



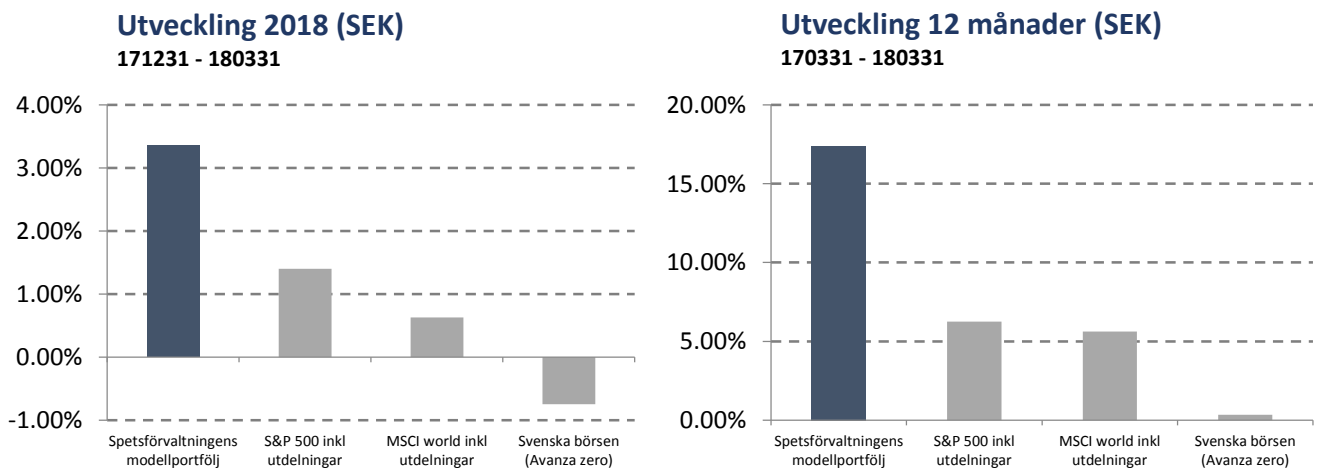
Stockholm 2018-04-26

Kära investerare!

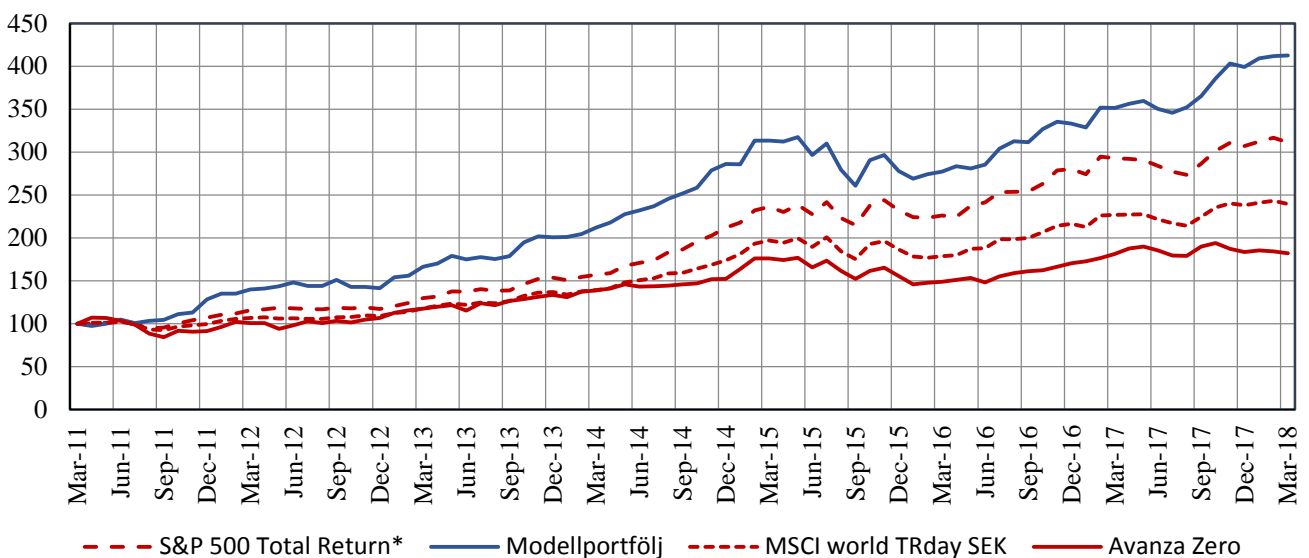
Utvecklingen visas nedan för i år, de senaste 12 månaderna och sedan starten år 2011. Spetsförvaltningen har kraftigt överträffat samtliga jämförelseindex. Hur har jag åstadkommit det? Genom att jag inte tar hänsyn till jämförelseindex eller något annat index överhuvudtaget. Index finns endast med för att Fair måste ha ett jämförelseindex enligt lag.

