



Stockholm 2016-01-28

Spetsförvaltningen har under sina 5 år aldrig haft en större skillnad mellan min värdering av företagets värde och det värdet börsen sätter på företagen. Köpläge?

HUR SLÅR DU INDEX ?

Du går till någon av de kända bankerna eller fondkommissionärerna och ber dem att förvalta ditt kapital. Tråkigt nog fungerar inte den strategin då nästan alla andra kapitalförvaltare och fonder är "falska". De påstår sig vara aktiva förvaltare när de egentligen har en portfölj där aktierna i portföljen har samma vikter som de har i indexet. Om Telia har 6% i indexvikt så har förvaltaren 6% av Teliaaktier i sin portfölj. Aktiespararna valde därför att stämna Swedbank och Robur och flera av deras fonder för falsk marknadsföring.

<http://www.morningstar.se/Articles/Notice.aspx?title=aktiespararna-stammer-swedbank-robur>

Om du vill slå index skall du inte placera ditt kapital hos en förvaltare som köper aktier enligt samma vikt som aktien har i indexet. Det är givet på förhand att du med en indexnära förvaltare kommer att få index minus förvaltarens avgifter. En sådan strategi ger dig 0% chans att slå index. Vill du slå index måste du välja en förvaltare som vågar att avvika från index.

Du har investerat hos oss och då kommer vår aktiva förvaltning som avviker från index på kort sikt ibland att vara negativ (som under år 2015) men på lång sikt har den visat sig vara framgångsrik.. Genom att äga en portfölj som inte speglar index har vi sedan mars 2011 lyckats få 100 pengar att växa till 281 pengar jämfört med 220 pengar om ni stället investerat i S&P 500 inklusive utdelningar, och 175 pengar om ni haft MSCI World index inklusive utdelningar.

Vår strategi är att äga en relativt koncentrerad portfölj med de bästa företag vi kan hitta. Jag kan inte förutspå om de valda aktierna kommer att stiga år 2016, 2017 eller 2018. Vi är dock trygga i att vår strategi fungerar och kommer att fortsätta att fungera på lång sikt. Bolagen i portföljen konkurreras ut löpande och de byts ut mot bolag med högre förväntad avkastning. Omsättningshastigheten i portföljen ökar när börsen sjunker eftersom kvalitetsbolag då blir prisvärda.

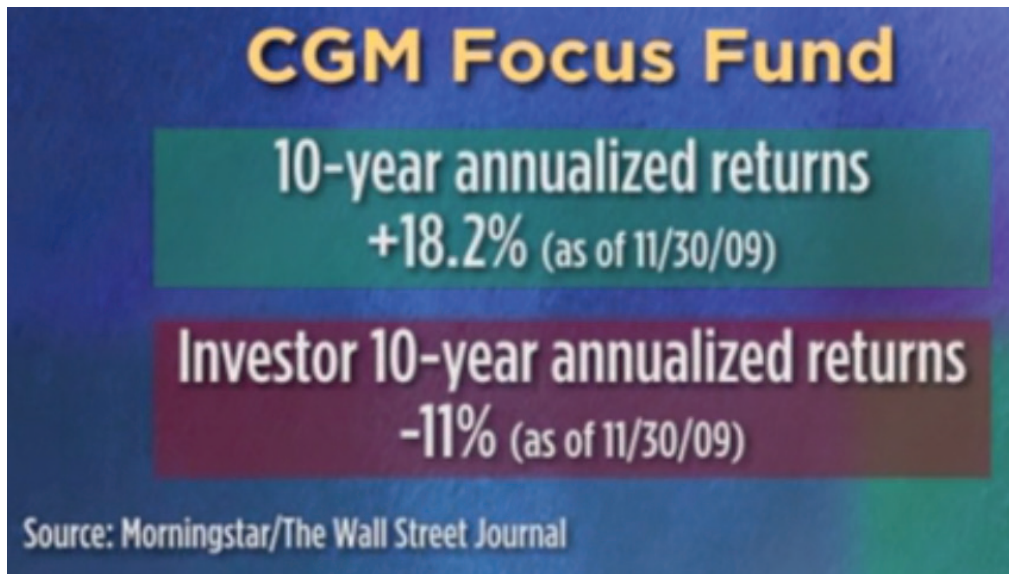
DU SLÅR INDEX GENOM ATT "TÅLA LIDANDE"

