



Kära investerare!

Julen står inför dörren och året går mot sitt slut. Det kan innebära olika saker. För dig som investerare innebär det att du får ett nytt investerarbrev av din förvaltare.

Jag hoppas att du upplever dessa brev som givande och att du uppskattar den här kanalen för kommunikation. Jag har sammanfattat mina tankar och valt ut texter som jag hoppas kan bidra till nya insikter. Min ambition är att du ska få mer kunskap om vad som ligger till grund för min investeringsstrategi och de principer som styr förvaltningen.

Upplägget är detsamma som tidigare. Brevet inleds med en redovisning av resultatet för det senaste året. Därefter får du läsa några utvalda råd om investeringar kopplade till min förvaltningsfilosofi. Avslutningsvis presenterar jag en sammanfattning av verksamhetens aktuella projekt. Den här gången har jag även valt att korta ner texten för att underlätta läsningen.

Om du önskar få tillgång till mer frekventa uppdateringar vill jag hänvisa till min LinkedIn profil, där jag försöker att publicera minst ett inlägg varje dag.

Jag vill önska dig en god jul och samtidigt passa på att uttrycka min tacksamhet för förtroendet du givit mig.

Tillsammans gör vi skillnad!

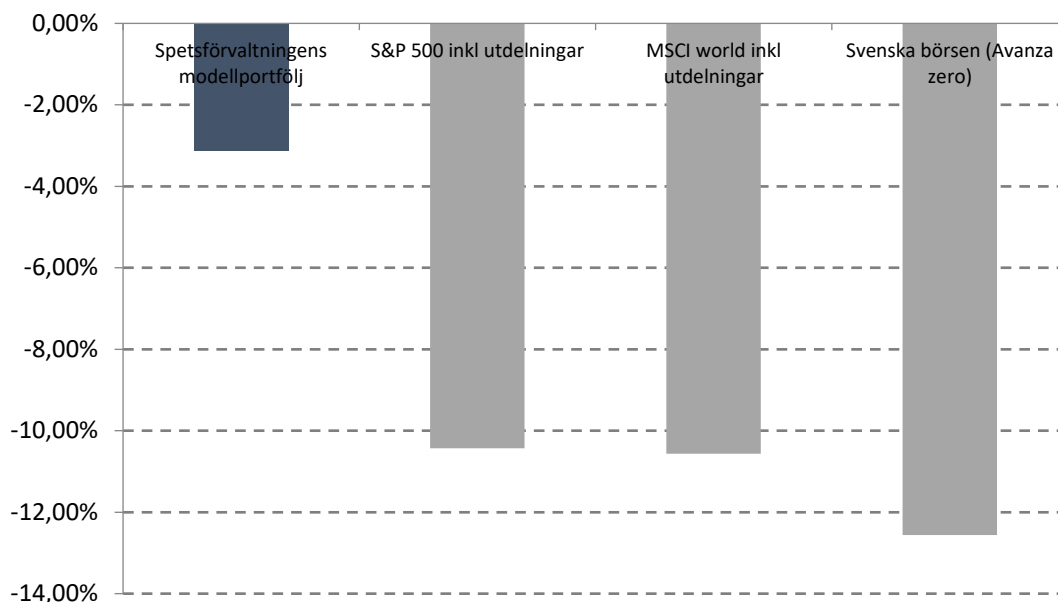
Johan Bynélius

Ansvarig förvaltare för Spetsförvaltningen



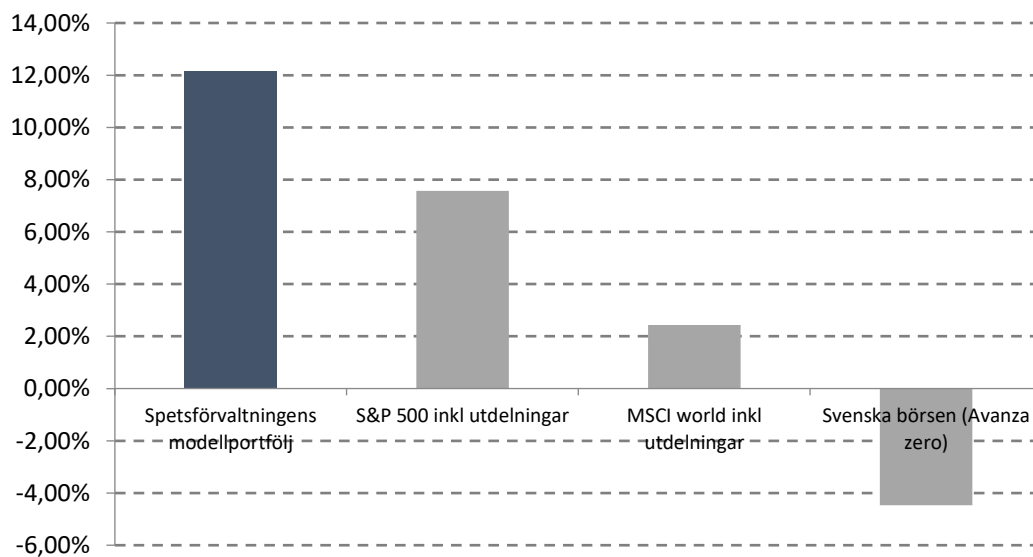
Q4 - 2018 (SEK)