Extremt få förvaltare lyckas idag överträffa index med 10% på 12 månader. Borde jag därför få hurrarop och firas av mina kunder? Absolut inte. Ett år är inte tillräckligt. Dessutom är ett bra år resultatet av beslut jag fattade 3-7 år sedan. Det beror inte på bra beslut fattade det här året.

Prestationsgrafer för Spetsförvaltningen



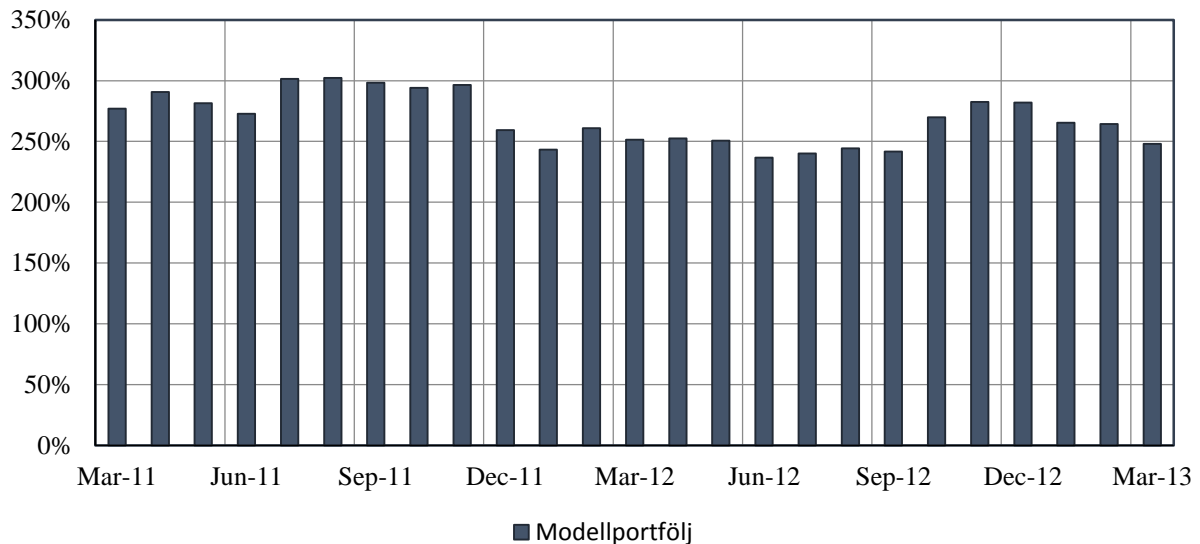
Utvecklingskurva sedan start mars -11





Däremot tycker jag själv att jag gjort ett bra jobb om vi undersöker 5 års rullande avkastning. Hittills har alla 5 års perioder mer än dubblat kapitalet. Se nedan:

Modellportföljens värde efter 5 år, om den startat enligt nedan



Vi (och alla andra) kan aldrig förutspå marknadens utveckling på kort sikt. Däremot kan jag redogöra för vilka principer som jag följer och som jag tror kommer ge bäst resultat på lång sikt.

