



Några rader från Investeringskommittén

När vi tittar på de sex år som gått sedan starten av Basic modellportfölj så har portföljen avkastat ca 163 % och MSCI ca 86 %, med en marknadsrisk mätt i volatilitet om ca 13 %. Läger vi till en jämförelse med många andra breda index, tex Europa, Nordamerika, Japan, Asien, Latinamerika, Östeuropa så kan vi konstatera att Basic har slagit samtliga. Vi är naturligtvis mycket nöjda med och glada åt denna fina utveckling!

Utvecklingen kommer inte nödvändigtvis att vara lika fin varje år. Om så vore fallet skulle alla vara Value Investors. Vi vill dock påstå att på lång sikt är Value Investing den investeringsmetod som har fungerat överlägset bäst i över ett århundrade.

Varför har det gått så bra – Jo, den som äger bra företag och konsekvent håller sig till de grundläggande principerna för Value Investing och aldrig ändrar denna strategi kommer att få bättre avkastning på sikt. Vi är långsiktiga och köper bolag som har en låg kurs i förhållande till sitt värde. Att priset på bolaget är lågt kan bero på att bolaget har tillfälliga problem. Problem som håller andra köpare borta från dessa bolag. Den rent psykologiska kraften i detta möjliggör fördelaktiga investeringar när kortsiktiga, oroliga köpare håller sig borta. Det kan sen ta en stund innan priset på bolaget rättar till sig och det är just därför som konsekvent långsiktighet är så viktig.

Oavsett marknadssituation eller vad som för stunden är trendigt skall fokus oförändrat vara att söka bra företag. Det är viktigare att inte förlora pengar än att vinna och det är aldrig klokt att gissa. Vi säger alltid nej till det som vi inte förstår och som inte uppfyller de kriterier som gäller för Value Investing. Om vi inte kan hitta det som uppfyller kraven är det viktigt att ha tålamodet att vänta.

Value Investing och inte minst det sätt på vilket Warren Buffett tillämpar sina investeringsprinciper ligger mig oerhört varmt om hjärtat. Jag tänkte därför passa på att ge er lite av mina personliga synpunkter på det jag ser som viktigt vid förvaltning av värdepapper.

Huvudmålet som jag ser det är att äga bolag som har en uthållig konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter, har en stark ekonomi och en hederlig och kompetent ledning. Exempel på sådana bolag är H&M och Coca-Cola som dessutom har starka varumärken och en fantastisk distribution. Som Warren Buffett uttrycker det; de äger en del av kundernas själ... Detta är fantastiska bolag! Man kan skilja på två olika sorters värdepappersköpare. Spekulanter som hoppas att någon annan skall betala ett högre pris än han själv gjort. Value Investors som från början betalar mindre än vad det köpta bolaget är värt. Spekulation kan vara både spännande och upphetsande och även ge stora vinster men det är enligt mitt förmenande den sämsta tänkbara vägen att bygga en stor, varaktig förmögenhet.

Det kan vara bra att komma ihåg historien – I slutet på 2002 så hade de sk "Dotcom-företagen" förlorat ca 95% av sitt börsvärde. Om en spekulant förlorar 95% så behövs det en uppgång på ca 1900 % efter skatter och avgifter för att komma på plus minus noll igen! Blanda aldrig ihop värdet på ett företag med dess pris. Ju lägre priset är jämfört med det inbyggda värdet desto mer ökar säkerhetsmarginalen och man får en lägre risk.

Vi lägger ett framgångsrikt 2014 bakom oss och är mycket stolta över våra kunders fina utveckling i Basic!

Joakim Huth
Ordförande, Investeringskommittén

*'If you can't explain it simply,
you don't understand it well enough.'*
Albert Einstein

Årssammanfattning 2014 Basic

Förvaltningskommentar

Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2014 haft en positiv värdeutveckling om +163,44% vilket motsvarar +17,52% per år. Under samma period har världsindex MSCI World Free stigit 86,02% vilket motsvarar 10,90% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg 14,75% under 2014. De bolag som bidrog mest till avkastningen under året var American Express och Svenska Handelsbanken. Världsindex, MSCI World Free steg 25,27% under året. De tre största innehaven vid årets slut var American Express, Google och Svenska Handelsbanken.

