

## Bättre börs – trots allt

### Kära Investerarare,

Börsåret 2022 blev mycket svagt och påverkades starkt av Rysslands angreppskrig på Ukraina. Världens börser föll och Stockholm tappade 23 procent inklusive utdelningar. New Yorks SP500 index gick ned med 20 procent. Vår fond föll 27 procent (+39 procent 2021). Våra innehav i småbolag utvecklades svagt, vilket oftast sker i en nedåtgående marknad. De underliggande verksamheterna i bolagen går dock bra. Sedan start för 13 år sedan har vi avkastat 9,3 procent per år jämfört med vårt mål om tio procent och de senaste tio åren är avkastningen 11,7 procent.

### År 2022 blev ett "Annus Horribilis"

Vår prognos inför 2022, var att börsen skulle ha en blygsam eller eventuell negativ utveckling. Situationen förändrades totalt när Ryssland invaderade Ukraina och börserna föll globalt. Som en direkt följd av kriget sköt energipriserna i höjden och med det följde även höjda priser för konstgödsel och därmed vete och mat. Globala leveranskedjor blev än mer ansträngda men stabiliserade sig i slutet av året. Räntor och inflation steg markant och konsumtionsutrymmet minskade för vanligt folk. Sammantaget ett mycket dystert år.

### Utsikter inför 2023

Som brukligt går vi igenom konjunkturen, räntor, bolagsvinster och kapitalflöden inför kommande år. Vad gäller konjunkturen i nuläget, är den fortsatt starkt i USA, men man räknar med klart avtagande tillväxt under 2023. Frågan är hur stor nedgången blir. Konjunkturinstitutet räknar i sin decemberprognos med en tillväxt på 0,6 procent i USA, ner från 1,9 procent 2022. För EU-området förväntas en oförändrad BNP och för världen i stort en ökning på 2,2 procent. Skulle Kina öppna upp och få fart på sin ekonomi, vilket det verkar som just nu, skulle det kunna addera en hel procentenhet på global tillväxt. För Sveriges del väntas BNP bli negativt med -0,9 procent, ner från en tillväxt om 2,8 procent 2022. Sammanfattningsvis en rejäl inbromsning, men som tur är väntas 2024 bli klart bättre. Vi tror börsen har tagit hänsyn till en svagare konjunktur och bör därför inte gå ner om utvecklingen går i linje med nu liggande prognoser. Snarare ligger möjligheterna på uppsidan.

#### VD

Gustaf von Siverson

#### Förvaltare

Carl Urban

#### Analytiker

Gustav Olsson

#### Avkastning

December: 1,3%

I år: -27,2%

5 år snitt: 5,4 %

1000 kr har blivit 1 299 kr

10 år snitt: 11,7%

1 000 kr har blivit 3 029 kr

#### Årets bästa innehav

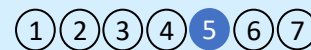


TRELLEBORG

#### Morningstar betyg



#### Risk



← Låg risk                      Hög risk →

#### Kurssättning och handel

Månadsskifte

#### Fondkapital

188 miljoner

#### Startdatum

2010-01-01

### **Inflation och räntor**

Vi, liksom marknaden, räknar med att inflationen faller ordentligt under 2023. Tittar man på frakter, råvaror och halvledare så är priset klart lägre än för ett år sedan. Mot det står energipriset och löneökningar. Dock ser löneökningarna ut att bli hanterbara medan elpriserna kan bli fortsatt volatila och höga. Värt att notera är att både i Europa och Sverige, har man lyckats sänka sin energiförbrukning med 10 till 15 procent under hösten, vilket har en prisdämpande effekt. Vad gäller räntorna borde de följa med inflationen ner, framför allt i USA där nu en 10-årig statsobligation handlas på 3,9 procent. I Europa och Sverige ser det lite annorlunda ut med en motsvarande ränta runt 2,4 procent, så vi ser ingen större nedsida, men heller ingen uppgång. I skrivande stund visar data från Europa för december på att inflationen börjat falla. Detta bör vara positivt för börsen.

### **Låg värdering på börsen**

För 2022 väntades vinstökningar på 14 procent och facit blev 6 procent. En rejäl avvikelse. För 2023 räknar man nu med 10 procent och för 2024 väntas 12 procents vinstökning. P/E talet sjunker då från 15 i år till 13 för 2024, vilket är klart lägre än snittet för de senaste åren. Även utdelningarna ser bättre ut och har stigit från 2,5 till 3,2 procents direktavkastning (utdelning genom kurs). Sammantaget är värderingen alltså låg i ett historiskt perspektiv. Blir konjunkturen inte sämre än liggande prognoser så är detta bra för börsen.

### **Kapitalflöden**

Under de senaste 10 åren, och framförallt under pandemin, har centralbankerna pumpat in massor av pengar i ekonomierna genom massiva köp av obligationer och behållit de mycket låga räntorna under lång tid. Nu börjar dessa stimulanser att trappas ned och räntorna har höjts, vilket borde vara dåligt för börsen. Vi såg också uttag ur aktiefonder under 2022 och dessa lär inte bytas till insättningar förrän allmänheten anar ljus i tunneln. Värt att notera var, att så fort som saker och ting verkade gå mot det bättre i juli, vände börsen och index steg med 12 procent.