Jag presterar troligen som bäst om jag lägger min tid på att analysera bolag. Samtidigt har ni behov av att få information. Jag har löst det så att ni som vill ha löpande aktiv information får det genom att ge mig en kontaktförfrågan på LinkedIn så att ni kan följa mina inlägg. Ni andra får information genom detta investerarbrev. De kommer ut mer sällan.

I det här investerarbrevet har jag försökt att spara tid genom att "återanvända" de inlägg jag gjort på LinkedIn. Mervärdet med investerarbrevet är att jag kategoriserat inläggen så att ni kan välja att läsa det som är av intresse.



Contents

Kära investerare!	1
Prestationsgrafer för Spetsförvaltningen.....	1
Allmänna råd	4
Farligt mönsterseende	4
Nyheter = brus.....	5
Investera aldrig i nyintroduktioner/IPOs/Kapitalanskaffningar	6
Några av förebilderna till min investeringsfilosofi	7
Donald Yacktman.....	7
Ingvar Kamrad	8
JP Eveillard.....	9
Tom Gayner:.....	9
Tom Russo	9
Min investeringsfilosofi - Camp B.....	10
Camp b – “Competitive advantage - Contrarian view”	10
cAmp b – “Alignment of Interest”	11
caMp b – “Margin of Safety”	11
camP b – “Potential”	13
camp B – Bargain - Bear Case	14



Allmänna råd

Farligt mönsterseende

Här följer ett inlägg där jag ironiserar kring teknisk analys. Mitt djupare budskap är att du inte skall tro att du investerar i en aktiekurs. När du investerar med mig, så investerar vi i bolag. Bolaget "råkar" ha en aktiekurs kopplad till sig:



Min tekniska analys ovan visar tydligt att börsen kommer att studsa upp.

Senare kommer ett brant fall följt av en glädjepaus där vi slickar såren innan börsen fortsätter att falla brant.

Vad börsen kommer att göra när halsen slutar förstår jag inte mig inte riktigt på, men det ser ut som att vi kommer att ha fyra ben och en svans.

Skämt åsido, vår hjärna är byggd för att se mönster och trender även i helt slumpmässiga miljöer.

Ett exempel är att om du stirrar tillräckligt länge på en aktiekurva så kommer du att upptäcka trender. Det är först senare som du upptäcker att det inte går att tjäna pengar på dina observationer.

Din förmåga att lura dig själv genom att se mönster förstärks av en annan princip. Lagen om små observationer. Lagen säger att folk tenderar att se mönster och trender när de arbetar med för lite data som inte kan ge dig statistisk signifikans.

Ett exempel på det är när en förvaltare överpresterar index under 2 år i rad. En del drar då slutsatsen att han är duktig trots att informationen inte betyder något.



Nyheter = brus

Vi människor är programmerade att vara kortsiktiga och att agera känslomässigt. Vi är här. Våra gener är kvar på stenåldern.

- *Stenåldern >100 000 generationer*
- *Jordbruket ca 600 generationer*
- *Industrin ca 10 generationer*

2,5 miljoner år levde vi under stenåldern som jägare. Den perioden står för 99,5% av vår tid som människor. Jordbruket kom för "bara" 12 000 år sedan. Jordbruket och industriella tidsperioden har inte hunnit få så stor påverkan på våra gener. Stenåldern är den period som mest påverkat våra gener. Vi är därför känsliga för brus som påverkar oss att agera känslomässigt och kortsiktigt. Ett av mina inlägg handlade om just det:

Ytlighet är som socker

- enkelt att smälta.
- lika skadligt för hjärnan som socker är skadligt för kroppen

Tidningar, sociala media, skvaller matar oss med små lätta, aptitretande godbitar som egentligen inte kräver att vi tänker och egentligen är irrelevanta för våra liv. Det är också anledningen till att vi inte blir mätta. De ger oss bara "tomma kalorier".