År 1972 genomfördes det som kom att kallas för Marschmallowsexperimentet på Stanford University. En marshmallow erbjöds de fyraåriga barn som deltog i studien. Ledaren för försöket berättade för barnet att om hon eller han kunde motstå att direkt äta marshmallowen skulle han eller hon istället erbjudas två stycken. Forskarna analyserade hur länge varje barn kunde motstå frestelsen att äta marshmallowen och om detta samvarierade med barnens framtida framgång.



I efterföljande studier fann forskarna att de barn som lyckades motstå att äta marshmallowen visade sig ha bättre framgång i livet mätt i SAT poäng, utbildningsnivå, Body Mass Index med flera måttal.

Jag är övertygad om att vår förmåga att fördröja "vår tillfredställelse" också påverkar vår avkastning när vi placerar vårt kapital. Enligt vårt sätt att se det är en av aktiemarknadens syften att flytta kapital från de som måste ha tillfredställelse snabbt till de investerarna som har tålamod. Min slutsats stöds också av empiriska studier. I bifogad graf ser ni en studie genomförd av Morningstar och Wall Street Journal.



Fonden ökade nästan 5x mellan år 1999-2009. Kunderna i fonden fick dock bara i snitt -11% i avkastning. Orsak? Kunderna var kortsiktiga och köpte fonden först när den ökat i värde och sålde när den sjönk. Kunderna försökte tajma.

BÖRSEN OCH BÖRSKURSERNA ÄR EN POPULARITETSTÄVLING...

Om du vill ha en kraftig tillväxt på ditt kapital under en längre period måste du under perioder prestera sämre än index.

Låt oss backa bandet till år 1999. Ett antal fondförvaltare hade specialiserat sig på den nya ekonomin. De var snabba att fånga de bolag som var populära, låt oss kalla dem sprinters -Usain Bolts i investerarvärlden. De fångande dåtidens mediafavoriter som Ericsson, Framtidsfabriken, Icon Medialab och Spray. Även indexkramarna var populära under denna period då många hypade bolag ingick i indexet. Om du ägde aktier enligt indexvikterna kunde du få 76% i avkastning under en 9 månaders period. Strålkastarljuset lös på dessa sprinters som var den tidens stjärnor.



Under samma denna period blev "långdistanslöpare" som Warren Buffett utskrattade eftersom de påstods vara föredettingar. Långdistanslöparna valde bort IT/Telekom och lunkade på och fick "bara" 16%! under samma period. Det är enkelt att förstå att de blev utskrattade- då de underpresterade med 60% mot index!!! Vad långdistanslöpare som Warren Buffett förstod var att det inte lönade sig att kortsiktigt dra upp tempot, de förstod att det skulle vara bättre att hålla sig till sin disciplin och hushålla med krafterna för att orka hela vägen in i mål.

För att bli bra på att investera krävs disciplin och förmåga att klara lidande i form av underprestation och hån. Du måste stå emot att bli lockad av flocken. Till slut kanske du får rätt då det visar sig att flocken hållit ett orimligt högt tempo. Det var precis det som hände. IT /Telecom rasade 90% i värde och Warren Buffetts bolag klarade fallet då hans bolag till och med steg. Ordningen var återställd och återigen var Warren Buffett en investeringsguru.

