innan de skulle börja sjunka. KI-barometerns konfidensindikator för byggsektorn hade också nått en högre nivå än den förra toppen 2000 och samma nivå som 1989. Det kunde helt enkelt inte bli bättre. Dags att undervikta byggaktier.

De båda byggbolagscheferna Alf Göransson på NCC och Stuart Graham på Skanska gjorde heller ingenting för att hålla uppe några förväntningar. "Vi har passerat toppen i svensk bostadsmarknad", sa den alltid mycket försiktige Göransson redan i augusti i samband med halvårsrapporten. Graham stämde in i kören den 1 november i rapporten för tredje kvartalet.

## Utbredd tro på fallande priser

Vi kunde också konstatera att prisutvecklingen på bostadsrätter hade mattats av efter sommaren. Bostadskreditföretaget SBAB:s mäklarbarometer vittnade om att det nu tog betydligt längre tid att sälja och allt fler mäklare började ställa in sig på fallande priser. Även SEB:s boprisindikator, en enkät bland hushåll, gick ner till endast +1 (nettot mellan de som tror på stigande priser minus de som tror på fallande priser). Tidningarna skrev: "Nu tror

Svensson på fallande priser!"

HQ har haft köprekommandationer på byggaktierna JM, NCC och Peab ända sedan i början av 2005 (NCC sedan maj 2004 faktiskt). I och med att bostadspriserna slutade stiga efter sommaren, samtidigt som byggkostnaderna börjat öka i allt snabbare takt, såg vi en risk för att marginalerna skulle pressas i bostadsutvecklingsprojekten. Därmed kunde det vara dags att "stänga caset", som vi lite slarvigt säger i branschen, och ta hem vinsten i de här aktierna. Jag inledde i början av november en djupare analys för att säkerställa att vi verkligen var rätt ute om vi nu skulle rekommendera våra kunder att sälja sina aktier. Jag visste att jag hade ett stort problem att hantera, nämligen att våra prognoser för 2007 års vinster i JM och NCC låg avsevärt över de genomsnittliga förväntningarna bland mäklarfirmornas analytiker (det s.k. konsensus). Men vi hade också sett hur aktiemarknaden i Storbritannien för några år sedan och nu senast i USA hade höjt riskpremien avsevärt i den här typen av bolag när bostadspriserna slutade stiga.

## Annan bild under ytan

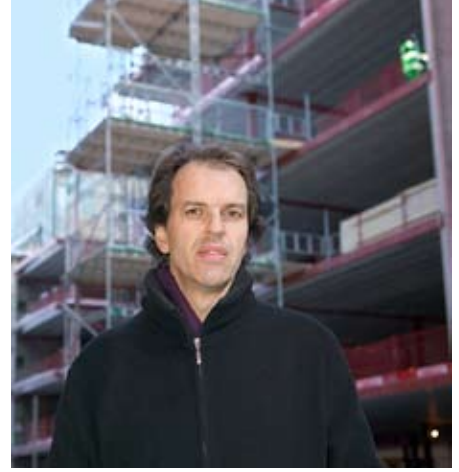
Ju mer jag "grävde" i underliggande fundamenta, desto mer tonade en annan bild av bostadsmarknaden fram. Ja visst, priserna hade stannat upp på de flesta håll, det var

bara i de mest attraktiva villaområdena som Bromma och Enskede som hysterin från förra vintern och våren fortfarande dröjde sig kvar. En villa på 200 kvadratmeter som kostade 7,5 miljoner kronor före sommaren kostade nu 8,5 miljoner. Fantasipriser kan man tycka. Men kostnaden för att bo i medelhuset i Sverige, som kostar cirka 1,6 miljoner kronor, hade visserligen stigit det senaste året på grund av stigande ränta, villapriser och uppvärmningskostnader. Men ställt emot den genomsnittligt disponibla inkomsten i landet, hade kostnaden bara kommit upp till genomsnittsnivån för de senaste tio åren. Och den låg fortfarande långt under nivåerna från slutet på 1980-talet och början av 1990-talet då priserna faktiskt föll. Med vårt scenario för Sveriges ekonomiska utveckling fram till 2010 konstaterade vi, att med kraftigt stigande disponibelinkomster skulle relationstalet inte att stiga ens om låneräntorna ökade till 6 procent. Kraftfullt stöd för priserna alltså från stigande hushållsinkomster.

