

Uppsala den 22 juni 2011

Till:
Didner & Gerge Fonders Andelsägare

Några tankar om risk

Många av våra andelsägare har hört av sig till oss och vill veta mer om vår verksamhet och våra innehav, utöver den information vi återkommande ger i kvartals- och årsrapporter. Det här är ett första försök att möta denna önskan. Vår tanke är att vi med jämna mellanrum ska återkomma i denna form.

Vi börjar med att resonera på temat om vilka risker som är värda att ta och vilka som inte är det, utifrån vårt sätt att se det.

Välj dina risker

Att investera i olje- och råvarubolag har, speciellt de senaste åren, blivit ett populärt tema. Det blir lätt spännande och det kan synas enkelt att göra analysen av hur bristande utbud, ökad efterfrågan och andra lättförståeliga variabler kommer att påverka priset på en viss råvara. Prisserier på råvaror som t ex olja är tillgängliga för alla. Vi på Didner & Gerge investerar dock i princip inte i bolag som är tydligt beroende av råvarupriser. Varför det, kan man fråga sig. Sådana investeringar innebär att ta fel sorters risker enligt vårt synsätt.

Att investera i aktier och därigenom bli delägare i en rörelse innebär alltid ett visst risktagande; ibland mer, ibland mindre. Vi tror att det är viktigt att köpa aktier i bolag där det finns en rimlig möjlighet att kunna göra en bedömning av riskerna i bolagets verksamhet för att kunna ställa dessa risker i proportion till de möjligheter som bjuds.

Låt oss först ta ett exempel på en typ av aktie och därmed sammanhängande risker som vi normalt undviker. PA Resources är ett företag som bedriver oljeprospektering samt producerar olja från några fält där de hittat olja. Företaget har minoritetsandelar i de projekt som de deltar i. På det viset kan de, som ett mindre bolag i oljebranschen, i viss utsträckning sprida sina risker. Under perioden september 2003–2007 steg aktiekursen närmare 30 gånger! Hur kunde vi missa en sådan aktie? Svaret är: i princip av samma skäl som därefter har lett till att aktien sjunkit med närmare 90 procent.

Vad var det då som hände? Perioden 2003–2007 steg oljepriset med i storleksordningen 250 procent – en dramatisk och ur ett investerarperspektiv en fantastisk uppgång. Med facit i hand kanske det kan tyckas att man borde ha förutspått denna prisutveckling. Kinas insteg på världsmarknaden med ett kraftigt ökande oljebehov och amerikanska bilisters kärlek till allt större stadsjeepar. Addera dessutom

Rysslands, Indiens och Brasiliens ökande aptit på olja. Tänk bara tanken att 200 miljoner indier kanske kommer att köpa bil det kommande decenniet. Hur många kineser gör detsamma? Insikten att oljepriset permanent, eller i alla fall under lång tid, skulle vara mycket högre än det var 2003, borde väl de flesta ha insett. Eller är det kanske inte så enkelt?

Oljepriset har sedan toppen under 2008, då det var uppe i \$ 150 per fat, fluktuerat kraftigt. I dagsläget har priset 'bara' sjunkit med knappt en tredjedel, räknat i dollar. Samtidigt har PA Resources börskurs sjunkit med cirka 90 procent. Något hände uppenbarligen i bolaget.

Efter den fantastiska uppgången började aktiekursen att svaja i slutet av 2007. I november detta år varnade företaget för att det kommande årets produktion skulle bli lägre än företaget tidigare hade prognostiserat; men fortfarande var investerarnas tro på PA Resources generellt sett stark. Möjligheterna att skapa värden från de pågående prospekteringarna bedömdes som goda. I en analys uttrycktes det på följande sätt: *'It has recently announced its involvement in several discoveries in Equatorial Guinea, Africa, which we believe represents substantial value not yet reflected in the company's share price.'*

Från slutet av 2007 till början av 2008 halverades dock aktiekursen i det närmaste. Till en del berodde det säkert på att oljepriset tillfälligt sjönk. Ett återigen stigande oljepris och positiva uttalanden från företaget angående ökade uppskattningar av oljereserver, hjälpte dock till att fördubbla aktiekursen igen. Därefter, under sensommaren, fick en antågande finanskris, sjunkande oljepris och negativa produktionsrapporter från bolaget kursen att falla kraftigt med cirka 75 procent på ett kvartal.

