

## Några ord från investeringskommitténs ordförande

Kära investerare!

Vårt flaggskepp Basic Modellportfölj har nu varit igång i 10 år. Vi kan konstatera en positiv avkastning under samtliga 10 år, även 2018 då många av de ca 182 börser som finns globalt har gått minus, ex Kina ca -34%! I skrivande stund i mitten av januari är modellportföljen redan upp ca 7%. Detta innebär inte att modellportföljen på något sätt är immun mot nedgångar i värde, det kommer att ske i omgångar. Paradoxen är att vi som är Value Investors välkomnar temporära nedgångar, eftersom det erbjuder oss tillfällen att då köpa fler andelar i fantastiska bolag och i slutändan få ännu bättre resultat.

Många är negativa inför framtiden. Vi på Investerum har en positiv grundsyn och tror att världen kommer att bli bättre på sikt. Trots krig, katastrofer, lågkonjunkturer och globalt elände har företagens vinster ökat nästan 60 gånger sedan andra världskriget och ex S&P 500 har stigit nästan 65 gånger.

Om du ej har förmågan att acceptera eller tålamodet att vänta ut perioder då enskilda innehav tillfälligt underpresterar så är Value Investing ingenting för dig. För att uppnå långsiktiga mål som vida överträffar det mesta är tålamod och disciplin viktiga egenskaper. Tilliten att följa Value Investing är grunderna för oss.

I ett område med så många "proffs" ser det mesta löjligt ut strax efter det att det har publicerats en artikel hur exempelvis en viss aktie kommer att gå. Långa historiska tidsserier visar dock att bolag med låga värderingar över lång tid växer bättre än de med höga. Vi deltar ej i alla moden och nyheter och hoppar inte från tuva till tuva för att på det sättet försöka nå framgång. Vi har ej som en normal bank eller rådgivare en massa olika förvaltningsteorier och ex 100-tals olika fonder och idéer beroende på vad det är för konjunktur på marknaden. "Man tar den filosofi som passar för stunden och sedan säger man att man har integritet och är långsiktig". Illusioner skänker tröst, den minskar den oro vi känner inför x. Många böcker och medial info är gjorda för att tillgodose det behovet. Passa er för detta! Analytiker, spåmän etc. misslyckas ofta, och det speglar det faktum att de händelser de försöker förutsäga i stort sett är omöjliga att göra profetior kring.

Istället skall man vara en Value Investor med stort tålamod vilket är en mycket viktig egenskap för en investerare och som oftast leder till stora återbärningar. Man måste ha disciplin och tålamod att ta reda på vad som är ett bra företag. Det är viktigt att göra en noggrann analys innan man köper. Det är dessutom av stor vikt att vara tålmodig och vänta tills dess att rätt pris dyker upp och att sedan ha tålamod att vänta tills dess att värdet realiserar. Ibland tar det många år. Med ovan sagt kommer vi att tänka på nedan nämnda citat och historia. *"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. This is what separates the good investors from the bad. The good investors can ignore the constant flow of information and instead, focus on achieving the best results, no matter how long it may take. Meanwhile, bad investors are obsessed with performance chasing, trading in and out of positions."*(Warren Buffett)

*En Value Investor var ute och gick en dag i parken, när han såg en groda. Grodan tittade på Investeraren och sa - Ursäkta mig är det så att du är en investerare? Ja, det är jag sa Investeraren, varför undrar du det? Jo det är så att jag är en spekulant! Min bästa kund gillade ej mina resultat så han drog olycka över mig så jag förvandlades till en groda. Förtrollningen kan omvändas om jag får en kyss av en Value Investor! Investeraren tog direkt upp Grodan och stoppade honom i väskan och vandrade hemåt. Grodan undrade varför han ej fick en kyss? När får jag min kyss? Jag kommer aldrig kyssa dig, du är mycket mera värd som en talande groda än en aktiespekulant!*

Och sist men inte minst så vill jag tacka vår investeringskommitté Lars Evander, Max Heger, Robert Tingvall och vår förvaltare Roland Dahlman för en mycket bra insats och jag vill önska alla investerare ett gott 2019 och fortsatt stöd för Investerums förvaltning.