### **Risker som kan pressa börsen**

Har vi fel i vår bedömning om inflationen och att den inte faller ordentligt, så blir räntorna kvar på högre nivåer, vilket kommer drabba börsen. Samma gäller konjunkturen; en kraftigare avmattning än väntat skulle slå mot vinsterna och därmed börskurserna. Till sist har vi det hemska kriget i Ukraina som fördyrat energipriserna i Europa men som börsen till viss del lärt sig leva med. Vi har också sett att Europa lyckats spara energi, både bland företag och privatpersoner. Trots detta minskar privatkonsumtionen. Blir allmänheten än mer orolig och håller hårdare i plånboken än befarat, är det inte bra. Då ökar arbetslösheten och konsumtionen minskar och företagets vinster sjunker. Krigets utveckling är omöjligt att förutse och kan därmed resultera i både uppgångar och kursfall på börsen, beroende på utvecklingen.

### **Börsutvecklingen**

Sammantaget är vår känsla att rädslan är stor därute. Recession är ordet på mångas läppar, tillsammans med kriget i Ukraina. Så länge vi kan minnas har vi inte haft en sådan långvarig period med negativa händelser med pandemi, krig i Europa, rekordinflation och samtidigt stigande räntor.

Men vår långa erfarenhet är dock, att i detta läge så finns det utrymme för positiva överraskningar. Marknaden kan snabbt skifta humör från moll till dur. Och börsen har trots allt stigit 23 procent från botten i oktober. Är det början på en ny uppgångsfas? Ja, sannolikt är det så och att vi har det värsta bakom oss. Vi tror att 2023 har förutsättningar att bli ett bra börsår.

### Bästa och sämsta placering

Vår bästa aktie under hela 2022 blev Trelleborg som ju gjorde två jätteaffärer. På året steg den med 3 kronor, från 237 till 240, inte mycket, vilket är talande för börsåret 2022. Av aktier köpta under året blev Gränges bäst; vi började köpa runt 72 kronor och sålde som bäst på 97. Även Boliden blev lyckad och togs in i november på 335 kronor och avslutade året på 390. I övrigt föll samtliga aktier i portföljen. Sämst blev Enea som föll från 271 till 86 kronor och Medicover från 370 till 140 kronor, eller 68 respektive 62 procent. Vi har sålt båda innehaven tidigare under året, vilket begränsade förlusten.

### Tre aktier vi tror på inför 2023

Vi brukar lyfta fram tre aktier vi verkligen gillar och som också är stora innehav i portföljen. Förra året var det Electrolux, HM och Itab. Den genomsnittliga kursutvecklingen blev minus 27 procent, ett dystert rekord och första gången har alla våra tre aktier hamnat på minus. I år tar vi ABB på 332 kronor, Itab 11 och Securitas på 92 kronor. Vi har skrivit om dem vid flera tillfällen under året: ABB i december, Itab i mars och Securitas i augusti.

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Konjunktur	+	+	+	+	+	+	+	-
Vinster	-	+	+	+	+	+	+	-
Räntor	+	0	0	+	0	0	-	0
Flöden	-	-	+	+	+	+	+	+
Värdering	+	0	0	+	-	-	-	
Vår bedömning av börsen	Upp	Svagt upp/ner	Upp	Upp	Upp	Svagt upp	Svagt upp	Oför/lätt ner
Utfall börs		-23	39	15	35	-4	10	9
Utfall Calgus		-27	39	12	25	-8	24	20

Vänliga hälsningar,

Gustaf von Sivers



Carl Urban



Gustav Olsson



Aktie	Kurs	Andel	Motivering
Nederman	172	11%	Förvärvsskicklig luftrenare. Ligger i tiden. RK 170-190
Bergman & Beving	111	8%	På väg mot bättre marginaler under ny VD. Liten nedsida. RK 120-130
Volvo Lastv.	188	8%	Marknaden tror inte att marginlaförbättringen håller i sig, det tror vi. RK 261
Trelleborg	241	7%	Börsens bästa VD. Styrkebesked i senaste rapporten. RK 307
ITAB	11	7%	Butiksinredning, lyckas man vända är uppsidan mycket stor. RK 16
XANO B	111	6%	Har vuxit med 10% per år de senaste 10 åren, bra ledning. RK 122
Electrolux	141	5%	Kraftigt nedsålda och blankade. Normalvinst bör ligga på 16 till 20 kr aktie. RK 158
Sandvik	188	5%	Högre marginaler via digitalisering. RK 190
Alcadon	74	5%	Fiber och tillbehör till datakommunikation. 5G potential. Välskött. RK 80
Securitas	87	5%	Säkerhetsföretag under omstöpning med nytt fokus på tekniklösningar. RK 110
Hexagon	109	4%	Software inom positionering med 28 % i marginal. Förvärv kan lyfta kursen. RK 120
MilDef	81	4%	Tålig elektronik för försvar med vinden i ryggen. RK 100
Boliden	391	4%	Potentiell återöppning i Kina leder till höga metallpriser. RK 450
ABB	316	3%	Under omgörning där vi tror man överträffar förväntningarna. RK 450
SEB	120	3%	Välskött bank med hög direktavkastning. RK 140
VNV	26	1%	Snabbväxande, onoterade bolag med fokus på nätverkseffekter. RK 40
Övrigt		3%	
<b>Lång aktieexponering</b>		<b>90%</b>	
Kort Exponering		0%	
<b>Nettoexponering</b>		<b>90%</b>	
			Standardav. 12 mån
			20,7%
			Sharpkvot sedan start
			0,65
Bruttoexponering		90%	Genomsnittsavkastn. sen start
			9,3%
Likviditet		10%	Genomsnittsavkastn. senaste fem åren
			5,4%