



## **Några rader från Investeringskommittén**

Året som gått var ovanligt spännande då det innehöll väldigt slagiga marknader. Breda generella uppgångar inledde året och sedan sjönk såväl råvaror som aktieindex brett, främst oljan och Kina. Precis den typen av stora slag är grogrunden för att lockas bort från det som är det mest väsentliga, vilket är att hålla fast vid sin strategi. När vi funderar över investeringar försöker vi följa de principer som vi byggt upp kring begreppet Value Investing. Varför är principer viktiga? De mest framgångsrika använder goda principer som i sin tur hjälper dem att bli ännu mer framgångsrika. Med klara principer underlättas reaktioner i olika situationer som uppkommer. Att arbeta utan principer är dåligt för individer och det är ännu värre för grupper och företag.

## **Gör saker som är viktiga till en vana**

Ställ alltid frågan vad som kan gå fel i en investering - var kritisk. Alltid stå fast vid Value Investings enkla principer när andra hoppar mellan olika trender. En investering blir inte bra eller dålig för att andra har en annan uppfattning! En investering blir bra för att analysen är baserad på korrekta data och rätt principer. Om vi inte hittar aktier eller personer som passar in i våra regler så anpassar vi inte cirkeln efter detta. Personer med integritet är födda till resultat.

## **Investerums Value Investing**

Investerums principer för Value Investing finns där för att hjälpa och guida i samband med investeringar. Människor som har samma principer går ihop. Det är av största vikt att följa principerna med integritet. Att följa rätt principer är grundläggande för att nå ett uppsatt mål. Principer kopplar bedömningar till handlingar. Likt fyror som leder ett skepp så leder principerna handlingar och hjälper till att strukturera verklighetens regler. Det är principer som skall leda fram till svaren på de svåra frågorna.

Vi tror på och följer Investerums Value Investing principer och visioner. Vi är övertygade om att ju snabbare du börjar följa dessa principer, desto bättre kommer du att prestera. Mycket gott kommer från ett bra arbete med bra människor i en bra kultur.

Våra principer hjälper oss att nå våra mål.

Joakim Huth

Lars Evander

Max Heger

Roland Dahlman



*An investment operation is one which, upon thorough analysis, promises safety of principal and a satisfactory return.*

Warren Buffett

## Årssammanfattning 2015 Basic

### Förvaltarkommentar

Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2015 haft en positiv värdeutveckling om +179,02% vilket motsvarar +15,79% per år. Under samma period har världsindex MSCI World Free stigit 96,50% vilket motsvarar 10,13% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg 5,91% under 2015. De bolag som bidrog mest till avkastningen under året var Alphabet och McDonald's. Världsindex, MSCI World Free steg 5,10% under året. De tre största innehaven vid årets slut var American Express, Google och Svenska Handelsbanken.

### Marknadskommentar – året som gick

Inledningsvis såg 2015 ut att bli ännu ett centralbankernas och valutornas år. I januari kom den Europeiska Centralbanken (ECB) med besked om att genomföra stora tillgångsköp på obligationsmarknaden. Chefen för ECB, Mario Draghi lovade köpa tillgångar under loppet av 18 månader motsvarande ungefär 200% av alla nya statliga emissioner netto. Under våren blev Danmark, till följd av spekulationer mot den danska kronan, det första nordiska landet ut med att införa negativ ränta. Kort därefter sänkte även vår Riksbank. I Schweiz släpptes valutakursen fri vilket resulterade i att kursen omedelbart steg med ungefär 20%. De stora svängningarna på valutamarknaden som påbörjades strax efter sommaren 2014 fortsatte under hela året. Oljan steg en smula under inledningen av året men fortsatte sedan raset som påbörjades 2014 vilket i sin tur tryckte upp dollarn till den starkaste kursen mot euron på över tio år. Nyhetsmässigt präglades sommaren av tvära kast på världens börser och starkt Greklandsfokus då landet övervägde att inte fullgöra sina betalningar. Detta ledde till spekulationer om att landet skulle överge euron, något som aldrig tidigare hänt. En annan och lika omskriven händelse var börsfallet i Kina. Under början av året gick de kinesiska börserna upp för att sedan falla ordentligt under resten av året. Orsaken var den bubbla som sakta byggts upp och en allmän misstro mot ekonomiska siffror från Kina. Kinesisk ekonomisk statistik har alltid omgärdats av viss skepsis. Exempelvis reviderar Kina aldrig någonsin sin BNPstatistik – något som inte torde vara möjligt. Även oljepriset steg fram till senvåren varpå en våldsam nedgång inleddes. Något jag kommer ta med mig för framtiden är skandalen som påminde alla om hur pass mycket skenet kan bedra. Volkswagen fick