Marknadskommentar

2014 var "det stora valåret" där 40% av jordens befolkning skulle rösta fram nya ledare. Såsom vi vant oss vid numera blev det ett mycket stökigt politiskt år, inte minst i Sverige där ett nyval var nära att inträffa. Finansmarknadernas reaktion på den svenska valutgången fick kronan att tappa i styrka mot i stort sett alla valutor. Den kanske starkaste valutan av dem alla, dollarn, har dock inte påverkat världen särskilt mycket till följd av energiprisernas dramatiska berg- och dalbanefärd. Oljepriset, som först steg i samband med oroligheterna i Ukraina och Irak för att sedan mer än halveras, är på lång sikt givetvis positivt för ekonomin. Alla får mer kvar i sina plånböcker varför konsumentvaror skulle kunna förväntas uppvisa ett uppsving. Det är inte heller omöjligt att centralbankerna ser nedgången i priserna på olja och även andra råvaror som en extra möjlighet att stimulera ekonomin eftersom sådana prisfall håller nere inflationsnivåer med besked.

Som vanligt slogs nya rekord i låga räntor. Den svenska räntan är just nu den lägsta som någonsin dokumenterats. Det går inte att utesluta att just kombinationen av ultralåga räntor och låga energipriser skulle kunna vara den trampolin världsekonomin behöver för att studsa upp ur diket.

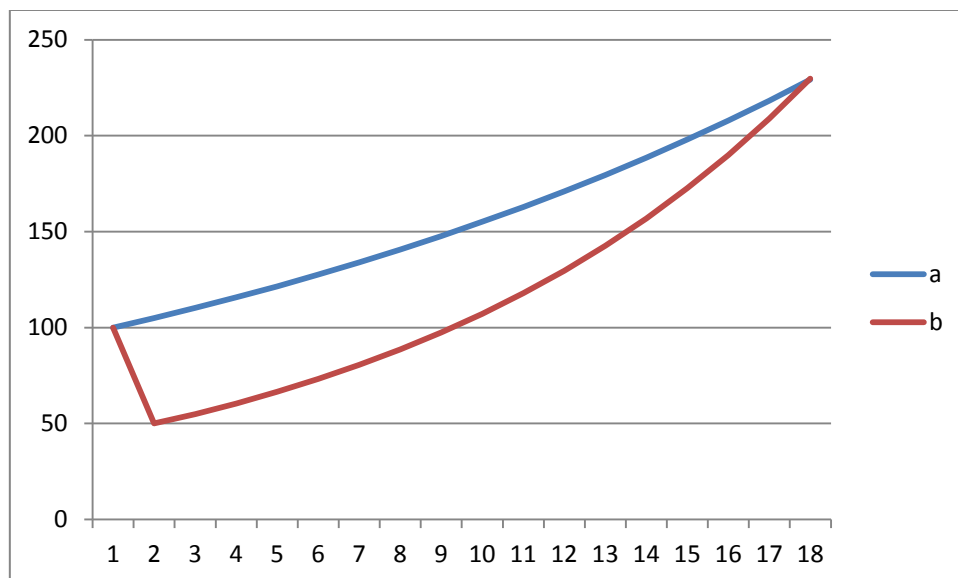
Å andra sidan är det många som upplever att det förmodligen var länge sedan vi levde i en så instabil värld. Årets händelser i Ukraina, Hong Kong, Syrien och Irak har inte direkt bidragit till att öka tryggheten hos investerare. Situationen i Ukraina, som inleddes direkt efter de Olympiska Spelen, och ISIS framfart skulle kunna, om det eskalerar, få många att hålla mycket hårt i sina plånböcker och avstå från att satsa på utveckling och företagande. Det finns ännu fler nagelbitare på horisonten såsom det grekiska valet vilket kan bli precis hur spännande som helst. Framtiden har de senare åren haft en tendens att bli mer oviss än någonsin tidigare.

Om risker

En fråga som ställts av flera på sistone rör hur många bolag som finns i portföljen. Vissa uppfattar antalet som ganska lågt och frågar då om det kan innebära högre risker? Det här är givetvis en mycket klok fråga som förtjänar sitt svar. Att aktivt undvika onödiga och farliga risker är klokt i sig. Den första frågan att besvara i sammanhanget är givetvis därför - vad är risk?