*Joakim Huth, Ordförande i Investerums Investeringskommitté*

## Årssammanfattning 2018 Basic

*"I never attempt to make money on the stock market. I buy on the assumption that they could close the market the next day and not reopen it for five years."*  
Warren Buffett

### Basic Modellportfölj firar 10 år!

Firandet av Basic Modellportföljs tioårsjubileum är till allas stora glädje ett decennium av obruten följd med positiv avkastning under varje kalenderår. Strategin som lanserades januari 2009 har sedan dess vuxit i både storlek och omfattning. Ett decennium är möjligen en del av ett livslångt sparande men det är roligt att det åtminstone har börjat väldigt bra. Ur relevanta perspektiv har strategin bevisat både förmåga och konkurrenskraft. Stort tack till alla medarbetare och kunder som varit med under våra första tio år. Även år 2019 har börjat bra - i skrivande stund är modellen upp 7,1% sedan den första januari.

### Förvaltarkommentar

#### Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2018 haft en positiv värdeutveckling om +241% vilket motsvarar +13,1% per år. Under samma period har världsindex MSCI World stigit +131% vilket motsvarar +8,8% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg +0,5% under 2018. Se nedan tabell med flera olika jämförelseindex (alla i SEK och för perioden helår 2018) för den som är intresserad av att göra jämförelser. De bolag som bidrog mest till avkastningen under året var Alphabet och McDonald's. De tre största innehaven vid årets slut var Alphabet, American Express och McDonald's.

	2018
Basic Modellportfölj	+0,5%
Bankbok	0,0%
Världsindex (MSCI World)	-3,1%
Norden (MS Nordic MR)	-4,6%
Asien (MS Asia)	-5,6%
Europa (MS Europe NR)	-8,2%
Stockholmsbörsen (OMX30)	-10,7%
England (FTSE100)	-12,5%
Tyskland (DAX100)	-18,3%
Kina (Shenzen)	-33,9%

### Marknadskommentar – året som gick

Utan större tvekan kan 2018 utnämnas till ett av de svåraste åren för placerare på länge. Det förekom stora svängningar och som helhet var 2018 det sämsta året för finansiella tillgångars prisutveckling sedan finanskrisen. Under årets första månad levererades fortsatt stark makroekonomisk statistik från både USA och Europa. Ur ett generellt perspektiv steg långa räntor under månaden, speciellt i USA och Tyskland. Bakgrunden var att fler och fler indikationer tydde på att inflationen skulle komma att stiga på grund av bland annat ökande råvarupriser. Dollarn föll mot de flesta valutor under januari.

Februari präglades av volatilitet och slag på marknaderna. Första veckan sjönk aktiemarknaderna brett till följd av stigande räntor men stark ekonomisk statistik skapade ett stöd och förhindrade sannolikt en större nedgång. Svenska kronan var svag under månaden och sjönk mot större valutor. Den ökade volatilitet som uppkommit sedan årsskiftet fortsatte under mars. Aktiemarknaderna i världen sjönk under månaden samtidigt som oljepriset steg och räntorna sjönk. Oron kring Trumps förslag om tullar på stål och aluminium dämpades betydligt sedan det visat sig att många stora länder undantagits. Istället pratas det om ett förestående handelskrig med Kina. Stark ekonomisk statistik kom från USA.

Den turbulenta inledningen på året övergick sedan i återhämtning under april. Geopolitiska händelser stod återigen i centrum. Spänningen mellan USA och Ryssland angående situationen i Syrien ökade och den tilltagande oron i Iran bidrog båda till att oljepriserna steg med 7% till den högsta nivån sedan 2014. Under maj fortsatte räntorna sin försiktiga stigning men vände ner rejält i samband med den politiska osäkerheten i Italien. Landet har enorm statsskuld, ett svagt banksystem och nyvalda politiker som vill öka utgifterna. Ekonomin i USA visade fortsatt styrka, exempelvis sjönk arbetslösheten under 4%. Under slutet av kvartalet präglades nyhetsflödet alltjämt av följetongen om handelskrig och den potentiella påverkan händelseutvecklingen kan ha på världsekonomin. Den förmodligen vanligaste bedömningen är att företaget i fordonssektorn kommer missgynnas.