mottaga ett fint miljöpris från the Dow Jones Sustainability Index, som utsåg bolaget till den globala vinnaren i fordonsindustrin ur ett hållbarhetsperspektiv, bland annat tack vare full poäng för regelefterlevnad. Knappt hade trycksvärtan på diplomaten hunnit torka innan ödets ironi, som vanligt, slog alla med häpnad när det avslöjades att samma Volkswagen, världens största fordonsgrupp, försåtligt hade fuskat med mjukvaran som mätte utsläppen på dieselfordon. Räntorna sjönk under året och, med risk för att låta tjugitig, ligger räntorna återigen på de lägsta kända nivåerna någonsin. Det är egentligen inte klokt att vi fått en negativ ränta, alltså att placerare är villiga att betala pengar för att låna ut till en skuldsatt stat. Bland oss som var med på den tiden när Bengt Dennis höjde räntan till 500% vad det med säkerhet oerhört få som i sin vildaste fantasi kunde tänka sig en ränta på -0,35%.

### Value Investing

Value Investing är investeringsstrategi som bygger på hypotesen att det går att välja. Precis som när man köper frukt på torget är det inför investeringsbeslut på aktiemarknaden helt självklart att vrida, vända och väga. Skulle en oroväckande observation göras, såsom att någonting känns ruttet eller att priset är för dyrt så avstår man. Skulle däremot samtliga undersökta punkter visa sig vara bra, eller till och med väldigt bra, blir det affär. Målsättningen med förvaltningen är att välja ut vad som är bra och sedan bevaka väldigt noga. Vi vill köpa andelar i fantastiska bolag som leds av enastående personer och äga andelarna under lång tid. I begreppet Value Investing ingår ordet "Investing" för att klart och tydligt markera vad det är som pågår – nämligen att *investera* i motsats till att *spekulera*.

### Spekulera eller Investera

Låt mig börja med att så tydligt jag bara kan poängtera att det vare sig är omoraliskt eller fel med spekulation, tvärt om är det en oerhört viktig del av vår samhälleliga utveckling och av vår ekonomi. Endast genom riskfylld spekulation kan embryon till nya fantastiska företag uppstå. Tack vare att det finns möjlighet till spekulation startar varje dag hundratals, möjligen tusentals, entreprenörer med hjälp av spekulativt såddkapital upp nya verksamheter i förhoppningen att en dag bli en ny världsgigant. I dessa fall innefattar spekulationen att det är omöjligt att göra en genomgripande analys av ett helt nystartat företags verksamhet, vilket ännu inte existerar. Det finns andra former av spekulation som både är viktiga och trevliga exempelvis köp av konst. Köparen betalar för någonting vackert att titta på som varken växer eller ger någon avkastning. I det fallet handlar spekulationen om att ett eventuellt värdeskapande hänger på att en dag hitta någon som vill betala mer än man själv gjorde.

Med ännu mycket större emfas vill jag lyfta fram att spekulation är något vi Value Investors aldrig någonsin sysslar med på något sätt. Det går nämligen inte att repeterbart, uthålligt och på lång sikt skapa värdeökning på det sättet. En bra parallell är perioden under 1800-talet då tågen och bilarna började genom sinnrik utveckling bland en stor mängd uppfinnare inom olika tekniska verkstäder se dagens ljus. Att bilar och järnvägar skulle bli någonting enormt kunde vem som helst räkna ut men att gissa vilket företag som skulle stå som vinnare och erövra marknaden vore givetvis helt omöjligt att



