

## Några ord från investeringskommittén

Glädjande info från Investeringskommittén: Den som satsat 1 miljon från start i BMP hade vid årsskiftet haft 3,4 miljoner brutto. Det motsvarar ca 15%/år, vilket är mycket bra i förhållande till tagen risk ca 13% i volatilitet. Den fina avkastningen har uppstått i en räntemiljö som varit extremt låg i många år, vissa år med minusränta.

Ju längre tid som förflutit, desto mindre är risken att det är tur som legat bakom framgången. Förvaltare som exempelvis Victor Niederhoffer, som en gång utsågs till världens främsta Hedgefondsförvaltare efter att ha genererat omkring 34%/år under en 6 årsperiod, har sedan fått stänga samma fond för att den kollapsade. Han, liksom flera andra förvaltare, hade inte kontroll över riskerna och är därför ej lämpliga förebilder när det kommer till hur man skall agera på börserna.

Detta innebär inte att BMP på något sätt är immun mot nedgångar i värde, det kommer att hända i omgångar. Vi som är Value Investors välkomnar dock detta, för då kan vi köpa fler andelar i fantastiska bolag och i slutändan få ännu större resultat. Förluster är begränsade till de belopp som investerats medan uppsidan ej har någon gräns, och trots flera krig, katastrofer, lågkonjunkturer, riksrätter, etc., har företagets vinster ökat ca 60 gånger sedan andra världskriget, och aktiemarknaden ca 65 gånger.

Det som är förvånande är att det inte finns fler anhängare till de principer som fungerar! Det stora problemet för de flesta kapitalförvaltarna är att dess investerare, chefer och förvaltare snarast fokuserar på vad andra gör, och således också blir som alla andra. Solklar statistik visar dock att bolag med låga värderingar växer bättre än de med höga, sett på lång sikt.

I dagsläget finner vi att många bolag på börserna har extremt höga värderingar, i vissa fall högre än under IT-eran. Det kan därför ligga nära tillhands att, som alla andra "experter," säga att toppresultat kräver hög risk. Det förhåller sig dock så att det är helt fel strategi. Enligt de främsta är det faktiskt precis tvärtom. Ett begränsat och kontrollerat risktagande och stor riskkontroll är ett genomgående drag hos de allra bästa. Det finns inte en enskild formel som är bäst. Det skulle innebära att alla skulle applicera den till slut, och då fungerar det ej. De främsta inom förvaltning är disciplinerade och håller sig till sina principer. De som har låg integritet kollapsar och detsamma gäller de som är stela till 100%. Det är inte den starke som överlever, utan den som är anpassningsbar.

Oavsett hur börserna går kommer vi att fortsätta hålla oss till våra Warren Buffett Value investeringsprinciper och följa vårt kundlöfte - att alltid vara en seriös Value Investor.

Bästa hälsningar

Joakim Huth   Lars Evander   Max Heger   Robert Tingvall   Roland Dahlman

## Årskrönika 2017 Basic Modellportfölj

*“We simply attempt to be fearful when others are greedy and to be greedy only when others are fearful.”*

Warren Buffett

### Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2017 haft en positiv värdeutveckling (brutto) om +240% vilket motsvarar +14,95% per år. Under samma period har världsindex MSCIWF stigit (brutto) +140% vilket motsvarar +10,23% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg +10,73% under 2017. Se nedan tabell med olika jämförelseindex för den som är intresserad av att göra jämförelser. De bolag som bidrog mest till avkastningen under året var Alphabet och American Express. De tre största innehaven vid årets slut var Alphabet, American Express och Citi Group.

	2017
Basic Modellportfölj	+10,73%
MSCI World Free	+8,13%
OMX30	+3,94%
Bankbok	+0,00%

### Marknadskommentar – året som gick

2017 kan sammanfattas med att det rådde politisk oro och att marknaderna steg. Aktiemarknaderna låg i princip stilla under januari och större delen av uppmärksamheten kretsade kring Storbritanniens strategier inför kommande brexitförhandlingar och på USAs nyttillträdde 45e president Trump. Det föreföll som Trump hade för avsikt att snarast sätta handling bakom sina ord i form av skattesänkningar och satsningar på infrastruktur. Flera läkemedelsbolag sjönk till följd av osäkerheten över eventuella framtida prisregleringar i USA avseende mediciner. Både brittiska pundet och amerikanska dollarn var svaga under januari. Under februari steg marknaderna i princip över hela världen till följd av positiv makroekonomisk statistik. Indikatorerna uppvisade framför allt styrka i utvecklade länder. President Trump utlovade enorma skattesänkningar och satsningar på infrastruktur vilket fick många framtidstro att spira och framtida inflationsförväntningar att stiga. Oljepriserna sjönk dock till följd av förväntningar på ökande produktion i USA. Efter en lång period av uppgång verkade världens aktiemarknader ta en andhämtningspaus mot slutet av kvartalet. Så gott som samtliga råvarupriser föll, främst oljan som sjönk närmare fem procent. Global ekonomisk statistik uppvisade fortsatt positiva signaler och den amerikanska centralbanken höjde räntan. Kvartalet avslutades med att Storbritanniens premiärminister Theresa May aktiverade

processen för landets utträde ur EU. Under andra kvartalet var flertalet av de bolagsrapporter som världens börsbolag presenterade som förväntat eller något bättre, vilket resulterade i stigande kurser under kvartalets två första månader.