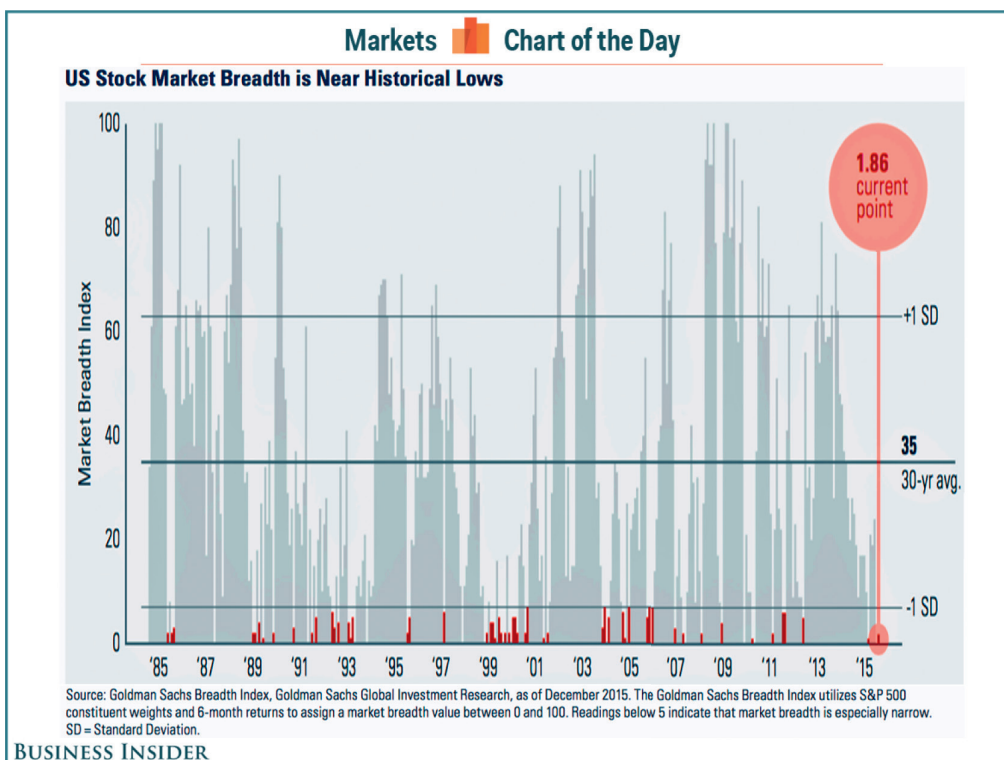
HISTORIEN UPPREPAR SIG...

År 2015 påminner om perioden 1972-1974. Denna period kännetecknades av att de flesta bolagen på börserna minskade i värde förutom några få bolag som var favoriter i media. På den tiden var favoriterna Polaroid, Avon, Disney, Coca-Cola och Xerox.

De ingick i Nifty Fifty, stora bolag som aldrig skulle minska i värde. Till slut rasade även dessa bolag. De togs bort från strålkastarljuset och "sköts" ner en efter en... Från topp till botten minskade bolagen enligt följande:

Polaroid -91%, Avon -86%, Walt-Disney -75%, Coca-Cola -75%, Xerox -71%.

Jag anser att år 2015 påminner om den här perioden eftersom de flesta börsbolagen, precis som då, minskade i värde med undantag för några favoriter i media. Nedanstående graf visar hur många av de 500 aktierna i S&P 500 indexet som påverkar värdet på indexet positivt. När grafen har ett värde nära 100 innebär det att nästan alla 500 bolag i indexet under en 6 månaders period bidragit positivt till tillväxten i indexet. När grafen visar ett värde nära 0 så innebär det att endast ett fåtal bolag går bra. Snittet i grafen är 35. Idag har grafen värdet 1,86. Det innebär att det är få bolag som ökat i värde av de bolag som ingår i indexet. Av de 500 bolag som ingår i index har ca 300 bolag minskat med -20% eller mer i värde.



Vilka är de fåtal bolag som gått bra? Dagens favoriter i media är Netflix P/E=240, Amazon P/E= 576, Twitter P/E=130, Facebook P/E=113, Tesla P/E=>100, Solar City P/E=>250, Uber P/E = ?? . I Sverige har vi Fingerprint P/E= 80. Tesla och Solarcity skulle om de gjorde vinst ha ovanstående P/E tal. Idag gör de inte ens vinst.

