

Några rader från Investeringskommittén

Året som gått var spännande då det innehöll väldigt slagiga marknader. Breda generella nedgångar inledde och under återstoden av året upplevde vi stora överraskningar i form av exempelvis Brexit, Trump och Statskupp. Precis den typen av extraordinära händelser och stora slag är grogrunden för att lockas bort från det som är det mest väsentliga vilket är att hålla fast vid sin strategi. Marknadens upp- och nedgångar bör ses som vår vän istället för vår fiende. En prisnedgång är en möjlighet att köpa fler andelar i fina bolag. Om ett företag går bra så kommer aktien också tillslut att gå bra.

Vi strävar efter att aktivt identifiera bolag som går bra, köpa aktier i bolagen när de är rimligt värderade och sedan äga bolagen länge. Vi försöker undvika att äga dåliga bolag och vi vill minimera risken för förluster så långt det är möjligt. När vi funderar över investeringar försöker vi följa de principer som vi byggt upp kring begreppet Value Investing. Vi tror på och vill följa Investेरums Value Investing principer och visioner. Vi är övertygade om att ju snabbare någon börjar följa dessa principer, desto bättre kommer den personen att prestera. Mycket gott kommer från ett bra arbete med bra människor i en bra kultur.

Joakim Huth

Lars Evander

Max Heger

Roland Dahlman

*We don't have to be smarter than the rest;
we have to be more disciplined than the rest.*
Warren Buffett

Årssammanfattning 2016 Basic

Förvaltarkommentar

Värdeutveckling

Investerum Basic Modellportfölj har sedan starten den 1 januari 2009 fram till 31 december 2016 haft en positiv värdeutveckling om +207,04% vilket motsvarar +15,05% per år. Under samma period har världsindex MSCI World Free stigit 122,15% vilket motsvarar 10,49% per år.

Investerum Basic Modellportfölj steg 9,94% under 2016. 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 Svenska Handelsbanken.

Marknadskommentar – året som gick

Oavsett om det gäller investeringsutvecklingen från ett kalenderår, eller ställningen då en fotbollsmatch blåses av, är det slutresultatet som hamnar i historieböckerna. Dessvärre har ett slutresultat svårigheter att på ett adekvat sätt beskriva vad som hände under matchen. Vägen fram till 2016 års slutresultat för oss investerare var synnerligen krokig. Året inleddes med omfattande generella marknadsnedgångar. De kinesiska aktiemarknaderna tappade över 20% av sitt värde och oljepriset sjönk under 30 dollar för första gången sedan 2003. Nedgångarna höll i sig fram till slutet av februari då en vändning uppåt inträffade som till större del berodde på att priserna på råvaror, främst oljepriset, stabiliserade sig. Stabiliseringen av priserna på råvaror, som skedde under februari, utvecklades till prisökningar under mars månad vilket i sin tur ledde till en försvagning av dollarn. Centralbanken i USA skickade ut signaler om försiktighet i räntehöjningstakten vilket bidrog till sänkta marknadsräntor under slutet av månaden. Dollarn var under perioden svag och uppvisade den största kvartalsnedgången på fem år till följd av uteblivna räntehöjningar.

Prisökningar på råvaror fortsatte under april vilket i sin tur ledde till en ytterligare försvagning av dollarn. Den generella styrkan i marknaderna var dels en reaktion på den oerhörda svagheten från tidigare månader och hörde delvis samman med en något mindre negativ syn på hur den globala ekonomin skulle utvecklas framåt. Många företag rapporterade sina resultat med stora kursrörelser som följd, ett klassiskt tecken på att de flesta placerare hade en försiktig hållning. Den uppåtgående börstrenden sedan februari fortsatte under maj och även oljepriset fortsatte upp och lyckades ta sig över 50 dollar per fat. Inför midsommarhelgen höll många andan då folkomröstningen om ett eventuellt utträde från EU skulle äga rum i Storbritannien. Till flertalet bedömares förvåning vann sidan som förespråkade att lämna vilket ledde till stora rörelser på de finansiella marknaderna. Exempelvis föll pundet kraftigt. Stockholmsbörsen föll nästan 8% på en dag, vilket inte inträffat sedan 1987. Det skulle visa sig att nedgångarna blev ett utmärkt tillfälle att köpa aktier i fina bolag.

Kort efter Brexitomröstningen skedde en statskupp i Turkiet och flera terrordåd skakade Europa men med stöd av stark makroekonomisk data från USA skakade världens aktiemarknader resolut av sig osäkerheten och uppvisade oväntad styrka. Under hösten syntes fler och fler tecken som tydde på att en räntehöjning från FED var i annalkande. Något som i sin tur återspeglades i investerarens nyvunna intresse för bankaktier. Oljepriset fortsatte stärkas mot slutet av året, mycket efter OPECs överraskande överenskommelse att skära ner oljeproduktionen. Relativt svag makrostatistik i USA fick den amerikanska centralbanken att lämna styrräntan oförändrad.

I likhet med 2015 fick ett stort och välrenommerat tyskt bolag stå vid skampålen. Amerikanska myndigheter krävde 14 miljarder dollar från Deutsche Bank i böter för bankens brister i hanteringen av säkerheter kopplade till bostadskrisen 2008. Ett svindlande belopp som motsvarade nästan två tredjedelar av Deutsche Banks börsvärde! Inför det kommande presidentvalet i USA var osäkerheten stor över hur bäst positionera sig. De allra flesta experterna menade att en seger för Trump med säkerhet skulle innebära kortsiktig kollaps och enorma bekymmer. Vi vet alla hur det gick men i likhet med vad som hände efter Brexitomröstningen inträffade marknadsuppgångar istället, vilka fortsatte i princip året ut. I december beslutade den amerikanska centralbanken enhälligt, helt i enlighet med förväntningarna, att höja räntan för andra gången sedan finanskrisen 2008. Samtidigt förutspådde den amerikanska centralbankschefen fler höjningar under 2017.