Till skillnad från aktiviteter som kräver ett djupare tänkande kan vi frossa i obegränsat antal nyhetsartiklar och inlägg på sociala medier som är för oss som lockande smågodis i affären är för en godisälskande 6-åring.

Vi förleds att tro att nyheter har ett värde. Nyheter i sig har inget värde. Det är information som är relevant som har ett värde.

Utvärdera själv. Hur mycket av det du läst i tidningar eller på sociala media, det senaste året, har på riktigt hjälpt dig att fatta bättre beslut i ditt liv?

Sluta läsa ytligheter, testa att vara utan nyheter och lägg tiden du vinner på att istället ta in djupare kunskap tex genom att läsa en bok i ämnet du vill bli bättre på.

Ibland är en spark i baken bästa medicinen.

Det tog lång tid för oss att komma underfund med hur skadligt socker är för oss, undrar hur lång tid det tar för oss att komma på hur giftigt ytlighet är för våra hjärnor.



Investerar aldrig i nyintroduktioner/IPOs/Kapitalanskaffningar

I april 2018 skrev jag följande inlägg när jag såg följande artikel i DI:



Tre anledningar till att ni aldrig skall investera i nyintroduktioner.

I det här fallet ovan är det professionella investerare som gått på pumpen. Bilden är från dagens tidning men rådet gäller oftast. På engelska heter nyintroduktion IPO. Bästa översättningen till svenska är:

- It's Probably Overpriced
- Imaginary Profits Only
- Insiders' Private Opportunity

Anledningarna?

- 1) Det är en matematiskt omöjlig ekvation, att bland alla aktier som är möjliga att köpa, så skall den aktie som är mest attraktivt prisat vara en aktie som bjuds ut av en insider (grundare till bolaget, riskkapitalbolag, etc). med incitament att sälja bolaget just nu.
- 2) Det är viktigt att förstå att din rådgivare, bankman, etc. - Den som föreslår erbjudandet till dig är en säljare som tjänar på ditt köp oavsett hur det går för dig.
- 3) Hur man än mäter hur det gått för nyintroduktioner (som grupp) så underpresterar de snittet av aktiemarknaden pga. att de var för dyra när de erbjöds. Finns det inget bra med en nyintroduktion? Jo absolut. Det är ett suveränt "lackmustest" på om din rådgivare är att lita på. Föreslår han en nyintroduktion så skall alla varningsklockor ringa.



Några av förebilderna till min investeringsfilosofi

Donald Yacktman

En av mina förebilder är Donald Yacktman. Varför han är en av mina förebilder förklarar jag i inlägget nedan:

När skall du behålla en underpresterande kapitalförvaltare?

När han har en tänkande strategi medan marknaden slutat tänka.

Han startade sin fond 1992. 1997 hade han 1,1 miljard dollar. Techbubblan började ta fart. Yacktman fortsatte investera på sitt gamla tråkiga sätt i undervärderade vinstdrivande företag. Fonden presterade så dåligt mot index att de flesta kunderna började ta ut sina pengar. År 1998 var det flera i styrelsen som ville byta ut honom. Tillgångarna i fonden minskade med -94% till 70 miljoner!

Sen följde år av utklassning.

- År 2000 +20% bättre än index
- År 2001 +31% bättre än index
- År 2002 +33% bättre än index
- År 2008 +11% bättre än index
- År 2009 +33% bättre än index

År 2016 hade hans fond ökat till 17 miljarder dollar.

Strategin? Han investerar i bra bolag som inte är cykliska och investerar bara i företag där kunderna har en kort köpcykel och där produktutvecklingscykeln är lång. Exempel är Pepsi (Frito-Lay) och Coca-Cola. Produkterna används dagligen oavsett hur ekonomin går. Bolagen behöver inte uppfinna nya produkter för att behålla kunderna. Coca Cola har tex sålt samma produkt under decennier vilket innebär att produktcykeln är lång. Han föredrar företag som kräver låg kapitalbindning för att växa. Bolag som genererar cash medan de växer.