(Förklaring av P/E-tal: P/E –tal är ett nyckeltal där P står för Priset på aktien och E står för vinsten. Ett P/E –tal på 240 innebär med andra ord att man som investerare betalar 240 ggr dagens vinst för att få äga bolaget. Om vinsten är 1 så kostar bolaget 240. Utryckt med andra ord innebär det att om bolagets vinst inte växer får man vänta 240 år före investeringen betalas tillbaka!)

Min tro är att dessa bolag kommer att tas bort från strålkastarljuset och "skjutas" ner en efter en, det vill säga rasa i värde. Jag tror dock att Amazon kommer att klara sig då deras P/E-tal är missvisande eftersom deras marginal skulle vara mycket högre om de inte växte så snabbt. De kostnader de idag lägger på tillväxt skulle öka marginalen om de slutade försöka växa. Oavsett om vissa av dagens favoriter kommer att klara sig är det risk att psykologi tar över när dessa bolag som idag håller uppe börsen börjar att rasa. Då slutar folk att tänka . Då kan hela börsen rasa på grund av investerarpanik, säkert 30-50% till.

När några av er läser det jag nyss skrev kanske ni tänker att ni skall sälja allt ni har i aktier. Det är fel slutsats att dra. För det första är det omöjligt att tajma börsen enligt mitt resonemang ovan. För det andra skall du ALDRIG låta bli att köpa undervärderade aktier bara för att börsen som helhet har en risk att rasa. Problemet är att du då riskerar något som är mycket värre. Du riskerar att gå miste om värdetillväxten i de bolag som idag är undervärderade. De kanske aldrig handlas till ett lågt pris igen. Det är som att missa ett tåg. Tåget kanske aldrig stannar vid din perrong igen.



Vad är värst? Att se din portfölj minska på pappret -50% under ett år eller gå miste om att ro dubbla ditt kapital för att du trodde att du skulle kunna tajma? Många blev rädda och sålde sina aktier med förlust år 2008 men förstår inte att det verkliga misstaget de gjorde var när de missade att investera i aktier som:

APPLE (har ökat 5ggr i värde från år 2008 tills idag)

STARBUCKS (har ökat 10 ggr i värde från år 2008 tills idag)

NETFLIX (har ökat 25ggr i värde från år 2008 tills idag)

Bubblor kommer alltid att blåsas upp. Kapitalet söker sig i flock till investeringar som är populära. När spricker en bubbla? Omöjligt att veta då det nästan alltid är något oväntat som gör att den spricker. Stockholms bomarknad har blåsts upp sedan 1991. I 25 år har vi haft en uppgång. Den bubblan kommer också att spricka. Det är bara en tidsfråga, men förr eller senare tar gravitationen över. Tyvärr går det inte att tajma när det kommer att hända.

Det är dock viktigt att i dessa paniksituationer hålla sig kall och tänka rationellt. När det gäller investeringar i företag måste man fråga sig om bolagen verkligen minskat i värde eller om det bara är börskursen som minskat? Om bolagen inte minskat i värde så kommer börskursen snart att rätta till sig.

HUR GICK DET FÖR SPETSFÖRVALTNINGEN ÅR 2015

Då spetsförvaltningen är likvid så kan vi varje minut se vad våra innehav har för värde på börsen. På lång sikt är det ett bra sätt att mäta vår framgång. På kort sikt kan det dock vara grovt missvisande.

Jag skulle vilja rapportera att vi slagit index med god marginal men det kan jag tyvärr inte göra eftersom för år 2015 var istället det sämsta året i Fairs historia. Spetsförvaltningens modellportfölj inklusive performance avgift gick ner -1,17%. Vi gick betydligt sämre än index. Det positiva i kråksången är att ni inte betalat några avgifter vilket ni skulle gjort om ni varit kunder på andra ställen.

