

## Några ord från investeringskommitténs ordförande

Kära investerare, tack för 2021!

Jag är stolt att ni är med på vår resa och vision att Value Investing dominerar sparandet. Vår mission är att skapa en bättre framtid för alla våra investerare genom sundare och mer intelligenta investeringar genom Value Investing-principerna, vilket skapar ett bättre samhälle. Med Value Investing-principerna kommer man bort från självbedrägeriets dimma - i linje med detta har vi b.l.a. bytt symbol för vår logotyp, för att tydliggöra vad vår mission är! Symbolen betyder prosperity, vilket översätts till framgång, välstånd, glädje, lycka, hälsa, bra ekonomi, frihet, säkerhet, utbildning, blomstra etc. Det är vad man uppnår när man är disciplinerad, smart och följer Value Investing-principerna. Gör man som alla andra har lärt sig i skolan, blir det, "I ett samhälle där alla tänker lika tänker ingen särskilt mycket". Ta råd av de bästa när du söker svar på sina livsfrågor. Därför har vi valt Warren Buffett, den bästa i världen på investeringar som förebild.

2021 var ett mycket bra år i form av värdeökning för Basic Modellportfölj på ca 34% brutto. Vår utgångspunkt är att antingen går priset upp, vilket är positivt då värdet ökar, eller så går priset ned, vilket också är positivt då vi får möjlighet att köpa mer till lägre pris. Nelson Mandelas citat "I never lose. I either win or I learn" beskriver detta väl, att dra lärdom av förluster så att de därigenom inte blir att se som förluster. Ett bra sätt att leva sitt liv efter.

En Value Investor fokuserar på vad tillgångarna gör, att de underliggande företagen i portföljen går mycket bra vilket man ej kan se i en börskurs, medan en spekulant fokuserar på priset. Det sistnämnda är inte vår ambition. Spekulanter hoppas på att någon annan ska betala mer än vad de själva har gjort. Ett fåtal andra betalar mindre än vad bolaget är värt och det kallas värdeinvestorare på svenska. Värdeinvestorare räknar ut bolagets värde och betalar mindre än vad det är värt för att få en stor säkerhetsmarginal. Börserna är en prismaskin för oss värdeinvestorare. Spekulanter tror att börserna är en värdemaskin, vilket är helt fel. Spekulation kan vara spännande och även ge stora vinster om du har tur, men det är sämsta tänkbara vägen för att bygga en stor och varaktig förmögenhet. Wall Street är som Las Vegas, det mesta är kalibrerat så att oddsen är till husets fördel. De bästa följer alltid lagen om säkerhetsmarginal (skillnaden mellan priset och det inbyggda värdet på bolaget). Alla de varaktigt mest framgångsrika investerarna tar låg risk i en högriskmiljö. Tar man stora risker så kommer det ofta att medföra stora förluster i slutändan. Vi säger alltid nej till det vi inte förstår, eller det som inte uppfyller våra förutbestämda kriterier. Om vi inte kan hitta det som uppfyller kraven har vi tålamodet att vänta.

Inget system fungerar hela tiden och det är just det som gör att det fungerar för oss. Alla icke-troende och odisciplinerade investerare brukar tappa tålamodet och byter då till nästa system som skall göra dem rika snabbt. Om det fanns ett system som alltid var bäst, skulle konkurrensen urholka avkastningen m.m.



investerum

HOME OF VALUE INVESTING

*“We need to cherish our differences and make a better world for the next generation. To do that, we need to embrace a learning mindset. If you aren’t learning, you aren’t growing. Be curious”.*

Med hopp om både upp och nedgångar framöver.

Med vänlig hälsning

Joakim Huth

Ordförande i Investerum Investeringskommitté



investerum

HOME OF VALUE INVESTING

## Årskrönika 2021 Basic Modellportfölj

*'Throughout all my years of investing I've found that the big money was never made in the buying or the selling. The Big Money was made in the waiting'*

- Warren Buffett

### Värdeutveckling

Detta är den trettonde årssammanfattningen till kunder som investerat i Investerums framgångsrika Modellportfölj. Vi konstaterar att vi kan foga ännu ett år med fin avkastning till våra tidigare fina resultat. Extra roligt, i det korta perspektivet, att den senaste treårsperioden (tiden mellan 1 jan 2019 till sista dec 2021) är den bästa treårsperioden i modellens historia med (brutto)+67%. Ur flertalet perspektiv har strategin bevisat både förmåga och konkurrenskraft. Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2021 haft en positiv värdeutveckling (brutto) om +471% vilket motsvarar +14,3% per år. Under samma period har världsindex MSCI WV stigit (brutto) +175% vilket motsvarar +8,1% per år.

Investerum Basic Modellportfölj utvecklades med 34,03% under 2021. Se nedan tabell med flera olika jämförelseindex (alla omräknade till SEK och för perioden helår 2021) för den som är intresserad av att göra jämförelser. De bolag som bidrog mest till avkastningen under året var Alphabet och American Express.