Råvaror som helhet fortsatte sjunka, speciellt oljan. Även räntorna föll i så gott som samtliga områden. Trots flera politiska orosmoment uppvisade marknaderna lugn. Emmanuel Macrons seger över Le Pen innebar att en eventuell fransk euroskeptisism fick ta ett kliv tillbaka. Även val i Storbritannien skapade oro. Ändå höll de flesta marknaderna sig lugna och uppvisade god förmåga att absorbera politiska risker. De brasilianska aktiemarknaderna var dock ett undantag då de föll med 15 procent (mätt i kronor) samma dag som en korruptionshärva i Petrobras med kopplingar till president Michel Temer briserade. Under kvartalets sista veckor sjönk de flesta aktiemarknaderna liksom råvaror samtidigt som de långa räntorna steg. Rörelserna var en reaktion på att den Europeiska centralbanken antytt att den inom kort kommer avbryta sina stödköp. Den amerikanska centralbanken höjde räntorna och Bank of England signalerade att den kunde komma att höja räntan inom kort. Dollarn föll under året, mycket för att inflationen varit så låg vilket lett till att fler ifrågasatt om den amerikanska centralbanken verkligen kommer höja sina räntor under hösten. Även sjunkande förväntningar på Trumps politik bidrog till svagheten. Dollarn tappade fram till sommaren nästan 15 procent mot den svenska kronan sedan årsskiftet.

På det geopolitiska planet kretsade mycket kring Pyongyangs kärnvapenprogram, något som många experter sett på med stor oro men finansmarknaderna uppvisade inga eller endast smärre reaktioner. (Den höjda Nordkoreanska tonen stärkte såväl dollar som guld tillfälligt.) Efter de svaga sommarmånaderna steg de flesta marknaderna påtagligt under september.

En av de lite mer minnesvärda händelserna under hösten var när det anrika leksaksbolaget Toys "R" Us ansökte om skydd från konkurs, så kallat Chapter 11. Det var den tredje största Chapter 11 någonsin inom konsumentvaror och den sände ut väldigt intressanta påminnelser om hur fort världen förändras. Den globala arbetsmarknaden har varit mycket stark – exempelvis var, under hösten, antalet lediga jobb i USA på den högsta nivån sedan 2000, arbetslösheten i Storbritannien är den lägsta sedan 1975 och i Japan är antalet lediga arbeten per sökande på den högsta nivån sedan 1974. Under oktober steg så gott som samtliga marknader drivna av stark makroekonomisk statistik från både Europa och USA. Viss politisk oro förekom angående situationen i Katalonien men, som brukligt var under året, förblev marknaderna opåverkade. Även i samband med Storbritanniens utmanande brexitförhandlingar och den skattereform som eventuellt var på gång i USA var marknaderna ganska opåverkade. Mot slutet av året kom det fina siffror som tydde på stärkande konjunktur för industrier i Europa. Även USA uppvisade fin styrka i form av stigande huspriser och stigande orderingång för varaktiga varor liksom en utmärkt låg arbetslöshet. Under årets sista månad fick Trump igenom sitt omfattande skattepaket och Storbritannien slutförde förhandlingarna om avtalet som reglerar landets utträde ur EU. Fin makrostatistik levererades i både USA och Europa och den amerikanska centralbanken höjde som väntat räntan med 0,25%. Frågan för den omedelbara framtiden är vilken reaktion som kommer komma på den gradvisa avtrappningen av monetära stimulanser som stöttat de finansiella marknaderna de senaste åren?

## Om snabba förändringar

En gång i tiden var Ericsson en stor spelare inom mobiltelefonindustrin. Ericsson hade fina globala marknadsandelar. Plötsligt, hos våra finska vänner på Nokia, föddes idén att en telefon kunde ha en snygg design och göra fler saker än bara ringa. Magplasket kom fort. Ericsson försökte hänga med men förstod inte att kunderna var mer intresserade av mjukvara och design än av hårdvara. Efter 30 år som mobiltelefonstillverkare övergick verksamheten till japanska SONY den sista december 2011. En epok gick i graven.