Sommarmånaderna handlade mycket om fotboll, handelskrig, Brexitförhandlingar och värmeböljor. De flesta bolagsrapporter som kom slog förväntningarna men de som inte levde upp till prognoserna sjönk i flera fall rejält. Exempelvis Facebook och Twitter, som fick se sina kurser falla med över en femtedel, påminde oss om hur känsligt det kan vara. Det var en svag börsutveckling i utvecklingsländer såsom Brasilien, Indien, Kina och främst kanske Argentina och Turkiet till följd av valutakriser. Under kvartalet inföll tioårsjubileet av Lehmankraschen och i Sverige hade vi val till riksdagen. Valet beskrevs, i förväg, som att det eventuellt skulle kunna gå mycket illa för landet men resultatet togs emot med en axelryckning av de finansiella marknaderna. Den amerikanska centralbanken höjde räntan till följd av den urstarka inhemska ekonomin, exempelvis noterar USA den lägsta arbetslösheten sedan 1969. En penningtvättsskandal på Danske Banks filial i Estland briserade och det påstods att omfattningen skulle vara betydande. Fokus kom att ligga på hur de globala förhandlingarna kring handelsavtal avlöpte, liksom hur den italienska budgeten utformades. Oljan fortsatte stiga och nådde den högsta nivån på fyra år, metaller sjönk och räntor steg.

Ekonomisk oro och politisk osäkerhet tyngde marknaderna under det sista kvartalet och 2018 blev det sämsta året för aktier sedan 2008. De globala aktiemarknaderna var ovanligt svaga och volatila. Trots flera möten mellan EU och Storbritannien nåddes ingen slutlig uppgörelse om Brexit men det mesta tydde på att det blir en så kallad mjuk Brexit. De av USA införda tullarna mot Kina, vilka förebådades av omfattande oro över inbromsning i Kina, materialiserats till stor del inte på grund av Renminbins försvagning mot Dollarn. Oljan sjönk och såväl metaller som räntor låg förhållandevis stilla. Geopolitiska händelser dominerade nyhetsflödet under november, främst Brexit, eskalerande nivåer i tullkonflikten mellan Kina / USA och inte minst konflikten mellan EU och Italien angående storleken på budgetunderskott. Det är inte mycket som tyder på att något av orosmomenten skulle försvinna i närtid. Den kombinerade effekten av uppluckrade sanktioner mot Iran och allmänna produktionsökningar ledde till att oljan började sjunka rejält från toppnivån, över 20%. De globala aktiemarknaderna var under december fortsatt ovanligt svaga alltsedan toppnivån den 20 september. Till exempel blev det den svagaste decembermånaden sedan 1931 för de amerikanska börserna. Orsaken var enorma uttag från amerikanska aktiefonder – det har aldrig någonsin tidigare tagits ut så mycket pengar ur amerikanska aktiefonder under en månad vilket innebar ett massivt säljtryck. Samma geopolitiska händelser som tidigare dominerade nyhetsflödet- Brexit, tullkonflikt mellan Kina / USA och den italienska budgeten. Oljan fortsatte sitt fall och hade i december sjunkit i pris 40% på bara tre månader. Räntor sjönk liksom metaller, guld undantaget.

### **Om uthållighet**

Trots att jag nästan är så långt ifrån en skicklig längdskidåkare det går att komma har jag genomfört vasaloppet några gånger. Min tacksamhet över att ha fått den möjligheten är stor då den underbart vackra färden mellan Sälen och Mora har så mycket att ge.

Det finns tre olika sorters partier som utgör terrängen där skidspåren löper. Huller om buller, nästan som vore det slump, växlar de om varann och utgör tillsammans helheten.