Risk, för oss som håller på med Value Investing, innebär risken att åsamka portföljen en permanent värdetvåning. Exempel på en sådan risk är att betala för mycket för ett bolag, vilket skulle kunna hända om investeraren saknar kunskap eller inte analyserat bolaget tillräckligt väl. Å andra sidan - en av de viktigare faktorerna som bidrar till *reduktionen* av risk är att de bolag vi investerar i har mycket starka marknadspositioner och en bred diversifiering i termer av deras produkter, tjänster och antalet kunder. En annan faktor är att de allra flesta av bolagen är verksamma över flera kontinenter och i väldigt många valutor. För det tredje appliceras Investeringens framgångsrika Value Investing som investeringsprocess vilken syftar till att hitta företag med långsiktiga konkurrensfördelar som styrs av hederliga och kompetenta människor. Som ni märker är de faktorer jag nämner ovan sådana som hindrar att en koncentration av risk uppstår. Det som händer är att risken att förlora pengar snarare skingras och därmed ökar den potentiella storleken av framtida ränta på ränteffekter. Svaret på frågan är att antalet aktier är inte är avgörande för risken ur ett Value Investingperspektiv.

Vikten av att i så stor utsträckning som möjligt bevara framtida möjligheter till ränta på ränta illustreras bra i nedanstående figur som tydligt visar kostnaden av en förlust.



a (blå linje) ökar med 5% årligen.

b (röd linje) tappar 50%, stiger sedan med 10% årligen.

Figuren ovan visar värdeutvecklingen av två investeringar. Den ena (a) stiger med 5% per år. Den andra (b) stiger med 10% per år men halveras i värde det första året. Trots att b har dubbelt så hög avkastning som a krävs det 16 år att gå ikapp!

Faktum är att inom Value Investing anses en portfölj som består av få bolag, som är väl genomanalyserade av investeraren, leda till en *lägre* risk. Fokus är därför att noga försöka följa de absoluta riskerna som är förknippade med investeringarna – sådant som kan tänkas skada vår framtida ränta på ränta. Fokus är även att totalt bortse från de senaste tillfälliga trenderna, och inte minst huruvida vi har eller inte har en viss indexavvikelse, så kallad *Tracking Error*.

Om framtiden

Nu höjer många på ögonbrynen. Skriva om framtiden? En sann Value Investor vägrar ju alltid kategoriskt att uttala sig på minsta sätt om framtiden eftersom den är okänd. Någonting som är självklart och givetvis beror på att den, per definition, ännu inte har inträffat. Ett klokt investeringsbeslut tillkommer genom kombinationen av kvalitativ och kvantitativ analys grundad på empiri och inte genom att skåda i en kristallkula. Även om det funnes någon som kunde utläsa framtiden skulle den personen inte återfinnas i finansbranschen, nej den personen skulle spela på lotto och vinna varje helg. Det här avsnittet kommer inte handla om förutsägelser utan om troliga utvecklingar baserat på nästan hundra års erfarenhet av hur en value investingportfölj bör bete sig.

Vi har fått väldigt många nya kunder under året och jag vill därför berätta lite om vilken framtida förväntansbild som bör skapas. Jag brukar ofta i mina brev nämna att det är både min förhoppning och min målsättning att urvalen av bolag att investera i, efter en korrekt utförd analys i enlighet med metodiken som Investerums Value Investing står för, leder till en portfölj som uppvisar vissa mycket specifika egenskaper. Den absolut viktigaste egenskapen är givetvis den värdebevarande. Vad portföljen skall göra på lång sikt är att i dåliga marknader uppvisa enastående resultat, i stillastående marknader uppvisa goda resultat och i starka marknader uppvisa mediokra resultat. Ur ett långsiktigt perspektiv innebär det att ett år då marknaden faller 30-40% är förhoppningen att Basic endast faller 10-15%. De år som aktiemarknaden står stilla hoppas jag få se Basic stiga mellan fem och tio procent. Däremot när aktiemarknaderna stiger kraftigt, mer än 20%, bör portföljen uppvisa svårigheter att hänga med. Den ofrånkomliga följderna av sådan årlig utveckling är en långsiktig avkastning som över lång tid överstiger marknadens. Nyckeln i resonemanget är att den kapitalbevarande egenskapen som är förenad med bolag av hög kvalitet både bevarar och ökar den framtida möjligheten till ränta på ränta.