180930 - 181218



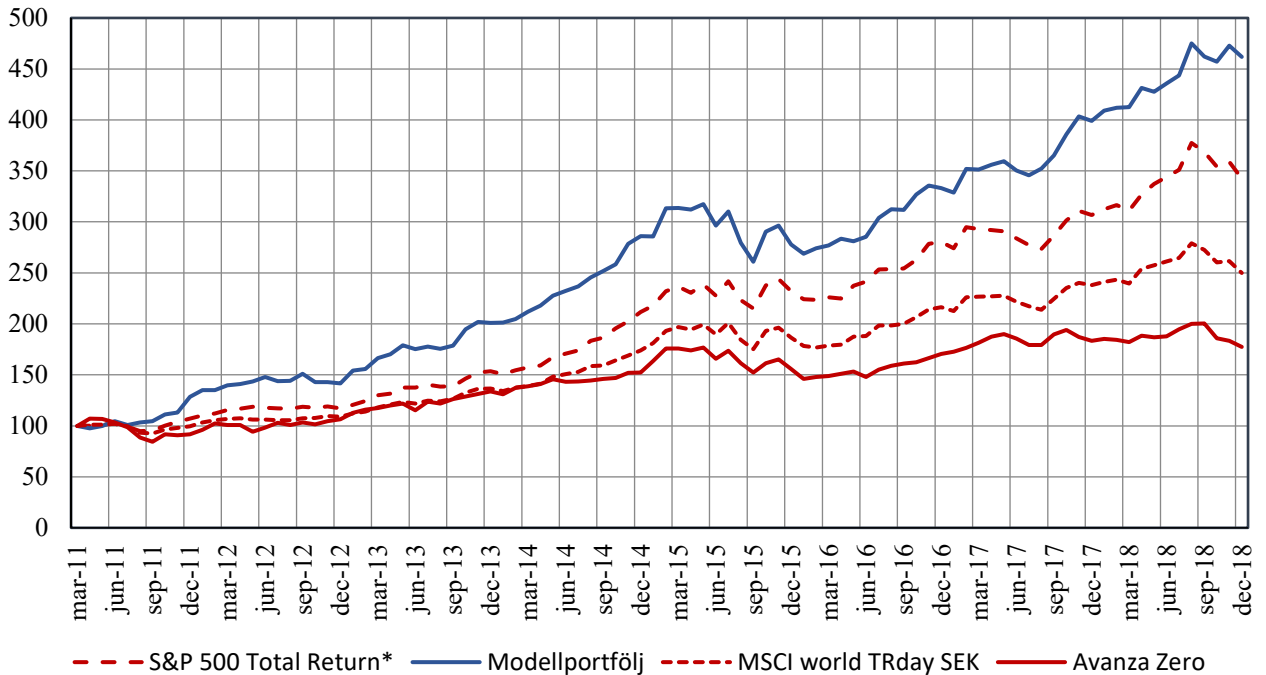
I år hittills 2018

171231 - 181218

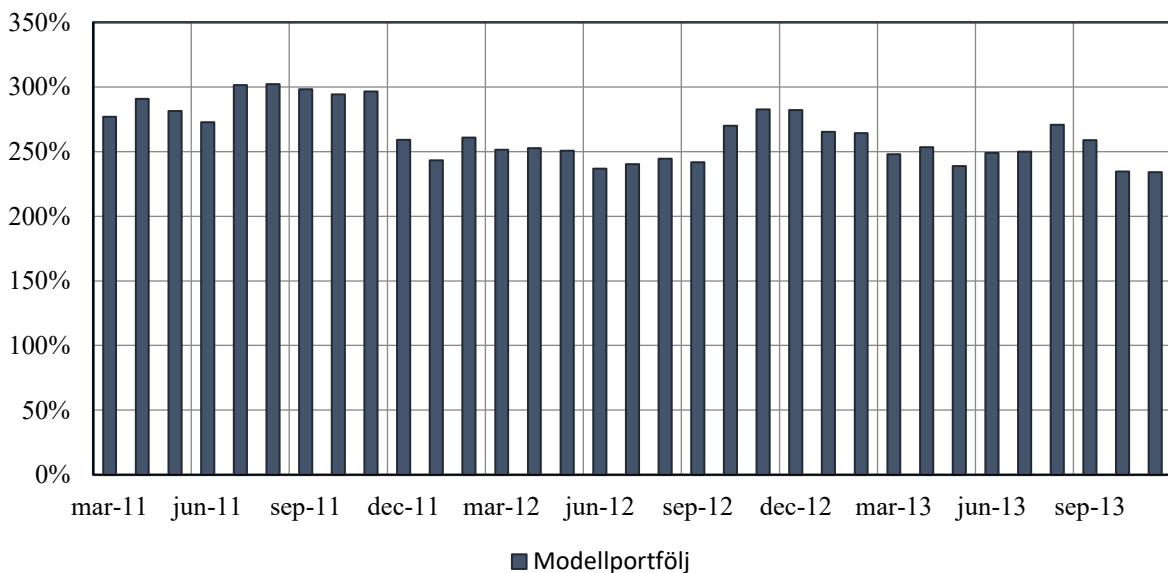




Utvecklingskurva sedan start mars -11



Modellportföljens värde efter 5 år om den startat enligt nedan



Beskrivning till diagrammet: Värdet som avläses på y-axeln representerar den totala avkastningen fem år efter den ursprungliga investeringen.



Innehållsförteckning

Kära investerare!	1
Det är när börsen backar du ser vad din kapitalförvaltare är värd	5
Är du lika rationell som du tror?	6
Snabba cash – snabb crash?	7
■ Camp b – “Competitive advantage”	8
■ Camp b – “Contrarian view”	9
■ cAmp b – ”Alignment of Interest”	10
■ caMp b – “Margin of Safety”	11
■ camP b – ”Potential”	11
■ camp B – ”Bargain”	13
■ camp B – ”Bear Case”	14
Fair Investments – Nyheter 2018	15
Förvaltningsnyheter.....	16