Ur ett generaliserat perspektiv började året med mycket breda marknadsnedgångar vilka pågick fram till mitten av februari. Sedan vände marknaderna uppåt och fortsatte på det viset året ut förutom ett hack som sammanföll med Brexit.

2016 gav oss flera goda exempel på vikten av att vara långsiktig och att metodiskt följa sin strategi. Jag har aldrig stuckit under stol med att Value Investing ibland inte fungerar i det korta perspektivet men är en vinnande strategi i längden och därför endast lämplig för dem som klarar av att vara långsiktiga – en egenskap som inte alla besitter. Det första bra exemplet inträffade i början av året då de generella prisnedgångarna som inleddes under december 2015 fortsatte. Oljepriset föll dramatiskt och de allra flesta aktiemarknaderna uppvisade stora prisnedgångar. Exempelvis föll de europeiska aktiemarknaderna hela 25% under dessa få månader och de kinesiska börserna föll ännu mer under samma tid. Den känsla av svart dysterhet som placerarna erfor förbyttes dock, i mitten av februari, mot en nästintill ohämmad eufori och marknaderna steg både hastigt och med kraft under månaderna som följde. Vid den här typen av dramatiska, nästintill bipolära, marknadsvändningar brister så gott som samtliga logiska samband. Vi som ägnar oss åt Value Investing hamnar dessvärre på läktaren. För att ge en inblick skall jag titta på den kraftiga indexuppgången som inträffade och ställa frågan om priset på alla bolag steg lika mycket under perioden eller om det fanns några skillnader och i så fall vilka? Visst borde väl de mest lönsamma företagen ha ökat mest i pris?

Om vi delar upp samtliga bolag som ingår i MSCI Europe Index i två lag – i det ena laget har vi bolagen som går back och förlorar pengar (definieras här som att de har ett negativt p/e) och i det andra laget har vi de bolag som uppvisar en vinst (har ett p/e större än noll).

	Prisuppgång februari till april
Bolag i MSCI Europe med Negativt p/e	+12,6%
Bolag i MSCI Europe med Positivt p/e	+5,6%

En undersökning av samma slag med andra fundamentala nyckeltal ger samma resultat. Låt oss rangordna alla bolag som ingår i MSCI Europe Index (de är 448 till antalet) efter det viktiga måttet avkastning på eget kapital (Return on Assets) .

	Prisuppgång februari till april
De 22 bolag som hade lägst avkastning på eget kapital	+16%
De 22 bolag som hade högst avkastning på eget kapital	+1%

Ja, ni läser rätt - den som tjänade mest pengar under uppgångsperioden skulle haft en portfölj bestående av de bolag som hade sämst avkastning på eget kapital och gärna även gjorde förluster. En sådan tillfällig trend av prisuppgång som beskrivs ovan kallas för ett Junk Rally. Sådana uppgångar är omöjliga att förutse och kan, på ett förrädiskt vis, få investerare att ifrågasätta sin strategi och istället lockas till kortsiktig spekulation. Att inte "hänga med" i en uppgång kan upplevas som en tillfällig motgång men för en långsiktig investerare är det helt naturligt med vissa perioder av tillfälliga motgångar.

(Förra årsbrevet handlade mycket om skillnaden mellan investerare och spekulanter. 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".)

För oss Value Investors påminner Junk Rallys inte bara om den stora skillnaden mellan pris och värde utan också om vikten av att vara långsiktig. Vi skall alltid komma ihåg att vi investerar i fina bolag inte i en aktie. Value investing är en långsiktig strategi och 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 2017 fyllde Basic åtta 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%
Akkumulerat 8 år	+208,4%	+122,6%	+38,2%

Vi kan se tillbaka på en verkligen enastående utveckling vilket är oerhört roligt. Framförallt är åtta år i följd med positiva resultat mycket 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!

Tolv månadersperioder 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%

Världsindexet som har använts i ovan jämförelser heter MSCI World Free och är inte en särskilt optimal jämförelse. Egentligen finns ingen optimal jämförelse eftersom vi inte har som ambition att följa ett visst index (då skulle vi vara indexförvaltare och det vill vi inte). Anledningen till att indexet används är att vi tror att många, men långt från alla, hade valt en globalfond om vi inte hade erbjudit Basic Modellportfölj. För er som vill jämföra er med andra typer av investeringar finns nedan en tabell över hur olika aktieindex utvecklats under 12, 36 och 60 månader bakåt.

	1år	3 år	5år
Basic	9,9%	33,6%	89,2%
Sverigeindex	8,4%	25,0%	77,8%
Europa	6,3%	28,5%	79,5%
Nordamerika	19,2%	75,7%	143,8%
Japan	10,6%	52,1%	96,3%
Asien exkl Japan	15,2%	41,1%	66,7%
Östeuropa	48,2%	15,7%	28,9%
Latinamerika	42,2%	11,9%	-1,1%
Läkemedel	-0,4%	65,8%	149,0%

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 återigen 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.

Den senaste förändringen i portföljen var att köpa in oss i det danska bolaget Novo Nordisk. Företaget tillverkar farmakologiska preparat med specialisering inom diabetes vilket står för fyra femtedelar av försäljningen. Novo Nordisk är ett mycket fint bolag och handlas just nu till en attraktiv värdering.

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