Ingvar Kamprad

Jag och hela Sveriges befolkning sörjer förlusten av Ingvar Kamprad. Han byggde upp ett superföretag med hjälp av de principer jag använder i min investeringsfilosofi. I inlägget nedan utvecklar jag hur han byggde upp sina konkurrensfördelar:

Det är i motvind de stora drakarna lyfter!
Ingvar Kamprad & Kaj Pollak personifierar positivt tänkande.

Att välja glädje!

I biografen slår det mig hur han gång efter gång vände motvind till medvind.

I början när Kamprad sålde saker på postorder blev konkurrensen hårdare och hårdare. Priserna på produkterna gick ner och marginalen likaså. Möblerna fick sämre och sämre kvalitet.

För att råda bot på det gjorde Ingvar möbler med högre kvalitet istället. Hur skulle kunderna märka detta? Han lånade en lada av sin morfar. Där kunde han visa upp möblerna. Vips så var Ikea varuhuset fött.



När möbelindustrin blev rädd för uppstickaren Ikea gick de ihop och satte press på alla råvaruleverantörer. Hotet: - Om ni levererar till Ikea så köper vi inte av er.

Kamprad letade då alternativa leverantörer och hittade dem i Polen och Ryssland. Tack vare det fick han dessutom billigare råvaror än sina konkurrenter och fick därmed en kostnadsfördel.

Så här fortsatte biografen....

Min slutsats när jag läste biografen var att det var motgångarna som gjorde Ingvar Kamprad starkare.

Ungefär som det mesta i livet. När vi utsätter musklerna för stress blir de starkare. När vi får motgångar i livet växer vi som människor.



Andra exempel på förebilder:

Eveillard fick jag möjlighet att intervjua under flera dagar. Han var generös med sin tid.

JP Eveillard: <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:6379206326651801600>

Tom Gayner och jag diskuterade framförallt vikten av att skapa de rätta förutsättningarna för att kunna förvalta bra.

Tom Gayner: <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:6331081692002025472>

Russo och jag gillar bolag som har "the capacity to suffer".

Tom Russo: <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:6395136283445907456>

(Om du klickar på hyperlänkarna så kommer du till LinkedIn-inlägget där jag skriver om förebilden)



Min investeringsfilosofi - Camp B

Camp b – “Competitive advantage - Contrarian view”

Den viktigaste biten i mitt analysarbete är att identifiera att bolaget har en bestående konkurrensfördel annars är inte bolaget förutsägbart. Nedanstående inlägg visar hur Amazon bygger upp sin konkurrensfördel. Inlägget visar också på vikten av att tänka med andra perspektiv än vad "flocken" gör. Om jag skall slå index måste jag gå emot majoritetens uppfattning. Jag måste se något de inte ser.

Amazon - missförstått?

När de köpte Whole Foods så talade alla om Omnichannel...

Butiker OCH Onlinehandel var grejen. Var det Whole Foods butiker Amazon var ute efter?

Det skaver att tänka sig att Amazon skaffar sig butiker för att bli mer konkurrenskraftiga. Fastigheter binder kapital. Internet är gratis.

Det är lenare att tänka sig att Amazon köpte sig sin första kund. Amazon hoppade den här gången över kolvmotorerna och skaffade sig istället jetmotorer direkt.

Skalfördelar!

Whole Foods logistikapparat gjord för varor i butiken byggs istället om till en serviceplattform för matvaror som kött, grönsaker, frukt, bakverk etc.

Starkare skalfördelar desto fler som ansluter sig till serviceplattformen.

Restauranger, budfirmor, Whole Foods och andra matvarubutiker är kunderna som kommer köpa dessa matvaror via plattformen.