Efter en kort rekyl fick marknaden ta ställning till en risk som den tidigare inte brytt sig om: finansieringsrisken. Sämre produktion än väntat innebar ett minskat kassaflöde till PA Resources. Detta i kombination med ett återigen fallande oljepris samt minskade möjligheter att finansiera sig på kreditmarknaden till följd av den nu pågående finanskrisen, innebar att två finansieringsåtaganden som tidigare inte ansetts utgöra ett problem nu blev det. Hur skulle ett konvertibelt lån om \$ 200 miljoner med förfall januari 2009 finansieras och hur skulle bolaget finansiera sina prospekteringsåtaganden? Marknaden svarade med att halvera kursen. Den akuta krisen löstes genom ett nytt konverteringslån från aktieägarna samt att tillgångar i producerande oljefält i Nordsjön såldes.

I detta läge, tidigt under hösten 2008, åt vi lunch med en av våra andelsägare som frågade oss om inte PA Resources kunde vara en intressant placering för våra fonder med tanke på den 'låga värderingen'. Vi svarade med att räkna upp några av de risker som ett bolag av denna typ möter:

Stora prisförändringar – Den tydligaste risken är att det i princip är omöjligt att bedöma råvarors, i detta fall oljans, prisutveckling. Prisförändringar för råvaror som olja kan vara dramatiska med stora konsekvenser för de bolag vars utveckling i hög grad är beroende av prisutvecklingen. Visst kan efterfrågan för t ex tillverkande bolag variera, men så stora svängningar som råvarubolag är utsatta för är sällsynta.

Fördyringar – Eftersom det är en projektnriktad verksamhet innebär det inte sällan risker för förseningar och fördyringar. Historien visar att det ofta blir dyrare att utvinna en råvara i praktiken, än vad skrivbordskalkylen i förstona visade. Det kan också visa sig bli mindre produktion än väntat i såväl nya fält som just påbörjat utvinning likväl som i existerande fält.

Nedskrivningar av reserver – Det finns en betydande osäkerhet i de reserver som denna typ av bolag kan göra anspråk på. Det som inte är lönsamt att utvinna vid ett prisläge på råvaran, kan vara det vid ett annat prisläge och vice versa. Reservers värde kan naturligtvis skrivas upp, men inte mindre sällan, skrivas ned.

Politiska och etiska risker – Inte sällan sker stora delar av verksamheten i politiskt instabila områden, där det förekommer bl a etiska risker. En viktig fråga är hur korruption skall hanteras.

Finansieringsrisk – För ett litet bolag i en projektorienterad verksamhet, kan negativa utfall i även relativt små projekt få stora konsekvenser för företagets kassaflöde och finansiella ställning. Som litet bolag i en stor bransch, har PA Resources ofta minoritetsandelar i projekt vilket betyder att företaget inte helt själv kan bestämma över takten i investeringar och kostnader.

De här riskerna är svåra att överblicka och är förmodligen lätta att underskatta, speciellt i tider med stigande råvarupriser då de flesta tenderar till att mest fundera över bolagets möjligheter. Som vi uppfattar det är det svårt att få en tillräckligt klar bild av hur negativa händelser påverkar denna typ av bolag.

I vilket fall hade vår andelsägare och lunchgäst köpt aktier i bolaget efter den stora nedgången 2008. Med bolagets finansieringskris bakom sig, stigande oljepriser, positiva uttalanden angående oljereserver, samt det faktum att de finansiella systemen återigen hjälpligt kom igång, trefaldigades PA Resources aktiekurs fram till mitten av 2009. Vår andelsägare var glad att han hade köpt aktier i bolaget och bjöd oss på lunch.

Var allt då frid och fröjd igen? Tyvärr inte. Första halvåret 2010 kom bolaget med flera nedslående rapporter angående produktion och reserver. Ny ledning tillträdde. Ny strategi kommunicerades och problemen med att finansiera åtaganden återkom. Förtroendet för bolaget försvagades kraftigt, milt uttryckt. Kursen reagerade med att sjunka cirka 60 procent och under 2011 har kursen fortsatt att falla. Nu är kursen cirka 10 procent av toppkursen 2008. Nu är det vi som bjuder vår provade andelsägare på lunch.

Låt oss slutligen ta ett exempel där ett kalkylerat risktagande verkat till vår fördel. I början av 2008 knöps företaget Hexpol av från det börsnoterade moderbolaget Hexagon. Vi kände rimligt väl till Hexpols verksamhet och ledning då vi länge varit aktieägare i Hexagon. Hexpol hade en viss underleverantörsställning. En del av företaget tillverkade produkter – främst packningar till OEM-tillverkare av plattvärmeväxlare, t ex Alfa Laval samt polyuretanhjul till el- och handtruckar. Den andra delen av företaget framställer specialiserade gummiblandningar och kunderna är tillverkare av tätningsslingor, slangar och packningar. En stor del av slutprodukterna riktar sig mot fordonsindustrin. Bolaget hade vid den här tiden också en icke obetydlig skuldsättning. Bolagets fördelar låg i en relativt stark ställning i en nisch, en erfaren ledning, en stark försäljningstillväxt och en stabil resultatutveckling med god lönsamhet under ett antal år.