Det är inte våra företags förändrade börskurser under år 2015 som kommer avgöra avkastningen på vår kapital under en femårsperiod. Det som kommer avgöra vårt kapitals avkastning under en femårsperiod är företagets utveckling.

Börskurserna kan sjunka under året trots att bolaget utvecklas bra. Många av bolagen i Spetsförvaltningen utvecklades bra under år 2015 trots att börskursen för dessa bolag sjönk. Några exempel: Bolaget Apples vinst steg +27% men aktien rasade -22%, företaget Berkshires egna kapital ökade med +4,5% men kursen sjönk -14%. Tillväxten i bolagets underliggande värde är det som till största del bestämmer vårt långsiktiga resultat. På kort sikt avspeglar börskursen bara bolagets popularitet. På lång sikt går dock börskursen och bolagets underliggande värde i takt.



Då marknadsvärdet på Spetsportföljen sjönk under året samtidigt som bolagen i stort sett utvecklades bra har nu skillnaden mellan mitt värde på portföljens företag och börsvärdet ökat och aldrig tidigare varit större. Det gör att bolagen i Spetsförvaltningen handlas till den största rabatten sedan starten av förvaltningen.

I nedanstående bild är grön graf aktieutvecklingen och den blå grafen hur jag anser att värdet på bolaget utvecklats över tid. Det är först när man har en uppfattning om bolagets värde som aktiekursen kan vara användbar. Är aktiekursen lägre än det värde du sätter på bolaget har du en köpmöjlighet.

Aktiekursen säger **ingenting** om du inte vet värdet på bolaget



FÖRVALTNINGEN ÄR STRUKTURERAD SÅ ATT MINA FINANSIELLA INTRESSEN ÄR LINJERADE MED ERA

Jag som ansvarig förvaltare är tillika den investerare med störst eget kapital i Spetsförvaltningen och känner av nedgångar och uppgångar i marknadsvärde tillsammans med er.

DE BÄSTA OCH SÄMSTA BIDRAGEN TILL PORTFÖLJEN ÅR 2015

Bäst: **ALPHABET (GOOGLE)**

Jag började köpa Google i augusti 2011 och köpte mer i april 2015.

Det investeras lite reklampengar online jämfört med hur mycket tid som spenderas online. Min tro när jag investerade var att mer och mer av reklampengarna skulle flyttas online.

En annan anledning till att jag tror på Google är deras höga marknadsandel av smartphones som de uppnått genom deras plattform Android. Det ger dem en stark konkurrensfördel på den mobila arenan.

Jag ser också på Alphabet som en kapitalallokerare inom ny teknik. Ledningen i Alphabet lyckades med sin investering i Youtube och det skall bli intressant att följa om de lyckas med någon av de nya projekten tex självkörande bilar, Robotics, Artificiell Intelligens eller Nest Labs.



Nu har bolaget dessutom omorganiserats så att Googles kärnverksamhet separeras från deras nya mindre lönsamma segment. Viktigt i Googles fall är att hålla koll så att de inte "slänger iväg" kapital på olönsamma satsningar. Uppdelningen av verksamheten gör det enklare att analysera hur Googles andra "bets" utvecklar sig.

Lärdom: Jag är glad att jag kände mig trygg i lönsamheten i Googles kärnverksamhet och att jag tack vare den låga värderingen vågade investera trots att Google vid investeringstillfällena inte redovisade utvecklingen för sina andra verksamhetsområden.