Matvarorna levereras in av kända varumärken och av lokala leverantörer.

Amazons modell är att först skapa en kund som kan dra fördel av den massiva investeringen i infrastruktur som Amazon gör för att kunna skapa serviceplattformen.

Bevis: De startade först sin egen bokhandel -kopplade sen på alla andra.

De byggde Amazon Web Services till sig själva-kopplade sen på alla andra.

Nu hoppar de byggsteget...

Köpte istället Whole Foods -kopplar sen på alla andra



cAmp b – “Alignment of Interest”

Linjerade intressen.

Vi gör det vi mäts på. Därför är det viktigt att företagsledningen får sina incitament i linje med hur värdet på våra aktier ökar. Det är inte självklart bland börsnoterade bolag. Många är tjänstemannastyrda. En del av oss minns skräckexemplet i Skandia.

I nedanstående inlägg från LinkedIn påminner jag om att de flesta aktörerna i finansbranschen faktiskt har ett annat intresse än vad du har.

De flesta i Finansbranschen tjänar på att du gör många transaktioner.

-Du tjänar på att ha få transaktioner.

De flesta i Finansbranschen tjänar på att du är kortsiktig

-Din konkurrensfördel är att vara långsiktig.

Media tjänar mer ju mer "eyeballs" de har på sina artiklar då de kan ta mer betalt för sina annonser

-Din portfölj mår bäst av att inte påverkas av allt brus som frestar dig att bli kortsiktig.

Linjerade intressen?

caMp b – “Margin of Safety”

Våra bolag skapar kassaflöde. En del av kassaflödet går till att underhålla bolagets bestående konkurrensfördelar. Det som blir kvar kan användas på flera olika sätt. Av den anledningen är det superviktigt att vi har en ledning som är kompetent och rationell med detta kassaflöde. Till skillnad från gängse uppfattning så vill vi att de väljer att dela ut kapitalet som sista åtgärd. Jag utvecklar mitt resonemang i nedanstående inlägg:

Undvik aktier som ger utdelningar

Tyvärr ser jag ofta ledare som faller offer för "flumtänk" när det gäller hur kapitalet skall investeras. Bristande kompetens inom kapitalallokering kan förstöra mer värde, snabbare än något annat ledningsbeslut.

Ett exempel är alla bolag som betalar ut en utdelning bara för att utöka sin aktieägarbas. (Vissa fonder/kapitalförvaltare investerar bara i bolag som ger utdelning.)

I min värld borde beslutet att betala ut en utdelning vara baserat på en noggrann analys över vilka återinvesteringsmöjligheter bolaget har. Går det att få en avkastning på investeringen som överstiger företagets avkastningsmål genom att:

- 1) investera i den egna verksamheten



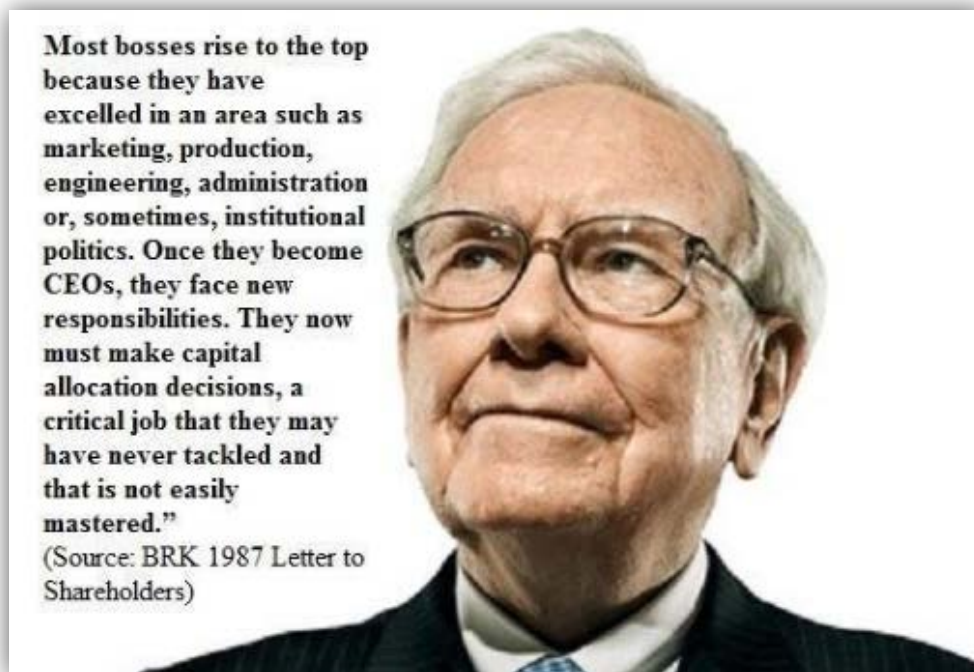
- 2) köpa upp bolag
- 3) köpa upp bolagets egna aktier (mer skatteeffektivt)

