

## Några ord från investeringskommitténs ordförande

Kära investerare! Vårt flaggskepp Basic Modellportfölj har nu varit igång i 11 år. Vi kan konstatera en positiv avkastning under samtliga 11 år och 342% i total bruttoavkastning! Detta har skett med en lägre risk, ca 15%, i volatilitet kontra tex att äga alla aktier på Stockholmsbörsen med ca 24% i volatilitet och ca 170% i total bruttoavkastning. I skrivande stund i början på februari är modellportföljen redan uppe ca 10%. Modellportföljen är inte på något sätt immun mot nedgångar i marknadsvärdet (priset), det kommer att ske i omgångar. Paradoxen är att vi som är Value Investors välkomnar temporära nedgångar, eftersom det erbjuder oss tillfällen att få köpa fler andelar i fantastiska bolag och i slutändan få ännu bättre resultat.

För att uppnå långsiktiga mål som vida överträffar det mesta är tålamod och disciplin viktiga egenskaper. De flesta som sparar tittar på priset (marknadsvärdet som 2018 gick ned på de flesta börserna 2018 och upp 2019). Det säger bara en sak och det är priset. Vi Value investors fokuserar ej på aktiepriset. Vi letar bl a efter Fantastiska bolag som är en form av superstars. De har något som andra ej har; de har varaktiga konkurrensfördelar som skapar en monopolliknande ekonomi så att de kan ta mera betalt, sälja mera etc. De äger konsumenternas själ och i processen adderar de tonvis med pengar, mer än sina konkurrenter. Dom har en förmåga att växa år efter år. Detta är finansiell magi, man får universums starkaste kraft att jobba för en, ränta på räntan och bolagen som är superbolag har minimal risk att gå i konkurs.

Vårt jobb består i att kunna Value Investing (den heliga gralen av investeringar) och leta efter dessa bolag, köpa för bra pris, och sedan äga dem extremt länge. Det låter som en simpel metod, och det är därför den är svårast för det är många frestelser på vägen som kan förstöra.

Tänk dig att Anden i flaskan dyker upp! Joakim, jag kommer att ge dig vad du vill, tex du får önska dig en bil! Bilen kommer att finnas här i morgon bitti, inslagen med en rosett. Efter att man hört alla anden i flaskan historierna så undrar man ju vad som är hållhaken. Då svarar Anden i flaskan, det finns bara en hållhake! Detta är den enda och sista bilen du får i ditt liv. Den skall fungera resten av livet. Om detta skulle hända, vad skulle du göra då? **Jo jag skulle vara väldigt noga**, läsa ägarmanualen 5 ggr (*Att läsa mycket och rätt är som ränta på ränta man bli bara smartare och smartare*). Jag tar reda på allt jag kan, gullar med den, lagar varenda repa, låtar den stå i ett varmgarage m.m. Det är precis så man skall tänka med sin kropp och själ och lika så när man köper värdepapper. Man summerar ihop sina fonder, aktier, försäkringar, hus etc. och så har man sin nettoförmögenhet? Men den största tillgången du har är din hjärna och kropp så sköt om dig och var noga; du har bara en kropp.

***Ps. Den dyraste bilen som sålts hittills är en Ferrari 250 GTO från 1963 Chassi nr 4153 i maj 2018 av David Mac Neil (USA) för ca 70miljoner dollar.***

Det är lättare att hålla sig borta från trubbel än att ta sig ur trubbel, och därför är vi mycket försiktiga med att köpa vissa värdepapper och bolag. Det finns många fonder och aktier på börserna nu som ser dyra ut och som har priser som har stigit till skyarna men bolagen som är underliggande ser så där ut eller rent av dåliga! T ex Berkshire Hathaway steg i USD ca 14% och då tänker många att Warren Buffet är slut! Men vad blev det i USD ca? Jo ca 1000 miljarder mera i tillgångar. Så titta ej bara på all procentuell avkastning, det är helheten som räknas.

Man skall vara försiktig, den som går försiktigt går långt som det heter i Kina.

Tack alla Investerare och medarbetare för ett mycket givande 2019 och jag vill önska er en underbart 2020.