## Ökad bostadsefterfrågan

Nästa steg var att analysera om demografiska faktorer kommer att påverka efterfrågan på bostäder. Vi har mycket stora ungdomskullar som kommer upp i "flytta-hemifrån-ålder" de närmaste åren. Det betyder att

## "Att hitta situationer där marknadens förväntningar är felaktiga brukar belönas rikligt om man får rätt."



Olof Nyström är bygg- och fastighetsanalytiker på HQ Bank

gruppen 18-25-åringar växer med 25-30 000 personer varje år de närmaste sex-sju åren. Om det kommer att finnas jobb för dessa så kommer de att efterfråga bostäder. Och det kommer att finnas jobb! Arbetsmarknaden har tagit fart ordentligt. Antalet sysselsatta växer nu med över 2 procent och med vårt tillväxtscenario kommer det fortsätta att skapas nya jobb i en god takt de närmaste fyra åren. Nu börjar dessutom de stora pensionsavgångarna. Det innebär att det finns mycket goda möjligheter för ungdomar att få arbete och därmed kunna efterfråga bostäder. Nya jobb skapas i första hand i storstäderna och universitetsorterna. Därmed ökar inflyttningen till de orterna i en högkonjunktur. Och det är där som byggbolagen bygger nya bostäder.

Dessutom konstaterade vi att nettoinvandringen från utlandet till Sverige trendmässigt har ökat sedan i slutet på 1990-talet och att inslaget av personer från våra grannländer runt Östersjön har ökat markant. Det betyder att vi får en högre bostadsefterfrågan även från den komponenten.

Efterfrågan ser alltså ut att öka relativt kraftigt de närmaste åren, av såväl ekonomiska som demografiska skäl. Vi bedömde därmed risken för fall i bostadspriser som mycket liten. När vi slutligen gick igenom JM:s hemsida för att få en bild av prissättningen och försäljningsgraden i nya projekt, kunde vi konstatera att de genomfört mycket stora prishöjningar jämfört med i början av 2006. Det såg heller inte

ut att vara något fel på efterfrågan trots de kraftigt höjda priserna. När vi pratade med JM:s ledning uppgav de att de "inte förstod vad de andra (VD:arna) pratade om", när de sa att toppen var passerad. Slutsatsen av "hemsidesgenomgången" blev att vi återigen fick höja våra prognoser för både volym- och marginalutveckling i JM. Den nya prognosen innebär en vinst på drygt 18 kronor per aktie för 2007. Istället för att ligga 20 procent över konsensus låg vi nu 30 procent över för 2007 års vinst.

### Fortsatt konjunkturhøjning till 2010

Beträffande byggkonjunkturen generellt var förväntningarna att den nu toppade. Vi konstaterade när vi gick igenom läget i respektive segment att 2005 var bottenåret och att investeringarna precis hade börjat stiga under 2006. Vi tror att de fortsätter att stiga fram till 2010. När aktieförvaltare ställde in sig på en nedgång i byggvinster fick vi alltså höja våra prognoser ytterligare. Vi ställde cirka 30 procent kursuppgång i utsikt för Skanska, JM och NCC.

Nu en dryg månad senare har kurserna redan stigit med 20-30 procent. Ska vi då ta ned rekommendationerna och stänga caset? Nej, vi får signaler som tyder på att bostadspriserna kan vara på väg att stiga, dessutom med ordentlig styrka i vissa områden. I statistiken har det synts genom att småhuspriserna under slutet av förra året var lite högre än tidigare under hösten i alla tre storstadsregionerna. Normalt när vi är inne i en period där priserna stiger runt 10 procent per år så brukar småhuspriserna

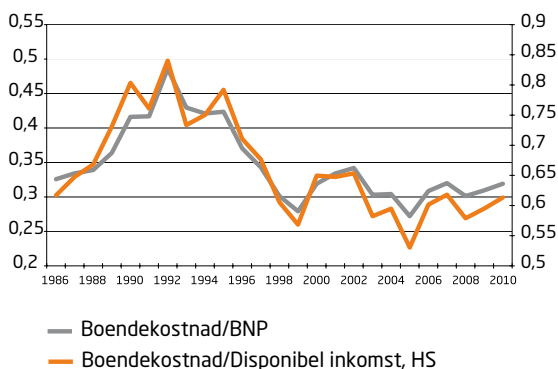
inte stiga mellan kvartal tre och kvartal fyra av säsongsmässiga skäl. Att de ser ut att göra det nu är en mycket stark signal. SEB:s boprisindikator har börjat stiga, och den prickade ju botten i priskurvan i höstas så det kan vara en bra indikator.