Det är när börsen backar du ser vad din kapitalförvaltare är värd

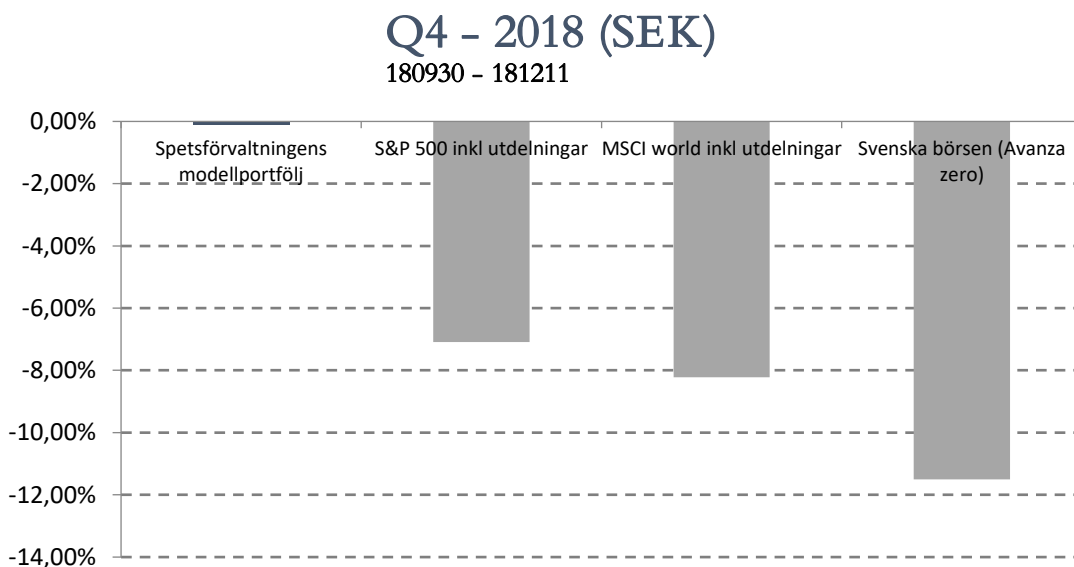
Det finns nog många investerare som är lite omskakade efter den senaste nedgången. Svenska börsen har rasat -2,68% under 2018. Jag vill passa på att kommentera detta genom att berätta en historia.

Låt oss leka med tanken att året är 1999. När du träffar din kapitalförvaltare i slutet av året meddelar han dig att index gått upp +76% men att din portfölj bara ökat +16%. Tänk dig in i situationen. Hade du givit honom chansen att fortsätta få förvalta ditt kapital?

Kapitalförvaltaren råkade vara världens bästa förvaltare Warren Buffett, och den berömda finansstidningen Barons suckade mycket riktigt: *"What's wrong W?"*

De följande tre åren rasade Nasdaq med 60% medan Buffets bolag, Berkshire Hathaway (B.H), gick upp 40%. Skillnaden är ännu större än den ser ut. För om Nasdaq minskade från 100 till 40, så ökade Buffets samtidigt från 100 till 140. Buffett levererade en skillnad på 350% bättre än flocken.

Det är när börsen rasar och tidvattnet försvinner ut som det visar sig vilka som badat nakna. Jag har slagit index sedan 2011 — men hur går förvaltningen när tidvattnet försvinner? Vi har redan fått en försmak för hur nästa börsras kommer att påverka förvaltningen:





Är du lika rationell som du tror?

Tro inte att du kan skicka vidare "Svarte Petter".

Att köpa en aktie – för att du tror att du ska kunna sälja den vidare om ett par månader till någon som är mer okunnig än du – är ingen bra idé.

Risken att du inte hittar någon att skicka vidare "Svarte Petter" till är flera gånger större än motsatsen. I teorin finns det kanske en chans att du hittar en annan investerare som är villig att betala 50 gånger vinsten för det företag du nyss köpte för 30 gånger vinsten.

Det hindrar inte, att den som köpte Framtidsfabriken under Internetbubblan – och hann sälja i tid – tjänade en del pengar. Men kan du ärligt säga, att du har den kompetensen eller fingertoppskänslan?

Till sist finns det bara ett hållbart skäl att köpa en aktie; företaget är mer värt än det pris det är till salu för. Försök vara förnuftig. Fatta inga köpbeslut baserade på positiva nyheter i media eller spännande tekniska analyser.

Grunda dina avgöranden på marknadens låga förväntningar. Det ger dig en mycket större chans att göra en riktigt bra affär.



Snabba cash – snabb crash?

Aktier som svänger mindre är bättre jaktmarker än aktier som svänger mer (volatila aktier).

Varför då?