förutse. Att ha köpt helt nystartade bolag med helt oprövade affärsidéer hade inte varit en form av investering. Det skulle, tvärt om, ha varit en form av spekulation. Den enda förutsägelse som helt säkert hade kunnat identifieras var att efterfrågan på hästar skulle minska. Dessvärre är det mycket svårt, rent omöjligt, att blanka en häst. I den tidlösa klassikern "The Intelligent Investor" beskriver Value Investings fader Benjamin Graham, fritt översatt, skillnaden mellan att investera och att spekulera som "En investering är ett köp som föranleds av en genomgripande analys vilken utlovar både säkerhet och adekvat avkastning. Köp som inte möter dessa krav är spekulation." Ska vi gräva ner oss ordentligt (visst ska vi det) så definierar Graham genomgripande analys som "studium av fakta i ljuset av etablerade principer om säkerhet och värde". Med säkerhet avses "skydd mot förlust under alla normala eller rimligt sannolika situationer". På Investerum gör vi allt vi kan för att objektivt studera fakta rörande våra bolag, bevaka dem och äga dem så länge de fortfarande är fantastiska. Så länge de fortsätter att vara fantastiska kommer de växa med ränta på ränta. Vi kallar den här typen av bolag för superbolag. En investerare vill äga fantastiska växande bolag så länge som möjligt för att få så stor avkastning som möjligt. En spekulant, å andra sidan, är ute efter att egentligen så fort som möjligt sälja till någon som betalar mer.

Min egen personliga tolkning av Grahams kloka resonemang lyder:

*"En investerare är den som köper i syfte att äga - en spekulant köper i syfte att sälja".*

### Om Aktiv Förvaltning

Value Investing är en så kallad aktiv förvaltningsstrategi vilket innebär en målsättning att aktivt göra en bedömning baserat på en analys. Utfallet av bedömningen avgör om ett köp eller en försäljning skall ske. De aktiva beslut som fattas kommer med automatik leda till en portfölj som avviker markant från alla index. Motsatsen är passiv förvaltning där köp och försäljning är underställd en strikt regel. Den vanligaste formen av passiv förvaltning är så kallad indexförvaltning där portföljen är slav under regeln att alltid se precis ut som ett i förväg valt index. Problemet med indexförvaltning är att det är den ultimata formen av spekulation. Det görs definitivt ingen genomgripande analys av varje bolag i samband med köp. Inte heller är det möjligt att bedöma skyddet mot förluster eftersom bolagen hela tiden byts ut i indexen. En Value investor tror inte att ett index är en lämplig utgångspunkt för att konstruera en portfölj då index alltid innehåller bolag som inte passar med de kriterier som eftersöks. (Tänk på att resonemanget håller oavsett vilken investeringsstrategi en investerare föredrar.) Det bästa är att göra investeringar i fantastiska bolag som mår bra. Aktiers kurser utvecklas, på lång sikt, i enlighet med hur bra bolagen mår. Så enkelt är det. Eftersom ordet aktiv i det svenska språket innehåller flera betydelser är det viktigt att ha klart för sig att begreppet aktiv förvaltning inte har någonting att göra med att köpa och sälja så ofta som möjligt (vilket är en annan sorts aktivitet). En aktiv förvaltning innebär att beslut fattas aktivt till följd av en genomgripande analys, alltså att investera.

### Vallgraven

En av de viktigare egenskaperna att identifiera vid den genomgripande analysen är om företaget innehar långsiktiga uthålliga konkurrensfördelar och givetvis vilka dessa är.