### Begränsat utbud driver upp priserna

Utbudet, mätt som antal annonser i bostadsbilagorna, nu i slutet av januari är fortfarande litet. Det kan vara för tidigt att dra för stora växlar på det men det begränsade utbudet verkar just nu som om det driver upp priserna, åtminstone på vissa objekt. På Lilla Essingen såldes nyligen en lägenhet med sjöutsikt enbart från balkongen för drygt 70 000 kronor per kvadratmeter inklusive lånen i föreningen. Det är åtminstone 20 procent högre än vad jag skulle ha bedömt som marknadspris!

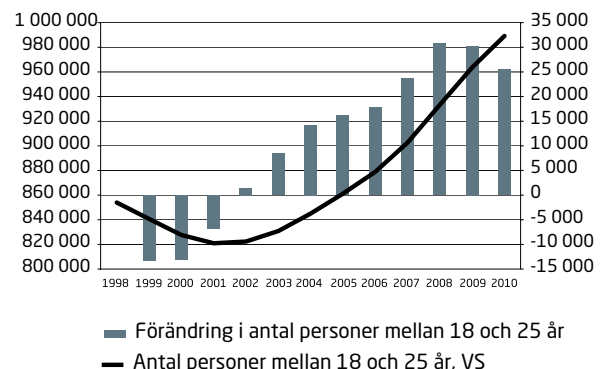
Den stora kursuppgången senaste månaden i byggaktierna beror på att marknaden ställt om från fallande till oförändrade bostadspriser. Nästa steg kan vara att man får ställa om synen till stigande bostadspriser, vilket kan betyda en fortsatt kursuppgång med 10-20 procent. Att hitta situationer där marknadens förväntningar är felaktiga brukar belönas rikligt om man får rätt. Som analytiker försöker vi alltid "gräva lite djupare" så vi har ordentligt på fötterna för våra aktierekommendationer, speciellt när vi har en klart avvikande uppfattning mot övriga marknaden. ☺

**Boendekostnad för genomsnittshuset relativt BNP och disponibel inkomst per capita**



Källa: HQ Bank Research

**Befolkning i "hushållsbildningsålder"**



Källa: SCB



FOTO: T. MAUDSLEY

Patrik Enblad, VD HQ Bank

År 2006 var det starkaste året i HQs historia. Rörelseresultatet hamnade på 350 Mkr och resultatet per aktie nådde 18,40 kr, nästan en fördubbling från förra året. Det förvaltade kapitalet steg från 54 till 78 miljarder kronor, en ökning med 44 procent. Visserligen fick vi hjälp av en god börsuppgång och hög omsättning, men vi visar också en stark organisk tillväxt med helt nya kundvolymerna på 8,4 miljarder.

Storbankerna har ett omfattande kontorsnät, som kontinuerligt skickar in nya kunder till de centrala förvaltarorganisationerna. Det har inte HQ Bank. Vi har heller inte gjort någon omfattande marknadsföring av våra tjänster och sparprodukter. Bakgrunden till vår snabba tillväxt står istället att finna hos våra nöjda kunder.

Alla i branschen säger på papperet samma sak – ”vi sätter kunden i centrum” osv. Det är enkelt att skriva det på ett papper – vi gör det också i praktisk handling. Det ger resultat. Den organiska tillväxten år 2003 var 12,5 procent, 2004 låg den på 14 procent, 2005 steg den till 15 procent, vilket vi har bibehållit även under 2006. En sådan tillväxt talar sitt tydliga språk, speciellt med tanke på att basen vi utgår från ökar kraftigt varje år.

En nyligen genomförd undersökning av

den svenska private banking-marknaden visade två tydliga aspekter beträffande HQ. De personer som känner till oss gav oss högsta betyg, men bara 10 procent av de tillfrågade visste att HQ driver en private bank.