Den ena typen av terräng är den helt platta. Tänk er till synes ändlösa myrar över vilka åkarna apatiskt stakar, stakar och stakar likt zombies för att ta sig framåt. Den som har bäst stakningsteknik och starkast ryggmuskler kommer att åka ifrån de andra på dessa partier.

Den andra typen av terräng är uppførsbackarna. Flera vasalopp har avgjorts just i den berömda Lundbäcksbacken där många trott att deras lungor skall sprängas, de har krokmat och fått se sig ifrånkörda. Dåligt med valla under skidorna kan skapa ett demoraliserande bakåtglied och frammana en vilja att avbryta vilket inte är ovanligt i dessa backar. Den som är urstark och besitter uthålligheten att ta i med hela kroppen och sen ta i ännu lite till med benen när man trycker ifrån, så man får fäste i uppförslutet, kommer åka ifrån de andra.

Den tredje typen av terräng är nerförsbackarna. För en oinvigd kanske det låter som en dans på rosor att behagligt bli hjälpt framåt av gravitationen. Äntligen kanske det går att vila upp sig en smula? Möjligen är det delvis sant det där om både behaget och vilan men det är i dessa avsnitt de stora farorna lurar. Det lär vara så att de allra flesta som avbryter gör det i nerförsbackarna. Vansinniga hastigheter går det nämligen att komma upp i och olyckan kan lika plötsligt som oväntat vara framme. När ett eventuellt fall sker och njutningsfull fartvind på ett ögonblick förvandlas till ett spektakulärt moln av snö går inte så sällan utrustningen eller kroppen sönder. Effekten blir att ofrivilligt tvingas avbryta. Den som har en aerodynamisk åkställning, ett orätt sinne och god balans kommer glida ifrån de andra i dessa avsnitt.

Tre olika sorts terräng kommer gynna tre olika åkstilar och den som bemästrar just *kombinationen* av dessa tre på bästa sätt kommer vinna. När investerare söker efter en strategi är det dessvärre vanligt att de tror de skall leta efter den som går bäst i alla typer av marknader. De letar sig fram genom att byta strategi till den som kortsiktigt för tillfället går bäst. Ingen åkare kan vara bäst i alla typer av terräng och det är även osannolikt att den som leder efter första kilometern kommer åka in i mål som segrare åttionio kilometer senare. Det förmodligen rätta svaret är att vinnaren blir den som är enastående bra på en viss typ av skidåkning, tillräckligt bra i de övriga partierna men framförallt har omdömet att bromsa lite och undvika krasch när det går alltför fort.

Att åka vasalopp har lärt mig att skidfärden till Mora fungerar precis som ett sparande gör; Ibland går det upp, ibland går det ner, ibland är det helt platt men den som ger upp når aldrig sitt mål.

### **Om tålmod**

Framgångsrika långsiktiga investerare måste vara tålmodiga och ha förmåga att ignorera de kortsiktiga känslsvängningarna som marknaden uppvisar. Att ständigt byta, fram och tillbaka, mellan olika investeringsstrategier och hoppas finna den som är vinnande för stunden fungerar inte och har aldrig fungerat. Att fokusera på kortsiktiga svängningar och resultat begränsar en portföljs potential betydligt då möjligheten att få ränta på ränta omintetgörs. Tyvärr begår den genomsnittlige investeraren ofta misstaget att sälja investeringar som kortsiktigt uppvisat sjunkande priser och istället byta till investeringar som kortsiktigt uppvisat stigande priser. Effekten blir att sälja billigt och köpa dyrt vilket står i ett bjärt motsatsförhållande till långsiktig avkastning. Investerare behöver acceptera att det ibland går upp, ibland går ner och ibland är det helt platt. Det krävs tålmod för att bli framgångsrik