I så fall är dessa alternativ i fallande ordning att föredra framför utdelning. Då maximerar du ränta-på-ränta-effekten.

Den allmänna bilden av att bästa företagsledaren är den karismatiska som bygger imperium är totalt missvisande. De lyfts upp för de ger en bra mediastory. De verkliga hjältarna är de företagsledare som är duktiga på kapitalallokering och förstår sig på ränta-på-ränta-effekten.

Hjältarna?

- Då? Henry Singelton.
- Idag? Warren Buffett.
- Framtiden? Jeff Bezos.





camP b – "Potential"

Om jag hittar bolag som har en potential att växa snabbt under lång tid så maximerar jag vår ränta på ränta effekt. Inlägget förklarar "ränta på ränta".

Vad väljer du? 1 miljon eller 1 krona som dubblas varje dag i en månad?

Kuggfråga tänker du.

Det intressanta är vad som händer om jag höjer mitt bud.

Väljer du 10 miljoner eller kronan som dubblas. Var går gränsen för att du skall acceptera mitt bud. 100, 1000, 10 000 miljoner???

Om du förstår ränta-på-ränta-effekten går din gräns vid 2 100 miljoner. Om du inte förstår är risken stor att du går miste om mycket i livet. Din alternativkostnad är då inte begränsad till denna lek...

Exempel jag undviker:

- Pengar på banken
- Aktier med utdelningar
- Aktier i bolag som investerar sitt kassaflöde i investeringar med låg avkastning
- Sälja mina aktier (skattar bort kapital som kunde förräntats)
- Avkastningsskatt (skattar ...)

Om du vill räkna ut din alternativkostnad så kan vi ta reda på hur lång tid det tar att dubbla ditt kapital. Vi räknar på 20 år.