Med det i åtanke inser man att resan för HQ Bank bara har börjat. Vi har en gigantisk marknad att bearbeta och med vårt mycket starka koncept ser jag därför goda möjligheter till fortsatt snabb och lönsam tillväxt. Vår fokus är på totalekonomiska lösningar i kombination med en öppen arkitektur. Det innebär att vi även rekommenderar andra förvaltares produkter – om de är tillräckligt vassa – vilket skapar förtroende för att vi verkligen vill våra kunders bästa. Det är grunden. Dessutom har HQ Bank ett mycket starkt förvaltar-team som skapar god avkastning. 2006 blev ett lysande år och en klar majoritet

av våra fonder och diskretionära portföljer utvecklades bättre än de marknader de placerar på. Förklaringen är att våra förvaltare, till skillnad från många i storbankerna, struntar i index. De väljer placeringar med bästa möjligheter i förhållande till risk och potential, oavsett dess vikt i något index. Det är en strategi som betalat sig på både kort och lång sikt. Strategifonden är kanske det bästa exemplet på detta. Fonden har sedan starten 1988 avkastat fenomenala 2 600 procent samtidigt som jämförelseindex ”bara” stigit med ca 800 procent. Kanske är det världens bästa fond.

Trenden är tydlig. Mervärde lönar sig för kunderna och därmed för oss. Vår fina utveckling hade heller inte varit möjlig om inte HQ hade haft en förstklassig administration. Kraven har ökat i takt med att företaget vuxit och det har hanterats mycket professionellt. Nya EU-krav på rutiner, processer och dokumentation blir allt hårdare, men vi står väl förberedda.

Strukturomvandlingen i finansbranschen innebär att en del företag kommer att slås ut. För att vara lönsam måste man antingen vara billigast/störst eller leverera betydande mervärden. Internetmäklarna har, med framgång, valt att vara billigast. HQ har valt att leverera mervärde. Det ska vi fortsätta med. Resan har bara börjat. ☉

Patrik Enblad, VD HQ Bank

# “Det ser mycket starkt ut”

Efter åtta år med en stadig, positiv utveckling och efter HQ Private Bankings bästa resultat någonsin har Per Axman, vice VD i HQ Bank och chef för Private Banking, beslutat att i vår lämna företaget.

TEXT: TORE DAVEGÅRDH

## Per, varför ska du sluta?

– Jag har arbetat 21 år i branschen och de senaste 16 åren med att bygga verksamheter, först på SEB och de senaste enormt roliga åtta åren på HQ. Min styrka ligger nog på entreprenörskapet och att bygga något från grunden till Sveriges bästa Private Bank har varit en fantastisk resa. Organisationen står nu mycket stark, vilket vi bevisat i rapport efter rapport. Mitt jobb är klart. Det gör mig litet ont att säga, men nu rullar det på även utan mig he, he (småskrattar Per).

Nu har jag fått ynnesten att kunna ta ett break och få mer tid för familjen, något som jag tyvärr försakat för mycket de senaste åren. Med ett mycket bra resultat, en enorm tillväxt, och ett kanongång i ledningsgrupp och personal känns det som rätt läge att kliva av.

## Vad är du mest nöjd med under din tid på HQ?

– Den starka tillväxten. I slutet av 1998 drog vi målet om 100 miljarder i förvaltd

volym – det var många som skrattade då. Nu har HQ Bank 78 miljarder under förvaltning och med ett nettoinflöde av förvaltda volymer 96 månader i ett sträck är vi unika. Jag är övertygad om att vi når 100 månader innan min sista dag i maj. HQ Private Banking har i många avseenden varit banbrytande i Sverige, framför allt när det gäller helhetssynen på kundernas ekonomi. Konkurrenterna pratar om produkter. Men Private Banking handlar om kultur, om människor som ger råd till andra människor. HQ har en kultur som också innebär att vi anstränger oss litet extra. Att vi skapat den inställningen glädjer mig mycket. Jag tror det dröjer länge innan storbankerna når den insikten, om de någonsin gör det.

## Vad kommer du att sakna?

– Självfallet kamratskapet och alla spännande kunder. HQ har en tyngdpunkt mot entreprenörer – en mycket stimulerande kundgrupp att jobba med. Jag lämnar en riktigt stark ledningsgrupp inom Pri-



FOTO: STICKAN KENNE

vate Banking, som under Patrik Enblads vakande öga kommer fortsätta leverera bra mervärde till våra kunder. Jag kommer också sakna Mats Qviberg och Stefan Dahlbo på Öresund och deras ”bollplankande” och stöttning under åren.

## Frågan som man alltid ställer, vad tror du om börsen?

– Det ser mycket starkt ut – konjunkturläget, låga räntor, vettiga värderingar och urstarka likviditetsflöden. Troligen krävs något mycket negativt och oväntat för att bryta denna trend.