En gång i tiden var Nokia den största spelaren inom mobiltelefonindustrin. Våra finska vänner fullkomligt dominerade – det är ingen överdrift att påstå att de regerade marknaden i tio år. Till exempel är mobiltelefonen Nokia 1110, som kom ut 2003, fortfarande den mest sålda elektroniska produkten genom tiderna med sina 250 miljoner sålda exemplar. Som mest hade de över 60% av

världsmarknaden i mobiltelefoner. Plötsligt, inne i huvudet på en man med små runda glasögon som hette Steve Jobs, föddes idén om en bärbar enhet med pekskärm, appar och molnlagring som även fungerade som telefon. Ett par år senare, närmare bestämt år 2007, lanserade Apple en iPhone.

Magplasket kom fort. Nokia försökte hänga med men förstod inte att kunderna var mer intresserade av användarvänlighet och bredd än av mjukvara och design.

Ovanstående exempel har det gemensamt att företagen blev utkonkurrerade genom kombinationen av att någon utomstående fick en idé och att företagen inte förstod att de behövde vara anpassningsbara. Det finns många exempel på smärtsamma uppvaknanden som sker när företag inte förstår att världen förändras och de förefaller ha det gemensamt att de är svåra att förutsäga. Under september ansökte anrika leksakstillverkaren Toys R Us om konkursskydd (så kallad chapter 11).

Anledningen var att ägarna – riskkapitalisterna Bain Capital och KKR & Co gjorde de två största misstagen man kan göra med ett företag. Dels skapades en enorm skuldbörda i företaget och dels styrdes företaget i riktning bort från kärnverksamheten. Att bada i skulder och samtidigt försöka vara duktig på saker man inte ska hålla på med brukar sällan sluta väl. Extra fort och extra illa gick det för att några fick idén att grunda företag som Amazon respektive AliBaba. Från att ha varit världsledande aktör inom leksaker blev Toys R Us den tredje största chapter 11 någonsin inom konsumentvaror och orsakens kärna var densamma som för Ericsson och Nokia - en idé.

Det trendiga modeordet för en smått galen, helt oväntad och lysande kreativ idé vilken skakar om tillvaron för ett företag, eller rentav en hel industri, är *disruptive innovation*. Företagen som försvinner råkar ut för någonting som kallas för *creative destruction*. Dessa paradigmskiften har tidigare kommit av tekniska landvinningar och tagit lång tid. Går vi tillbaka lite i tiden minns de flesta av oss hur streamingtjänster krossade videouthyrningen och långt innan vi fanns dödade ångbåten segelfartyget och telefonen fullkomligt slaktade telegrafan. Paradigmskiftena har en blomstringstid just nu mot bakgrund av internets globala utbredning. Exempelvis heter världens största aktör inom uthyrning av boende

AirBnB men företaget äger inga fastigheter. Den affärsrörelse som säljer mest i hela världen heter Alibaba men företaget har inget lager. Största taxibolaget i världen heter Uber men

företaget äger inga fordon. Den mest använda mediekanalen i världen heter Facebook men företaget skapar inget eget innehåll. Den snabbast utbredande valutan i världen heter Bitcoin men valutan saknar både bank och fysiska pengar.

Antalet idéer ökar för varje dag och det går bara fortare och fortare hela tiden. Att förhålla sig till disruptive innovations och creative destruction är en av de största utmaningarna inom Value Investing idag. Vi köper endast i yttersta undantagsfall nystartade bolag för att det är omöjligt att förutse vem som skall bli vinnare även om innovationen snappas upp. Det blir i så fall en gissningslek. Exempelvis var bilen en disruptive innovation och alla förstod nog vad som var på gång när den uppfanns. Hundratals biltillverkare trädde fram men endast några få skulle komma att klara sig och det var helt omöjligt att förutse vilka som skulle bli vinnarna. Endast en naken idé, hur bra den än är, har aldrig en vallgrav omkring sig utan det behövs strukturer. De som råkade ut för creative destruction när bilen kom var alla uppfödare av hästar. Dessvärre både var det och är det omöjligt att blanka hästar. Enligt resonemanget kommer vi endast i yttersta undantagsfall äga den typen av bolag. Det är helt enkelt för låga säkerhetsmarginaler och alltför hög risk.

I perioder av eufori är det extra viktigt att vara en smula återhållsam. Värderingarna på de typer av bolag som anses ha funnit någon form av disruptive innovation är i linje med hur det såg ut i början av år 2000 då vi befann oss mitt i IT-bubblan. Amazon, till exempel, är ett fantastiskt bolag som växer oerhört. På tolv år har omsättningen gått från 10 till knappt 160 MDR, börsvärdet har gått från 10 till 660 MDR men vinsten är för närvarande under 3 MDR vilket innebär att den som köper nu betalar 220 ggr vinsten. Inget bolag av den här storleken har någonsin, på ett uthålligt sätt, upprätthållit eller försvarat en värdering som Amazon har nu. Det sägs att de skall öka sina marginaler men om de kunde göra det så borde det redan hänt. Jag vill förstås inte låta negativ men allting, tycker åtminstone jag i alla fall, tyder på att säkerhetsmarginalerna inte verkar finnas där.