*Joakim Huth, Ordförande i Investerums Investeringskommitté*

## Årssammanfattning 2019 Basic

*Beware the investment activity that produces applause;  
the great moves are usually greeted by yawns.  
Warren Buffett*

### Basic Modellportfölj 11 år!

Till förra årets firande av ett decennium av obruten följd med positiv avkastning under varje kalenderår fogar vi ännu ett år av uppgång. Strategin som lanserades januari 2009 växer i både storlek och omfattning. Elva år är endast en dryg tiondel av ett livslångt sparande men det är roligt att vi fått uppleva en stabil inledning. Ur relevanta perspektiv har strategin bevisat både förmåga och konkurrenskraft. Stort tack till alla kunder och medarbetare som varit med under våra första elva år. Även år 2020 har börjat bra - i skrivande stund är modellen redan upp 10,2% sedan den första januari.

### Förvaltarkommentar

#### Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2019 haft en positiv värdeutveckling om +342% vilket motsvarar +14,5% per år. Under samma period har världsindex MSCI World Free stigit +211% vilket motsvarar +10,9% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg +29% under 2019. Se nedan tabell med flera olika jämförelseindex (alla i SEK och för perioden helår 2019) 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 McDonald's.

|                                 | 2019   |
|---------------------------------|--------|
| Investerum Basic Modellportfölj | +29,0% |
| Bankbok                         | +0%    |
| Världsindex (MSCI World Free)   | +32,0% |
| Norden (MS Nordic MR)           | +28,9% |
| Asien (MS Asia)                 | +24,9% |
| Europa (MS Europe NR)           | +31,8% |
| Stockholmsbörsen (OMXS30)       | +25,8% |
| Tyskland (DAX100)               | +25,5% |
| Asien (MS ASIA NR)              | +24,4% |

### Marknadskommentar – året som gick

2019 levererade aktiemarknaderna fenomenala prisuppgångar. Trots den oerhört svaga avslutningen av 2018 och trots att 2019 inleddes med en vinstvarning från Apple, den 3 januari, så sköljde en våg av optimism över marknaderna under årets första kvartal. På såväl marknaden för aktier som för obligationer gick priserna upp mycket. Januari blev den starkaste inledningen på ett år sedan 1987. Drivande orsaker var bland annat att det föreföll som att Kina och USA närmade sig en lösning i den uppkomna handelskonflikten och att centralbanken i USA signalerade att den hade för avsikt att vara återhållsam med ytterligare räntehöjningar. Även bolagsrapporterna som presenterades var överlag som förväntat. På nyhetsfronten stod turerna kring Brexit i centrum samt anklagelser om en omfattande penningtvättsskandal som briserat hos Swedbank. Den svenska kronan var svag. Glädjen höll fortfarande i sig under våren varför de globala aktiemarknaderna fortsatte stiga under april. Främsta styrkan stod att finna i företagsrapporter vilka överraskade positivt jämfört med

lågt ställda förväntningar. Tidningar dominerades fortsatt av Brexit och handelskonflikter. Under maj månad kom optimismen av sig varför de globala aktiemarknaderna generellt sjönk på bred front under månaden. Svag ekonomisk statistik var en bidragande orsak liksom en ökad intensitet i handelskonflikten. Långa räntor sjönk ordentligt. Trots att den ekonomiska statistik som presenterades under juni, över lag, var åt det svagare hållet blev det en stark månad med uppgångar. Turerna kring USAs internationella handelsrelationer med Kina var fortsatt hett nyhetsstoff. De långa räntorna fortsatte att sjunka och nådde nya extremnivåer; exempelvis handlades den svenska tioårsräntan till 0,03%. Sommarmånaderna var volatila men avslutades med en stark september vilket innebar att de globala aktiemarknaderna blev relativt oförändrade under tredje kvartalet. Även råvarumarknaderna var ovanligt volatila under kvartalet. En drönarattack mot oljeanläggningar i Saudiarabien orsakade den största rörelsen någonsin, hela 15% uppgång, i brentoljepriset under en enskild dag. Makroekonomisk statistik som presenterades under kvartalet var, över lag, åt det svagare hållet och riksbankerna i USA och Europa fortsatte att stimulera. Tidningar dominerades fortsatt av Brexit och händelseutvecklingen kring handelskonflikterna mellan USA och Kina. De långa räntorna fortsatte att sjunka och nådde nya extremnivåer; exempelvis handlades både den tyska och den svenska tioårsräntan en bra bit under 0% i augusti för att sedan stiga igen vid kvartalets utgång. Mot slutet av året avtog de geopolitiska spänningarna en smula. Kina och USA närmade sig varandra, vilket var ett första genombrott, och en villkorlös 'hård' Brexit sköts upp. USAs centralbank sänkte sin styrränta med 25 punkter vilket var den tredje sänkningen under året i USA. Ekonomisk statistik som presenterades pekade på att den pågående inbromsningen i ekonomin fortsatte men inbromsningen avtog i styrka. De bolagsrapporter som presenterats under oktober och november var överlag bättre än förväntat och räntor steg. Kina och USA föreföll att ha träffat ett embryo till ett handelsavtal som avsågs undertecknas i början av 2020. I Storbritannien vann toriespartiet egen majoritet i parlamentsvalet, vilket på marginalen skapade en väsentligt större förutsägbarhet kring Brexit. Riksbanken höjde styrräntan i december med 0,25%, något som innebär att den svenska styrräntan klättrade hela vägen upp till noll!