Jag tror börsen levererar sitt femte positiva år på raken. Men vi som varit med en tid blir alltid lite mer nervösa när kurserna skjuter i höjden och när börsen är inne på sitt femte uppgångsår i följd. ☺

# Mats Gunnå nu på HQ

## Mats, vad är din bakgrund?

– Jag kommer närmast från stockholmsbaserade Wassum Investment Consulting där jag arbetat de senaste sex åren. Mina tidigare uppgifter har varit att bistå ledningsgrupper hos ett flertal större svenska och utländska kapitalägare och institutioner rörande kapitalförvaltningsfrågor.

## Vad ska du tillföra Allokering & Strategi-gruppen inom HQ?

– Främst kommer jag att arbeta mot kunder med mer komplexa förvaltningsuppdrag. Behoven hos större kapitalägare

är oftast mer komplicerade och man måste alltid utgå från kundens specifika situation och risksyn för att finna bra lösningar. Ett område där min erfarenhet kommer väl till pass är skräddarsydda lösningar för större stiftelser. Med min bakgrund som oberoende rådgivare har min uppgift i många fall varit att agera portföljkonsult och jag har då lyckats belysa problem och föra fram idéer till förvaltningen som bättre speglar kundens rådande situation. Den erfarenheten kan bli värdefull, särskilt i förvaltningen av våra tjänster Aktiv Fond och Aktiv Förvaltning. Jag



FOTO: STICKAN KENNE

kommer även att bistå kapitalförvaltningen som helhet i övergripande frågor kring förvaltningsfrågor.

# Jakten på rabatten

Tänk att få gå till banken och köpa en krona för 75 öre. Låter det som en dröm? På börsen är det möjligt.

Den som slår upp ordet rabatt i Nationalencyklopedin får läsa att det är ett "avdrag i kronor eller procent på ett givet försäljningspris i syfte att stimulera köparen att handla..." Vi som jobbar med aktier har en annan syn på ordet, särskilt när det kommer till investmentbolag. Då syftar vi som bekant på det faktum att en aktie handlas under värdet på tillgångarna minus skulderna.

Det går att spekulera i årtal varför det finns rabatt på investmentbolag och tusentals för att inte säga ännu fler uppsatser och rapporter har skrivits i ämnet utan att vi fått något bra svar. De mest uppenbara är väl att de inte tillför något, att portföljerna går att kopiera och att de prioriterar makt framför aktieägarvärde liksom att kostnaderna är för höga. Frågan är dock om inte tiden runnit ifrån kritikerna. Undertecknad börjar alltmer luta åt det faktum att rabatterna snart försvinner.

Ta Investor som exempel. Det är möjligt att de inte är beredda att sälja hela portföljen i morgon utan sitter lite för länge på vissa innehav, men med facit i hand: var det inte rätt att säga nej till MAN:s bud på Scania? Kursen i Scania är redan en bra bit över det förkastade budet. Och historiskt sett har faktiskt Investor levererat avkastning. Vad gäller portföljen har väl de senaste affärerna, köpet av Gambro och Mölnlycke med flera gjort den mer svår att kopiera; lägg till att Investor tvingat pengar ur sina portföljbolag på ett ganska aggressivt sätt jämfört med många andra börsbolag och det är svårt att säga att Wallenbergarna inte tänker på aktieägarvärde.

**"Undertecknad börjar alltmer luta åt det faktum att rabatterna snart försvinner."**

Men om ett investmentbolag kostar flera hundra miljoner kronor att sköta måste man väl sätta ett p/e-tal på den kostnaden också? Förvisso, fast inte om det också resulterar i något slags övervärde. Dessutom är väl en kostnad på 400-500 miljoner om året inte så mycket i förhållande till en portfölj norr om 150 miljarder kronor.

Nu kanske vän av ordning invänder att Investors synliga rabatt – vi uppskattar att det finns stora övervärden i den onoterade portföljen och att den "osynliga" därmed är högre – har krympt från 40 procent ner till 20 och det är i och för sig sant. Men glöm inte fastighetsbolagen, de gick från stora rabatter till lite mindre och sedan inga rabatter alls. Nu värderas hela sektorn med premie.