När ett bolag 'knoppar av' ett annat mindre bolag, blir det ofta ett visst säljtryck på aktiemarknaden, då många aktieägare får ett innehav de inte själva aktivt har valt. Så blev det även denna gång. Bolaget Hexpol inledde sin börskarriär med en viss försvagning av kursen.

Vi valde att öka vårt innehav lite försiktigt. Sedan kom finanskrisen med medföljande kraftig konjunkturedgång. En oro för bolagets skuldsättning, den snabbt försämrade konjunkturen och det faktum att en väsentlig del av bolagets verksamhet var riktad till fordonsindustrin medförde att investerarna flydde från aktien som på det följande knappa halvåret tappade mer än två tredjedelar av kursen. Vi bedömde fortfarande bolaget som intressant, men oroade oss en del för behovet av en eventuell nyemission.

Under första halvåret 2009 visade bolagets rapporter att det klarade av konjunkturedgången mycket väl. Bolaget skulle inte komma att redovisa förluster utan kunde tvärtom använda ett starkt kassaflöde till att reducera skuldsättningen. För de som bemödade sig att gå på bolagets presentationer i samband med rapporterna under denna period, var det tydligt att bolaget var i god form och inte skulle behöva någon nyemission, trots de svåra tiderna. Värderingen på börsen präglades dock under lång tid av de tidigare upplevda problemen. Vi kunde därmed öka innehavet kraftigt. Idag har kursen gått upp med cirka 1000 procent från bottenläget, bland annat som en konsekvens av att bolaget kunnat genomföra förvärv som tycks passa bra in i koncernens verksamhet. Företaget är högre värderat än tidigare, men sannolikt inte utmanande högt med tanke på de möjligheter som verkar finnas.

Den stora skillnaden avseende risker i denna typ av investering jämfört med det tidigare exemplet, är att bolaget har och hade en för oss analyserbar rörelse. Det gick att bilda sig en uppfattning om bolagets verksamhet avseende kunder, produkter, intäkter, kostnader, tillverkningsenheter med mera, som en utgångspunkt vid långsiktig värdering av verksamheten.

Att andra marknadsaktörer upplevde riskerna så mycket större än vad de visade sig vara, blev till en stor fördel för oss. Det verkar som om marknaden länge höll fast vid sin bild av bolaget som en konjunkturkänslig underleverantör till fordonsindustrin med svag balansräkning, även om denna bild av bolaget vid denna tidpunkt var tydligt missvisande. I efterhand kan konstateras att Hexpols resultat rensat för jämförelsestörande poster aldrig blev negativt och att bolaget under hela perioden hade ett positivt kassaflöde, trots att företaget mötte den svåraste industrikonjunkturen i modern tid.

Risker och möjligheter vid investeringar är inte symmetriska. Ibland finns det helt enkelt mer risk än möjligheter och ibland mer möjligheter än risk, beroende på bolagens värdering och verksamhet. Det finns faktiskt ett ganska stort utrymme för att göra lite fel i bedömningen av risker i samband med placeringar, bara det vägs upp av att tillräckligt ofta investera i situationer där de långsiktiga möjligheterna visar sig överträffa de risker man valt att ta.

Med dessa reflektioner önskar vi en riktigt trevlig sommar!



Henrik Didner



Adam Gerge

P.S: Det är vår intention att med jämna mellanrum skicka den här typen av brev till våra andelsägare. Om du i stället önskar få brevet via mail, vänligen meddela oss din mailadress på info@didnergerge.se

Didner & Gerge är en liten, aktiv och fristående förvaltare med en uthållig investeringsfilosofi och en stark teamstruktur. Vi har framgångsrikt förvaltat våra kunders sparkapital sedan starten 1994.

Vår Sverigefond har överträffat sitt jämförelseindex med i genomsnitt nära sju procent varje år från starten fram till förra årsskiftet. Avkastningen i vår Småbolagsfond, som startade i december 2008, har i genomsnitt varit nära 13 procent bättre än sitt jämförelseindex varje år.

Vi avser att starta en globalfond i slutet av detta år. Idéerna och byggstenarna är desamma som för de andra fonderna.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonderna kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.