### **Om investerare**

En av anledningarna till att det ibland kan kännas svårt att vara investerare är att det kräver tålamod, en egenskap som inte alla delar. Priset på aktier förändras hela tiden och ändringar kan inträffa av skäl som inte har någonting att göra med de fundamentala förhållandena i bolagen. Aktiepriset i fina bolag kommer gå upp och de kommer gå ner till följd av marknadens kortsiktiga känslösvängningar. Dessvärre blir det, för de som är otåliga, lätt att lockas av prisernas oförutsägbara skiftningar och därmed sälja sina innehav för att istället ägna sig åt spekulation. Spekulation, till skillnad från en investering, innebär att köpa någonting i enda syfte att kortsiktigt sälja till ett högre pris. Det låter möjligen som någonting bra att ha som ambition att så fort som möjligt försöka sälja till ett högre pris men det är en hörnsten för alla oss som håller på med Value Investing att undvika spekulation. Vi vill veta vad vi äger, varför vi äger och även, gärna i så stor utsträckning som det är möjligt, försöka säkerställa att det vi äger kännetecknas av hög kvalitet. Spekulation är farligt ur flera olika perspektiv, jag uppmanar er att ni googlar den spelteoretiska termen "The Greater Fool Theory" för djupare inblick. Istället för att spekulera söker vi efter fantastiska bolag, försöker köpa dem när de är rimligt värderade och behåller dem sedan länge. Det fina med långsiktigheten är att det på lång sikt endast är fundamentala faktorer som driver utvecklingen och det är de faktorerna som en långsiktig investerare skall vara intresserad av. Genom att fokusera på de viktigaste faktorerna och följa sin plan går det att få ta del av ränta-på-räntaeffekten - som är något av det mest fantastiska som finns. Det finns få saker som skapat så stora förmögenheter som när utdelningar eller för den delen vinster i företagen konstant återinvesteras varvid varje återinvestering i sin tur själv förräntar sig i samma utsträckning. Avkastning på avkastning skapar hävstångar som till slut dominerar helheten. Om du som läser detta skulle uppleva att du kortsiktigt inte tycker om vad som

händer med aktiekurserna, är mitt bästa råd nog att sluta titta på dem. Risken är annars att avvika från planen, förvandlas till spekulant och sälja något som är bra för att istället köpa något som är dåligt men vars pris tillfälligt går upp. Vi kan inte garantera kortsiktig avkastning i varje givet läge men vi kan garantera att strikt hålla oss till principerna bakom Value Investing och aldrig avvika en tum. Vi kommer hålla oss till planen!

### **Om snöbollar**

Det finns ett TV-program som heter Lyxfällan. Programmet handlar om personer vilka hamnat i ekonomisk kris på grund av att de spenderat pengar som de inte har. Orsaken till den ekonomiska krisen är ofta densamma – bolån, konsumtionslån och kreditkortsskulder har vuxit bortom all kontroll tills de har nått en sådan storlek att räntekostnaderna inte mäktas med. Nästa steg blir att de obetalda räntekostnaderna adderas till den redan stora skulden, sedan växer de i sin tur i samma takt (eller ränta) som den övriga skulden. När räntan läggs på räntan som växer i stigande takt kallas det för att det har uppstått *en snöboll*. Uttrycket kommer från liknelsen av hur en till att börja med liten snöboll växer sig större när barn rullar den på marken vid byggnation av snögubbar. Snöbollen växer snabbare och snabbare genom den så kallade ränta-på-räntaeffekten varvid det skapas en accelererande spiral av försämring. Deltagarna blir extremt skuldsatta, upplever personliga tragedier och kontaktar TV-programmet Lyxfällan i vilket de blir filmade när deras kreditkort klipps och deras egendom säljs. Som tur är kan en snöboll rullas åt flera olika håll. Exempelvis kan en snöboll, istället för att växa på grund av skuldräntor, byggas upp genom erhållna räntor, erhållna utdelningar och annan avkastning som uppstått genom en klok långsiktig investeringsstrategi. Det bildas i det fallet en positiv snöboll av framgång och avkastning. Vill man bygga på snöbollen ännu snabbare skall det sparas hela tiden – genom att bli manisk i sitt sparande och tänka på att det är de som köper i orostider som på lång sikt gör de bästa affärerna. Kom ihåg att även sprida ut köpen över tid. Sluta aldrig investera, avbryt inte resan! Lyxfällans motsats är Value Investing (men det kommer sannolikt aldrig gå att göra bra TV av positiva snöbollar). Warren Buffett beskriver ränta på ränta som jordens åttonde underverk och han har verkligen rätt i det han säger.