Smygstarten har vi redan fått bland investmentbolagen också, titta bara på Öresund som har en stor premie, motiverat med tanke på historiken, och Ratos som även de förmodligen har en stor premie. Osäkerheten i fallet Ratos bottnar i att bolaget ständigt tar fram stora övervärden och ingen vet riktigt vad portföljen egentligen är värd. Frågar man VD Arne

Karlsson spelar det ingen roll. Han tycker att bolaget ska bedömas efter samma kriterier som andra börsbolag och om de når sitt mål om en avkastning på 20 procent per år kan aktien handlas mer än dubbelt så högt som substansen givet ett avkastningskrav på 8 procent (riskfri ränta plus riskpremie). Troligtvis kan de inte avkasta så mycket om man lyfter blicken med ett par år, men ponera att Arne Karlsson, som tillhör börsens bästa VD:ar, kan avkasta 16 procent om året uthålligt och aktien ska handlas till dubbla avkastningskravet, alltså en premie på 100 procent.

Summa summarum? Investmentbolag ger riskspridning, hög utdelning och om tillgångarna kan köpas under dess värde är det väl svårt att klaga? Därför äger vi Investor och Industrivärden C, den senare har betydligt högre rabatt än A-aktien, men ger samma utdelning. Arne Karlssons Ratos finns också i portföljen – vi tror inte att det finns någon rabatt, men betalar gärna för att få avkastning. Vem vet, kanske folk säger samma sak om Börje Ekholm om några år? ☉



Simon Blecher är förvaltare av HQ Sverigefond. Simon kommer närmast från tidningen Affärsvärlden där han varit i sex år, varav de tre senaste som analyschef.

# +HQ Private Banking

Har Du frågor om något? Ring eller maila oss.  
Du är alltid välkommen!

## KAPITALFÖRVALTNING

Placeringar, behovsanalys. Förmögenhetsförvaltning både i Sverige och utomlands. En gedigen behovsanalys är grunden för goda affärer.

Stockholm	08 696 20 10	kapitalforvaltning@hq.se
Göteborg	031 701 66 00	
Malmö	040 665 53 00	
Halmstad	035 27 11 82	
Norrköping	011 36 12 00	
Visby	0498 24 92 28	

## FINANSIELL PLANERING

Skattefrågor, företagarfrågor, familjerätt med mera. Vi arbetar i team med Kapitalförvaltningen, Entreprenörtjänsten och HQ Pension och hanterar frågor inom skattelösningar för privatpersoner och företag, affärsjuridik och familjerätt.

020 696 696 [thomas.forslund@hq.se](mailto:thomas.forslund@hq.se)

## EMERGING MARKETS

Affärer på tillväxtmarknader. Vi identifierar intressanta affärsmöjligheter på världens tillväxtmarknader, speciellt Ryssland och utvalda marknader i Asien.

08 696 1760 [emergingmarkets@hq.se](mailto:emergingmarkets@hq.se)

## STRUKTURERADE PRODUKTER

Aktieindexobligationer och certifikat. Vi skapar sammansatta placeringsinstrument, ofta mot internationella marknader.

08 696 1810 [strukturerade.produkt@hq.se](mailto:strukturerade.produkt@hq.se)

## HQ FONDER

Vi förvaltar och administrerar HQs egna fonder.

Kundtjänst: 08 5220 26 70 [info@hqfonder.se](mailto:info@hqfonder.se)  
Rådgivning: 08 696 1940

## EXTERNA FONDER

Öppen arkitektur. Information kring våra samarbetspartners fonder och produkter.  
Se Kapitalförvaltning ovan.

## ENTREPRENÖRSTJÄNST

Erbjuder biträde i företagsfrågor avseende försäljning, förvärv samt kapitalanskaffning för små och medelstora företag.

08 696 1839 [johan.ahldin@hq.se](mailto:johan.ahldin@hq.se)

## PENSION

Kapitalförsäkring, kapitalpension, tjänstepension, flytträtt etc. Vi kan hjälpa dig eller ditt företag till bättre pensioner - ofta till lägre kostnader. Vår unika portföljrapport ger dig en överblick över alla finansiella tillgångar.

Stockholm	08 696 2080	pension@hq.se
Göteborg	031 701 6614	
Malmö	040 665 5303	

Exponering mot tillväxtmarknader

# Brasilien, Ryssland Indien, Kina & Sydafrika

Tillhör Du dem som inte vill riskera att förlora Ditt insatta kapital, men som ändå vill få möjlighet till god aktieutveckling i snabbväxande länder/regioner?

Kontakta oss för mer information

Tel 08 696 18 10

[www.hq.se](http://www.hq.se)