	2021
Basic Modellportfölj	+34,0%
Bankbok	+0%
USA (S&P500)	+39,6%
USA (Dow Jones)	+18,7%
Norden (MS Nordic MR)	+30,5%
Asien (MS Asia)	+9,2%
Europa (MS Europe NR)	+27,1%
Stockholmsbörsen (OMX30)	+29,1%
England (FTSE100)	+14,3%
Tyskland (DAX100)	+15,8%

### Marknadskommentar - året som gick

Under årets första kvartal rörde sig priserna så gott som allting uppåt; räntor steg, råvaror steg och de globala aktiemarknaderna, mätt som världsindex, steg. Bolagsrapporterna fortsatte att överraska positivt, mycket till följd av bolagens kostnadskontroll. Starka konjunktursignaler syntes och utrullningen av breda vaccinationsprogram dominerade nyhetsflödet. Konjunkturstyrkan som visade sig kom en smula överraskande för många och på flera håll skapades trånga sektioner inom försörjningskedjorna med komponentbrister som följd. Gemensam nämnare för uppgångens drivkrafter under kvartalet var en optimistisk syn på global tillväxt. Kvartalets kuriosa var en häpnadsväckande spekulationsbubbla i bolaget Gamestop. Aktien pressades under en kort tid upp av småsparare, som mest över 1700%, vilket resulterade att flera hedgefonder, som hade blankat aktien, närapå kollapsade.



investerum

HOME OF VALUE INVESTING

Även under årets andra kvartal var marknaderna generellt fortsatt i uppåtgående. Styrkan hängde samman med starka bolagsvinster och att globala restriktioner kring COVID lättades till följd av att breda vaccinationsprogram rullats ut. I samband med att fler och fler lättnader införts kunde ett starkt pristryck uppåt noteras. Pristrycket hängde samman med att försörjningskedjorna som initialt stördes av kollapsad efterfrågan istället stördes av euforisk efterfrågan där trånga sektioner skapade såväl komponentbrister som stegrande råvarupriser. USA noterade under kvartalet över fem procents inflation vilket var den högsta nivån sedan 2008. Den stora frågan många ställde sig var om den uppmätta inflationen skulle visa sig vara helt tillfällig och hängde samman med den pisksnärtseffekt som postpandemiska prisjusteringar skapade, eller ifall det var ett stort skifte på gång?

Å andra sidan sjönk grekiska femåriga statspappers räntenivåer till minusränta under månaden, high yield företagsobligationer i USA handlades lägre än inflationen och vår egen Riksgäld lyckades sälja den första svenska femtioåriga statsobligationen någonsin, till räntan 1,39%. Det föreföll alltså som att många inte var särskilt oroad för inflation.

Årets tredje kvartal blev, mätt som världsindex, ganska oförändrat. Inledningsvis förekom dock generell styrka under de två första månaderna, mycket till följd av oväntat starka bokslut som skapade ett välkommet fall i värderingsmultiplar. Företagen verkade initialt ha klarat de prishöjningar som uppstått för dem på grund av flaskhalsar och komponentbrister. Även på Covidfronten blev situationen mer stabil än tidigare. Under september föll dock marknaderna till följd av mer utbredd oro för avmattning, stigande inflation och energipriser samt fortsatta störningar i försörjningskedjorna. Även bekymmer för Kinas största fastighetsbolag Evergrande, vilket präglats av en svår skuldproblematik, bidrog. Efter en lång period av starka aktiemarknader är det dock inte orimligt med breda nedgångar i ljuset av de stigande räntorna och ökande energipriserna. Inflationssuppgången ansågs av de flesta förståsigpåare fortfarande vara högst tillfällig och starkt förknippad med pandemin. De stora centralbankerna indikerade att de avsåg trappa ner på penningpolitiska stimulanser.

Året avslutades med uppgångar. Bolagsrapporterna var i allmänhet fina och bidrog med en styrka vilken övervägde den rådande oron kring inflationistiska signaler. Nu hade det dock varit en något längre period utan att inflationen fallit tillbaka och det blev mer utmanande för centralbankerna att beskriva situationen som tillfällig.

En ny mutation av COVID, så kallad Omicron, hamnade på allas läppar och i USA uppmättes den största ökningen i konsumentprisindex på 31 år, vilket fick den amerikanska centralbanken att meddela att de avsåg trappa ner på sina stödköp tidigare än aviserat. Bank of England valde överraskande att höja sin styrränta och i USA uppmättes den högsta inflationssiffran sedan 1982. Amerikanska centralbanken höjde ränteprognozen, ökade nedtrappningstakten i sina obligationsåterköp och tog bort ordet transitory från beskrivningen av inflationen. Det förefaller således som att varken FED eller de andra större riksbankerna uppfattar inflationen som övergående.



# investerum

HOME OF VALUE INVESTING

Sammanfattningsvis var 2021 delvis influerat av pandemin och delvis ett år som bjöd på just en sådan ekonomisk återhämtning som många hade önskat sig. Priser steg i allmänhet, i synnerhet energipriser som mer än fördubblades, vilket bidrog till den högsta uppmätta inflationstakten på 40 år.