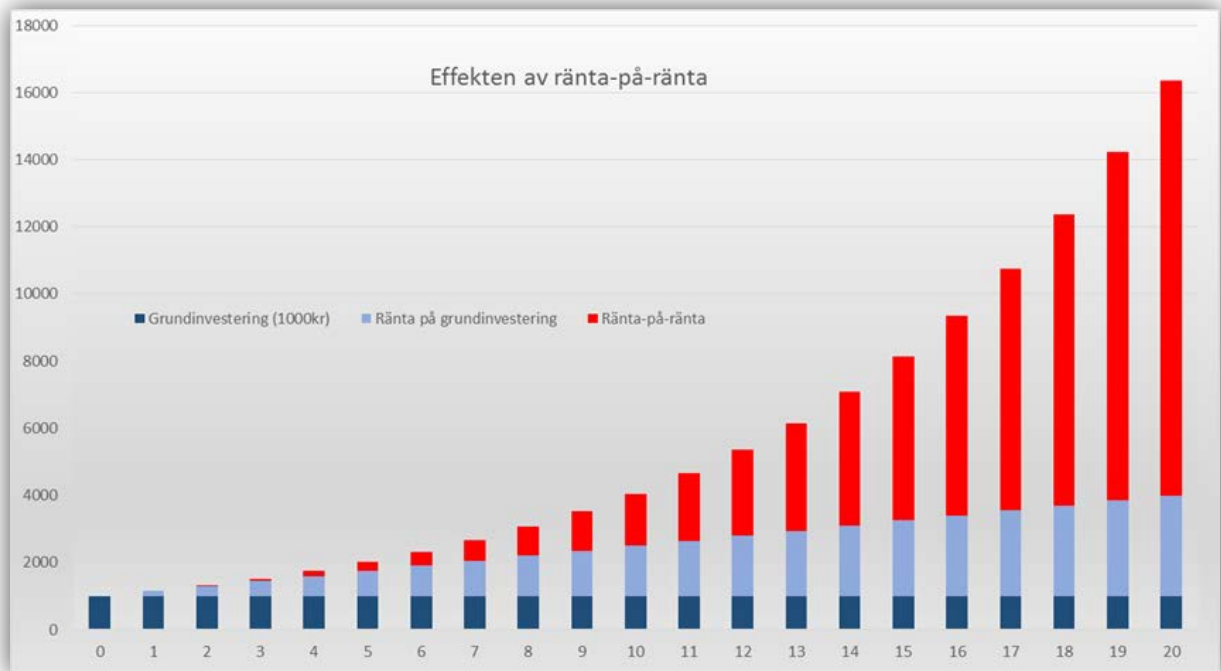
Om du delar 72 med din avkastning får du fram hur snabbt du dubblar.

Om du har ett alternativ med 7% avkastning -> så dubblas ditt kapital på 10 år ($72/7 \approx 10$). Två dubblingar får plats på 20 år. ($2 \cdot 2 = 4$)

Om du jämför det med ett investeringsalternativ som ger 15% -> så dubblas ditt kapital på 5 år ($72/15$). Fyra dubblingar får plats på 20 år. ($2 \cdot 2 \cdot 2 \cdot 2 = 16$)

Skillnaden blir ENORM på 20 år. Sju procent avkastning ger 4 gånger insatsen. Femton procent avkastning ger sexton gånger insatsen!

Risk är att inte förstå!



camp B – Bargain - Bear Case

Den sista delen av min investeringsfilosofi handlar om att vara "djävulens advokat" och kreativt försöka se vad som kan gå fel med min hypotes. Här följer inlägget:

Här handlar det om att se allt som kan gå fel.

En bra metod för att hitta rätt bolag att investera i är att försöka "döda bolaget".

Var metodisk och försök hitta anledningar som gör att det intressanta bolag du hittat kommer att misslyckas. Om du är noggrann och bolaget klarar sig helskinnat genom "Rambos alla fällor", då är det antagligen ett bra bolag att investera i.

Säg att du kommit fram till att Ericsson är ett bra bolag att investera i. Bolagsvärdet är ca 19 miljarder dollar efter att du betalt av skulderna.

Om du hade 19 miljarder dollar i näven, skulle du kunna konkurrera ut bolaget om du gav dig tusan på det? I så fall skall du inte investera i Ericsson utan istället gå vidare till nästa hypotesbolag.

Jag använder initialförkortningen CAMP B för min investeringsfilosofi. Ovanstående ingår i "B:et. Bear Case. I den delen försöker du aktivt söka upp alla argument som går emot din hypotes. Du vill undvika att investera i en "late stage" Nokia eller Kodak.



CAMP B

- Competitive advantage (Bestående konkurrensfördelar)
- Contrarian (Investera emot flokken)
- Alignment of interest (Linjerade intressen)
- Margin of Safety (Kapitalallokering)
- Potential (Ränta-på-ränta-effekten)
- Bargain (Ok pris)-Bear Case (Undvik value traps)