Exempel på sådana fördelar kan vara en fantastisk företagsledning, monopolliknande situation, en fantastisk tillverkningsprocess, en lysande distribution, en urstark balansräkning eller ovilja från kunders sida att byta till annat märke. Som ni märker har jag räknat upp saker som tillåter ett företag att förse kunder med en vara eller tjänst som liknar konkurrenternas men kan säljas med högre marginal än vad konkurrenterna klarar av. Långsiktiga konkurrensfördelar leder oavkortat till bättre marginaler och snabbare tillväxt. Warren Buffet säger sig bruka visualisera uthålliga konkurrensfördelar som en vallgrav runt ett gammalt slott. Vallgravens uppgift är att skydda framtida vinster och tillväxt. Vallgravar är till sin natur oerhört svåra att kvantifiera och har olika stora värde. Låt oss ta ett exempel. Säg att någon beslutar sig för att försöka bygga sin framtid genom att sälja ved. Han köper en trästock varje morgon, hugger upp den och säljer sedan veden. En vacker dag kommer han på att om han köper en hel lastbilslast med stockar varje månad istället så blir hans råvara mycket billigare än konkurrenternas. Han kommer nu kunna sälja sin ved till både lägre priser och med högre marginaler än vad konkurrenterna kan. Inom kort upptäcker förstås konkurrenterna vad som hänt och gör likadant så i det här fallet visade det sig att låga råvarupriser inte är en särskilt bra vallgrav. En annan dag kommer han på en helt briljant ny yxa som gör att han kan hugga dubbelt så snabbt. Han utvecklar den och får ett patent. Nu har han, tack vare patentet, skaffat sig en fin vallgrav och kan njuta av högre marginaler och bättre vinster än vad någon annan i vedhuggarbranschen kan. Ett företag som har uthålliga konkurrensfördelar älskar när en finansiell krasch uppstår för det är precis då som företaget tar marknadsandelar av de svagare konkurrenterna. I Basic äger vi företag med utmärkta långsiktiga konkurrensfördelar.

### Risker

Risk, för oss som håller på med Value Investing, innebär risk att åsamka portföljen en permanent värdeförlust vilket skulle förminska möjligheten till framtida ränta på ränta. En av de viktigare faktorerna som bidrar till *reduktionen* av risk är att de bolag vi investerar i har fina långsiktiga konkurrensfördelar, eller vallgravar, i form av bland annat starka marknadspositioner och bred diversifiering i termer av deras produkter, tjänster och antalet kunder.

En sjunkande aktiemarknad är, ironiskt nog, en Value Investors bästa vän. På flera plan är det så - dels är det bra för våra starka företag som får chansen att ta marknadsandelar från konkurrenterna och dels är det bra för att risken i portföljen sjunker. Ju lägre pris man måste betala desto större är säkerhetsmarginalen i affären. Pris är vad du betalar - värde är vad du får. Det tredje som är så bra med en sjunkande aktiemarknad är att det skänker ett ypperligt tillfälle att köpa mer. En Value Investor är en så kallad nettoköpare på lång sikt varför det är bra att kunna komma över aktier billigt. Skulle det vara så att marknaden bjuder på nedgångar kan det vara skönt att veta att Basicportföljen innehåller bolag som undergått genomgripande analys, har långsiktiga konkurrensfördelar och omgärdade av är både breda och djupa vallgravar. Historien har även visat att det i nedgångar alltid lönat sig att köpa mer.



### Målsättning

Det här har ni läst förut men det är omöjligt att för ofta i mina brev repetera 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.

### Resultat

För de flesta investerare återstår decennier av sparande. Planen för sparandet och metoden skall lämpligen sammanfalla med en lika långsiktig sparhorisont. Vi tror därför inte på att delta i den stora flockens jakt på nästa kortsiktiga och högst tillfälliga trend. På Investerum ägnar vi oss lika passionerat som maniskt åt Value Investing. Det är det enda vi gör. De som är kunder har valt oss för att de, precis som vi, både älskar och brinner för Value Investing. Basic har nu uppvisat sju år i rad med positiv avkastning. Självklart kommer det förekomma vissa år som inte alls är bra men på lång sikt finns ingenting som visat sig slå den väl beprövade och utomordentliga kraft som finns i Value Investing. 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!

### Mer om resultat

Då Basic den 1 januari 2016 fyllde sju år är det ett lika utmärkt som lämpligt tillfälle att blicka tillbaka och se hur det gått. Fem-sex år börjar bli 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%
2015	+5,9%	+5,1%	+0,8%
Akkumulerat 6 år	+179,0%	+95,5%	+42%

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



Tolv månadersperioder kan ibland vara lite förrådiska 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 36 månader och som bäst på +63% avkastning under 36 månader. 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%

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

Roland Dahlman,  
Förvaltare Basic Modellportfölj