Bäst: **MARKEL**

Jag köpte Markel i mars 2014. Markel ser jag som ett ungt Berkshire Hathaway. Liksom Berkshire kan de investera försäkringsbolagets "float" och i toppen sitter duktiga investerare. Markel har en lång väg framför sig då det kan växa kraftigt. Markel är ett försäkringsbolag för de försäkringar som är ovanliga och där de kan tjäna pengar på försäkringarna. De flesta försäkringsbolag förlorar faktiskt pengar på försäkringar och tjänar igenom det de förlorat på att investera de premier försäkringstagarna betalat in (float). Markel tjänar på försäkringarna och får därmed tillgång till billigt kapital som de investerar klokt och disciplinerat. Markel har dessutom nyligen börjat att köpa onoterade bolag. Det fria kassaflödet som bolaget har går antingen till att utvidga försäkringsrörelsen, köpa tillbaka aktier, till att köpa aktier/obligationer på börsen eller till att köpa onoterade bolag. Vart kapitalet går beror på var de får högst avkastning på sin investering. Under en period ökade bolag det egna kapitalet med 19%/år. Jag är dock nöjd om vi får en tillväxt på ca 15%/år framgent.

Lärdom: Jag skulle köpt mer när bolaget var billigt. Jag drömmer marดรömmar om att de aldrig blir billiga igen. Hoppas tåget stannar vid min perrong igen.

Sämst: **COLFAX**

År 2015 var ett år då Colfax hamnade i en "perfect storm" då allt gick åt fel håll. USD valutan blev starkare, tillväxtmarknaderna bromsade kraftigt in med slutkunder i olje och "frakt" sektorn som drabbades hårt. Colfax är ett bolag som jag placerar i gruppen av bolag som är duktiga på att växa genom förvärv. Deras modell går ut på att förvärva industribolag som de sedan förbättrar operationellt med sin "Leanmetodologi" för att sedan återinvestera överskottet som de genererar. Leanmetodologin har sin främsta förtjänst i att det tar ett helhetsgrepp på hur en organisation kan utvecklas från toppnivå till minsta detalj. Lean bygger på 3 grundprinciper. 1. Respekt för individen. Den som vet något om arbetsprocessen är den som utför den och skall ges möjlighet att påpeka brister. 2. Flöde, att öka flödet av mervärde genom fabriken. 3. Transparens, alla skall kunna se vad som händer överallt både nedströms och uppströms.

Ledningen har lyckats med att effektivisera de uppköp de gjort speciellt inom svetsaffärsområdet där de lyckats höja marginalerna. I Svetsaffärsområdet står ett gammalt anrikt varumärke från Sverige för största delen av försäljningen (ESAB).

Colfax är det bolag som varit sämst för portföljen under år 2015 men jag anser att detta bolag har störst potential att utvecklas starkast av alla portfölj företag de närmaste åren.



Lärdom: Jag missbedömde oljeprisets påverkan på Colfaxes verksamhet. För att undvika det i framtiden skall jag gå igenom riskdelen i köpkandidaters årsredovisningar extra noggrant för att se om de tar upp råvaruberoende som riskfaktor.

Sämst: **BRISTOW GROUP**

Bristow Group är med 1900 stycken helikoptrar världens största leverantör av helikoptertjänster till olja- och gasindustrin. Bristow äger dessutom 359 flygplan direkt och har en del andra samarbeten. 60% of intäkterna kommer från långa kontrakt på produktionsplattformar, 30% kommer från utvecklingsprojekt.

Jag investerade i bolaget då deras investeringar i tillväxt drog ner företagets vinstnivå så bolaget såg dyrare ut än vad det är. Jag räknade ut att bolaget såldes för 7 gånger den normala vinstnivån.

Tack vare bolaget likvida tillgångar(helikoptrar) fick vi också ett golv för vår investering. Golvet räknade jag fram till 600 MUSD. Idag köper en investerare Bristow för ett pris som är lägre än de omsättningstillgångar Bristow har på sin balansräkning.

Lärdom: Jag köpte Bristow för att bolagets börskurs var låg i förhållande till det värde jag estimerade att företaget var värt. Börskursen var låg eftersom Bristow verkar i olje och gasbranschen som är under stark press på grund det låga oljepriset. Jag missbedömde Bristows motståndskraft då jag inte trodde att de skulle påverkas så starkt av branschens nedgång. Jag känner mig dock fortfarande trygg i vårt golv då bolaget kan sälja av helikoptrar om de skulle behöva likviditet.