investerare. Precis därför kommer den otålige som har fallenhet och läggning att ständigt byta strategi till den som för tillfället går bäst i det långa loppet hamna sist. Det fina med marknaden är att det på lång sikt är fundamentala faktorer som driver utvecklingen och är precis de faktorerna som en långsiktig investerare skall vara intresserad av. Endast genom att fokusera på de viktigaste faktorerna och följa sin plan går det att få ta del av ränta-på-räntaeffekten vilket är något av det mest fantastiska som finns. Dessa viktigaste faktorer inkluderar bland annat omsättning, vinster, långsiktiga konkurrensfördelar, kassaflöden och innovation. Som tur är fluktuerar marknader upp och ner och möjliggör därmed köp i fina bolag till bättre priser än brukligt. Dessvärre tänker de flesta inte på det sättet utan de blir bländade av marknadens förrådiska böljande upp och ner vilken lockar till spekulatör. Vår ansats är att det är andras oro som skapar tvära kast och ger oss investerare de finaste och största möjligheterna att genom tålmod övervinna spekulanterna. (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".*)

Vi kan inte garantera 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!

Kom ihåg att även sprida ut köpen över tid. Spara hela tiden såsom hade du en autopilot - bli manisk i ditt sparande och tänk på att det är de som köper i orostider är som på lång sikt gör de bästa affärerna. Sluta aldrig investera, avbryt inte resan! Att kortsiktigt upphöra med sitt löpande sparande är synonymt med att långsiktigt skjuta sig i foten.

### **Om hållbarhet**

Att hållbarhet har blivit viktigare för investerare har vi märkt. Senaste åren har vi sett en trendförändring i form av en ökning av antalet frågor om hur hållbarhet hanteras inom Value Investing. Svaret är egentligen enkelt. Value Investing är en långsiktig strategi med målsättningen att finna företag med långsiktiga konkurrensfördelar som drivs av en hederlig och kompetent ledning, köpa andelar i bolagen när de är rimligt värderade och sedan äga dem länge. För att kunna uppfylla den givna målsättningen måste bolagen vara hållbara. Något som inte är hållbart går sönder fort och då går det inte att äga länge. I vårt fall måste vi akta oss för bolag som skulle kunna "gå sönder" på grund av att de inte tar hållbarhetsfrågor på allvar. Några exempel skulle kunna vara om det uppdagades fruktansvärda, vidriga arbetsvillkor för anställda eller eventuellt ett medvetet fusk med utsläppsmätningar eller kanske omfattande penningtvätt inom banksystemet. Våra innehavda företag skall ge oss långsiktig avkastning under lång tid framöver och detta skulle vara problematiskt om bolagen var kortsiktiga och icke hållbara. Hållbarhet och långsiktighet hör ihop. Till skillnad från hur det ibland kan uppfattas så finns inget som helst motsatsförhållande mellan långsiktigt framgångsrikt företagande och hållbarhet. Förmodligen är det endast de hårdaste och mest långsiktiga kapitalisterna som fullt ut förstår hur viktigt det är med hållbarhet. Att behandla miljön, anställda och omvärlden på ett bra sätt är en långsiktig konkurrensfördel. Det är enkelt att förstå hur, inom Value Investing, begreppen långsiktighet och hållbarhet står för samma saker.

Under 2018 har vi på Investerum anslutit oss till två organisationer vilka driver frågor om hållbara investeringar. Det ena är rent svenskt och heter Sveriges Forum För Hållbara Investeringar, förkortas SWESIF. Det andra är ett internationellt nätverk som heter United Nations Principles for Responsible Investment, förkortas UNPRI. Följden av våra anslutningar kommer förhoppningsvis vara att det blir enklare för oss att kommunicera hur pass hållbar Value Investing är som strategi. Själva anslutningen har dock varken gjort oss särskilt mer eller mindre hållbara än tidigare eftersom Value Investing till sin natur är så hållbar och långsiktig från början.



### 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 2019 fyllde Basic tio 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%
2018	+0,5%	-3,1%	+3,6%
Akkumulerat 10 år	+241%	+132%	+41,7%

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt. Framförallt är tio 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
2009-11	+62,2%	+13,3%	+30%
2010-12	+16,7%	+4,0%	+13%
2011-13	+47,4%	+24,4%	+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%

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