- 1) Fonder och kapitalförvaltare äger mer volatila aktier,
- 2) Analytikerna bevakar betydligt fler volatila aktier
- 3) Nyhetsövervakningen är mer intensiv för mer volatila aktier.

Min hypotes är att mer svängiga aktier har en högre efterfrågan vilket resulterar i en övervärdering som i sin tur leder till lägre avkastning i framtiden.

Kunder är oförutsägbara och mycket förändringsbenägna. Ena stunden är de produktköpare, andra stunder värdeköpare sen prisköpare.

Kunder söker stora bilar sen små för att plötsligt leta megastora bilar. Det räcker inte, nu skall de vara energisnåla. Varje gång kundernas preferenser ändras ökar det risken för att affärsmodellen blir obsolet. Bolaget du investerat i börjar tappa ett par kunder. Ena lagret av kunder efter det andra börjar skalas av.

När du investerar är det därför extremt viktigt att följa hur bolagets värderbjudande matchar kundernas ”flavour of the day”.

Jag tycker också att det är en bra ide att undvika branscher med alltför hög kundrisk. Branscher där kunderna är kända för att ändra sina preferenser ofta. Ett exempel är klädföretag. Klädföretag är inne och köps av alla när det prickar kundernas tillfälliga preferenser.

De fungerar jättebra tills de inte matchar kundens preferenser — då går det snabbt utför.



Camp b – “Competitive advantage”

Den viktigaste biten i mitt analysarbete är att identifiera att bolaget har en bestående konkurrensfördel, annars är inte bolaget förutsägbart.

Alla extremt bra investeringar har minst två saker gemensamt. Det gäller aktier, fastigheter, konst, vin, relationer – antagligen alla typer av investeringar.

- 1) Du måste ge dina investeringar tid att utvecklas.
- 2) Du måste köpa kvalitet.

För att inte förstöra din vinnande formel måste du ha karaktären att sitta på händerna och låta bli att handla. Transaktionskostnaderna är inte bara courtaget. Du betalar även den s.k "spread-kostnaden", skillnaden mellan köp- och säljkurs. Om du handlar ofta får du dessutom en betydligt större skattekostnad (utanför ISK).

Det är också viktigt att du bevakar din vinnande formel så att konkurrensfördelarna hos dina kvalitetsbolag inte försvagas. Då slutar formeln att fungera eftersom de inte längre är kvalitetsbolag.





Camp b – “Contrarian view”

Vill du tjäna pengar på börsen? Lär dig att strunta i börskursen.

Vad är bolaget värt?

”Vad börskursen vid varje givet tillfälle säger att bolaget är värt.”

Det känns ju väldigt rimligt. Eller hur? Det är iallafall flockens allmänna uppfattning. Men faktum är att aktiekursen är oviktig 99,945% av tiden.

Börskursen är inte en produkt av en logisk process som sätter ett exakt värde baserat på bolagens kvalitéer. Börskursen bestäms på ett sätt som liknar ett politiskt val.

På samma sätt som det inte alltid är de politiker som är bäst på att leda landet som får flest röster — är det inte alltid de bästa aktierna som får flest köp. De aktier som får flest röster ökar mest i pris.

Därför är mitt råd att strunta helt i börskursen. Försök att basera ditt beslut så lite som möjligt på börskursen.

Om du tänkt att placera i 10 år så är börskursen viktig 2 av 3652 dagar (två skottår). Vilka dagar? Dagen du köper och dagen du säljer. Resten av dagarna kan du strunta i börskursen.



cAmp b – "Alignment of Interest"

Om du vill göra en korrekt bolagsanalys behöver du först förstå vad det är du analyserar. Annars får du inte ut något av din analys.

Jag har en tumregel: Om du inte kan förklara det på ett enkelt sätt — så har du inte förstått det själv.

Ta följande text:

1) "Om banken skulle justera upp sina PD estimat till en rimlig nivå inom exponeringsklass företag..."

Jämför sedan med den här texten:

2) "Om banken skulle ändra sina beräkningar gällande sannolikheten för att bankens företagskunder går i konkurs..."