### **Om aktiv förvaltning**

Value Investing går ut på att undersöka olika bolag, identifiera de bolag som är fantastiska och sedan eventuellt fatta ett beslut om att investera. Målet är att välja och vraka för att finna det som är bra – men kanske ännu mer att välja bort sådant som inte är bra. Genom analys går det att undvika bolag som har krympande marginaler, sjunkande marknadsandelar, riskabelt höga värderingar eller oroande dålig ekonomi. Att inför varje investeringsbeslut reflektera över om det är en bra eller dålig investering som eventuellt skall göras, kallas aktiv förvaltning. Motsatsen till aktiv förvaltning heter passiv förvaltning (indexförvaltning). Indexförvaltare lägger inte en sekund av sin vakna tid åt att fundera om bolagen de investerar i är bra eller dåliga, de investerar rakt av i samtliga bolag som står på listan över indexbolag. Det som även är speciellt med indexförvaltning är att i just det ögonblick som kunden sätter in pengar i fonden så skall det, helt utan någon som helst eftertanke, köpas aktier i alla bolag som finns i index. De senaste åren har proportionen av sparande som placeras i passiv förvaltning (indexfonder) vuxit lavinartat. Runt en femtedel av det befintliga fondsparandet i Sverige är placerat i olika typer av indexfonder och majoriteten av nysparandet placeras i index. De som sparar i index gör det för att de inte tror att det går att välja. Vi, som istället ägnar oss åt Value Investing, kliar oss i huvudet och tänker, hur ska det här gå? Å ena sidan är det snudd på egendomligt att valet av placering bestäms av om bolaget finns med i ett index eller inte. Å andra sidan välkomnar vi dessa insättningar. Ju fler som investerar i indexfonder, desto färre blir det som konkurrerar om att köpa de bra bolagen. Skulle den dagen komma då alla andra investerar i index och kvar finns bara vi som tänker efter innan vi investerar – då blir det roligt att vara aktiv förvaltare!

### Om hållbarhet

Investerum är en långsiktig kapitalförvaltare och därmed även en hållbar kapitalförvaltare. Sambandet är att investeringar som inte är hållbara kan per definition inte vara långsiktiga. Vi ser det som helt naturligt att våra kunders förväntningar är att vi undviker investeringar som kan innehålla risker relaterade till miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning. Att behandla miljön, anställda och omvärlden på ett bra sätt är en långsiktig konkurrensfördel. Det känns bra att det inte finns några motsatsförhållanden mellan långsiktig kapitalförvaltning och hållbarhet. Sedan 2018 är vi på Investerum undertecknare av United Nations Principles for Responsible Investment, förkortas UNPRI, samt Sveriges Forum För Hållbara Investeringar, förkortas SWESIF.

### Om portföljen

Vårtenda 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 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.

Den 1 januari 2020 fyllde Basic elva år, 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%    |
| 2018              | +0,5%  | -3,1%       | +3,6%    |
| 2019              | +29,3% | +32,0%      | -2,0%    |
| Akkumulerat 11 år | +342%  | +211%       | +41,7%   |

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt. Framförallt är elva 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 vi inte att avvika från!

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 |
|---------|---------|-------------|----------|
| 2009-11 | +62,2%  | +13,3%      | +30%     |
| 2010-12 | +16,7%  | +4,0%       | +13%     |
| 2011-13 | +47,4%  | +24,7%      | +8%      |
| 2012-14 | +62,5%  | +64,2%      | +8%      |
| 2013-15 | +62,5%  | +61,5%      | +0%      |
| 2014-16 | +33,6%  | +49,0%      | -10%     |
| 2015-17 | +28,92% | +28,64%     | +0%      |
| 2016-18 | +22,31% | +18,65%     | +3%      |
| 2017-19 | +43,84% | +40,63%     | +3%      |

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 kunna 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