Om kvalitativ analys

En mycket talande och viktig lärdom, angående den okända framtiden och bevarande av kapital, att ta med sig från 2014 är oljeprisets spektakulära nedgång. Inte i något av alla utskick från oljeanalytiker, experter eller förståsigpåare jag har tagit del av, har priset förutsetts. Chocker av den typen är väldigt avslöjande då företag med konkurrenssvaga affärsidéer, alltför hög belåning och svag ledning får problem. Warren Buffett har träffsäkert beskrivit företetselsen med de humoristiska orden "Det är först vid ebb du får reda på vem som simmar naken." Vad som blir lite extra spännande med att testa en affärsidé och en företagsledning i nedgång är att perioden blir till ett kvitto på att företaget kan hantera dåliga tider (givetvis är det av lika stor vikt att de kan hantera

goda tider också). Den som varit med om att rida ut många krascher framstår förstås som ännu säkrare och stabilare. Att ett företag har långsiktiga konkurrensfördelar eller en fantastisk ledning låter sig inte mätas i siffror och det är främst här som den kvalitativa analysen kommer in. Jag tror att det sättet att tänka på är så nära det går att komma ett siande av framtiden. Poängen är att vi i förväg kan välja både affärsidén och vilka personer som i framtiden skall driva ett företag framåt, men det går inte att välja de framtida kvantifierbara resultaten.

Investerum Basic Modellportfölj har i över sex år levererat förstklassig avkastning och jag kan inte på något sätt garantera en lika bra avkastning i framtiden. Däremot kan jag lova att från den framgångsrika strategi som hittills använts kommer inte avvika en enda milimeter!

Om resultat

Då Basic den 1 januari 2015 fyllde sex år är det ett lika utmärkt som lämpligt tillfälle att blicka tillbaka och se hur det gått. Fem-sex år är en lagom tidsperiod att göra jämförelser över. Så här ser det ut:

	Basic	Världsindex	Skillnad
2009	+48%	+16%	+28%
2010	+5,4%	+2,4%	+3%
2011	+4,1%	-4,9%	+9%
2012	+5,9%	+6,86%	-1%
2013	+33,7%	+22,7%	+9%
2014	+14,8%	+25,3%	-8,4%
Akkumulerat 6 år	+163,4%	+86,0%	+42%

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt.

Läggs två på varandra följande år samman hamnar vi som sämst på +10% och som bäst på +56%. Låt mig dock få med eftertryck påpeka att ett eller två år är alldeles för kort tid för att kunna bilda sig någon som helst uppfattning om hur pass bra en investeringsstrategi är. Det behövs minst fem-sex år och helst skall det finnas perioder av både svag och stark generell marknad.

	ACKUMULERAT		
	Basic	Världsindex	Skillnad
2009-10	+48%	+16%	+28%
2010-11	+55,8%	+19,1%	+31%
2011-12	+62,2%	+13,3%	+43%
2012-13	+71,7%	+21,1%	+42%
2013-14	+129,7%	+48,5%	+55%
2014-15	+163,4%	+86,0%	+42%

På Investerum vill vi vara experter på långsiktig kapitalförvaltning. Allt som görs hos oss och för våra kunders räkning är med långsiktighet för ögonen. Det är den långsiktiga investeraren vi vill vara och sådana kunder vi hoppas attrahera. Genom att strikt anamma en strategi och metod enligt teorierna för Value Investing kommer kunderna äga fantastiska bolag som har uthålliga konkurrensfördelar i syfte att äga dem länge! Den som ägt de bästa företagen har alltid haft den bästa avkastningen och kommer med säkerhet få bättre avkastning än de allra flesta. Det är en naturlag. Det går återigen inte att lova samma avkastning men vi lovar samma strategi – att köpa jättefina och noga analyserade bolag med syftet att äga dem länge.

Stort tack till alla kunder för ert förtroende.

Naturligtvis vill jag även rikta ett tack till investeringskommittén för den breda erfarenheten och inspirationen den bidrar med som stöd i mitt arbete och till alla medarbetare för fina insatser under året.

Roland Dahlman,
Förvaltare Basic Modellportfölj