## **Om inflation**

Årets stora snackis, vid sidan av utvecklingen rörande COVID, var utan någon som helst tvekan inflationens återkomst. Inledningsvis hette det att inflationen eventuellt var på väg tillbaka. Under sommarmånaderna menade de flesta experter att den på sin höjd endast var övergående och vid årets slut blev det nog ganska utmanande att förneka inflationens existens. De prisdrivna obalanserna som kunde observeras i tillgång och efterfrågan blev alltför uppenbara för att kunna bortses från.

Vid senaste årsmötet i Berkshire Hathaway likställde Warren Buffett insiktsfullt inflation och höga räntors påverkan på tillgångar och värderingar med gravitationens påverkan på materia - en osynlig kraft som drar nedåt. Inför en sådan klok reflektion är det enkelt att förstå varför våra politiker och riksbanker under de senaste tio åren, med alla till buds stående medel, samfällt försöka skapa inflation i syfte att förhindra deflationistiska tendenser. De har främst använt sig av historiskt låga räntesatser (nära noll eller till och med negativa räntor) och omfattande tillgångsköp. Politiker i skuldsatta länder föredrar inflation framför deflation eftersom i samband med inflation sjunker värdet av deras skulder och så kan de låna ännu mer pengar. Ekonomer, å sin sida, är av uppfattningen att deflation är synnerligen otäckt eftersom det hämmar aktivitet i ekonomin och måste förhindras till varje pris. För att använda Warren Buffetts liknelse - tänk om gravitationen plötsligt skulle bli negativ och att alla människor och föremål skulle börja sväva och försvinna ut i rymden, det skulle nog inte bli så särskilt bra. Nu förefaller det som att de lyckats skapa förutsättningar för inflation och att det eventuellt skulle kunna finnas en period av inflation framför oss.

För investerare uppstår en viktig fråga om vad som är det lämpligaste sättet att agera under en inflationistisk period? En lika uråldrig som klassisk sanning om inflation är att det överlägset bästa skyddet en människa kan ha mot inflation är ens egna förmåga. De skickligaste säljarna, programmerarna, mekanikerna eller företagen kommer alltid få del av vinsterna som uppstår i samband med att priser stiger.

Näst bästa skyddet mot inflation är att äga fantastiska företag. Enkelt uttryckt innebär det att varan eller tjänsten som företaget säljer fortsätter vara efterfrågad även om företaget skulle höja priset mot kunderna.

Bolag som tenderar att bäst klara av inflationistiska perioder måste besitta främst två egenskaper; dels a) förmågan att höja sina priser (även om efterfrågan skulle vara oförändrad) utan att försäljningen viker och dels b) förmågan att hantera en starkt ökad omsättning med endast minimal ökning av egna investeringar. I Basicportföljen återfinns bolag som på ett övertygande vis besitter dessa egenskaper.

Trots att avsnittet handlar om inflation önskar jag förtydliga att innehaven i Basicportföljen inte har valts ut baserat på prognoser om eventuell framtida inflation eller någon annan makroekonomisk faktor. Investeringar sker i enastående bra företag och väljs inte på några sätt baserat på ett index, länder eller framtida makroekonomiska prognoser. Dock är det värt att notera att sannolikheten för ökande inflation och stigande räntor de närmsta åren verkar vara i uppseglande och om så blir fallet kommer våra innehav klara sig utmärkt.

### Om portföljen

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 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 2022 fyllde Basic tretton år, ett gott tillfälle att blicka tillbaka och se hur det gått. Så här ser det ut:

	Basic	MSCI WV	Skillnad
2009	+47,9%	+9,56%	+35%
2010	+5,4%	-1,7%	+7%
2011	+4,1%	-5,8%	+10%
2012	+5,9%	+5,72%	+0%
2013	+33,7%	+23,97%	+8%
2014	+14,8%	+28,73%	-11%
2015	+5,9%	+3,39%	+2%
2016	+9,9%	+19,40%	-8%
2017	+10,7%	-0,59%	+11%
2018	+0,5%	-4,57%	+5%
2019	+29,3%	+24,83%	+4%
2020	-3,4%	-17,14%	+16%
2021	+34,3%	+33,69%	+1%
Akkumulerat 13 år	+471,49%	+175,49%	+207%

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt. 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 +16% avkastning under tre kalenderår och som bäst på +67% avkastning under tre kalenderår. Det är lite roligt att just de tre senaste åren är den bästa treårsperioden i modellens historia. 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	MSCI WV	Skillnad
2009–2011	+62,31%	+1,11%	+60,5%
2010–2012	+16,16%	-2,07%	+18,6%
2011–2013	+47,38%	+23,47%	+19,4%
2012–2014	+62,46%	+68,71%	-3,7%
2013–2015	+62,54%	+65,00%	-1,5%
2014–2016	+33,61%	+58,92%	-15,9%
2015–2017	+28,92%	+21,72%	+5,0%
2016–2018	+22,31%	+13,28%	+8%
2017–2019	+43,84%	+18,43%	+21,5%
2018–2020	+25,42%	-1,29%	+27,1%
2019–2021	+67,31%	+38,89%	+20,46%

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 vad som visade sig vara ännu ett av det märkligaste åren på länge.

Roland Dahlman  
Förvaltare Basic Modellportfölj