Trots att alla vet att inga träd växer till himlen är det väldigt lätt att börja snegla åt ett sådant håll. Bitcoins har varit ett hett nyhetsämne under året som gått och många har nog tänkt tanken "hade jag bara köpt". En utmaning för den som ägnar sig åt Value Investing är alltid att stanna kvar i strategin och uppvisa tålmod i perioder där det är lätt att lockas till spekulation (En investerares målsättning är att äga fina bolag som styrs av kompetenta människor så länge som möjligt för att få så stor avkastning som möjligt. En spekulant, å andra sidan, är ute efter att, helst så fort som möjligt, sälja till någon som betalar mer. "*En investerare är den som köper i syfte att äga - en spekulant köper i syfte att sälja*".)

Vartenda år repeterar jag med en dåres envishet 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 Investेरums 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.

Den 1 januari 2018 fyllde Basic nio år är det ett gott tillfälle att blicka tillbaka och se hur det gått. 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%
2015	+5,9%	+5,1%	+0,8%
2016	+9,9%	+13,2%	-2,9%
2017	+10,7%	+8,1%	+1,9%
Akkumulerat 9 år	+240%	+140%	41,7%

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt. Framförallt är nio år i följd med positiva resultat mycket glädjande. Givetvis kommer vi vissa år få uppleva svaga resultat, något som är oundvikligt för långsiktiga investerare. Det går inte att utlova framtida resultat, däremot kan vi lova att från den framgångsrika strategi som hittills använts kommer inte att avvika!

Tolvmånadersperioder kan ibland vara lite förrädiska att titta på så i nedan tabell har tre på varandra följande år lagts samman i syfte att tydligare visa vad som händer över ett något längre perspektiv än ett år. Då hamnar vi som sämst på +17% avkastning under tre kalenderår och som bäst på +63% avkastning under tre kalenderår. Låt mig dock med eftertryck få påpeka att tre 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, stark och stillastående marknad.

	Basic	Världsindex	Skillnad
2009 – 2011	+62,2%	+13,3%	+30%
2010 – 2012	+16,7%	+4,0%	+13%
2011 – 2013	+47,4%	+24,7%	+8%
2012 – 2014	+62,5%	+64,2%	+8%
2013 – 2015	+62,5%	+61,5%	+0%
2014 – 2016	+33,6%	+49,0%	-10%
2015 – 2017	+28,92	+28,64%	+0%

För er som vill jämföra er med andra typer av investeringar finns nedan en tabell över hur olika aktieindex utvecklats sig under 12, 36 och 60 månader bakåt.

	1 år	3 år	5 år
Basic	10,7	28,9	97,9
Sverigeindex (MSCI Sweden NR USD)	9,7	25,4	77,1
Europa (MSCI Europe NR USD)	13,7	30,0	85,2
Nordamerika (MSCI North America NR USD)	9,5	43,3	152,3
Japan (MSCI Japan NR USD)	12,1	47,8	117,3
Asien exkl. Japan (MSCI AC Asia Pacific exkl. JPN NR USD)	23,7	40,6	80,2
Österopa (MSCI Eastern Europe NR USD)	5,6	62,0	22,1
Latinamerika (MSCI Latin America NR USD)	11,8	18,8	8,9

På Investerum vill vi vara experter på långsiktig kapitalförvaltning och jag är glad över den brinnande passion för Value Investing som återfinns här på Investerum. Det är den långsiktiga investeraren vi vill vara och sådana kunder vi hoppas attrahera.

Vi vill investera i och äga fantastiska bolag som har uthålliga konkurrensfördelar i syfte att äga dem länge!

Genom att strikt anamma en strategi och metod enligt teorierna för Value Investing kommer vi med stor säkerhet få bättre avkastning än de allra flesta. Det är en naturlag.

Det går inte att lova samma avkastning men vi lovar samma strategi – att köpa jättefina och noga analyserade bolag med syftet att äga dem länge. Vi avstår från att försöka förutsäga, och skapa vinst genom, framtida prissvängningar för vi tror inte det går att förutsäga framtiden. Vi köper fantastiska bolag när de är rimligt prissatta och äger dem länge.

Tack till alla kunder för ert förtroende.

Tack till investeringskommittén för den inspiration och erfarenhet den bidrar med som stöd i mitt arbete liksom till alla medarbetare för fina insatser under året.

Roland Dahlman,

Förvaltare Basic Modellportfölj