Båda meningarna har samma innebörd.

Vad har det med investeringar att göra?

Om ett företag inte kan kommunicera tydligt hoppar jag över att analysera det bolaget. Om ledningen inte kan förklara det på ett enkelt sätt för mig så har de inte förstått det själva. Varför ska jag investera i ett bolag som inte har en aning om vad de sysslar med?

Risk är att inte förstå vad man gör.



caMp b – “Margin of Safety”

Bolagen jag investerar i skapar ett kassaflödesöverskott. Om du vill maximera ränta på ränta effekten måste du ge ditt kapital till en ledning som förstår värdet av kapitalallokering. Det finns flera sätt för en företagsledning att placera överskottet.

- investera i tillväxt
- köpa tillbaka aktier
- minska skulden
- betala en utdelning
- förvärva

Ledningen kan antingen skapa eller förstöra värde för aktieägarna. Idealt vill jag se att ledningen tänker igenom sina alternativ och fattar ett logiskt beslut. Jag skulle även vilja att fler bolag blev mer transparenta i hur de fattar sina beslut. De borde visa mig på ett tydligt sätt hur de allokerat överskottskapitalet.

Avkastning borde styra deras val. Istället för att dela ut utdelningar till aktieägarna borde ledningen välja att återinvestera tillväxten i bolaget. Det gynnar framförallt aktieägarna på lång sikt.

Antag att ett bolag har 100 000 kr i eget kapital och får 15% avkastning på det egna kapitalet. Låt oss anta att bolaget kan återinvestera hela vinsten till samma 15 procentiga avkastning. På 5 år kommer då det egna kapitalet ha dubblats. På 10 år har det fyrdubblats och på 33 år 100-dubblats.

Men om bolaget delade ut utdelningar så har vi en annan historia. Låt oss anta att bolaget delar ut en tredjedel av vinsten varje år. Det skulle då ta 15 år att fyrdubbla sitt eget kapital – inte tio år. På 33 år skulle egna kapitalet vara uppe 23 ggr. Istället för att vara en investering som gått upp 100 gånger.



camP b – "Potential"

Jag söker bolag med potential att växa snabbt under lång tid, eftersom det möjliggör en maximal ränta på ränta effekt.

Hur skapar du övervinster? Genom att söka dig från konkurrensen.

Om du äger en aktie kortare tid än 2 år så konkurrerar du med massor av andra människor. Om du istället investerar med en 5-10 års horisont så konkurrerar du med få andra. Tålmod är en bristvara eftersom det är få som vill vänta så länge. Genom att öka innehavstiden på dina företag så rensar du bordet på största delen av konkurrensen.

I media kan vi läsa om vilka aktier vi ska äga över sommaren, och vilka aktier vi ska äga över vintern. *"Nu ska du köpa eller sälja för att insiders köpt eller sålt"*. Inte sällan möts vi av uppmaningar i stil med: *"Köp nu, eftersom den tekniska analysen säger det!"*

Omgivningen förespråkar en kortsiktig strategi, trots att det missgynnar dig i längden. En vän till mig roade sig med att räkna alla frågor på en bolagstämma som rörde kort sikt (under ett år) jämfört med hur många frågor som gällde lång sikt (över ett år). Det var 30 frågor som rörde kort sikt.

Jag arbetar aktivt med att förlänga min tidshorisont. Jag ser gärna innehavstider över 5 år för då vet jag att rensat bort konkurrensen. En vän till mig som är förvaltare i Schweiz lägger bara order utanför börsens öppettider. Han försöker även att kolla upp aktiepriserna på sina portföljbolag max en gång i månaden.



camp B – "Bargain"

Det är inte när du köper och säljer som du skapar vinsten. Det är när du väntar! Om du kartlägger alla kvalitetsbolag och sätter ett värde på dem, så nästa steg att sitta och vänta tills de blir köpvärda.

Det är värderingen på bolaget som avgör vilken avkastning du får. Jag har följt ett bolag under många år och jag gillar affärsmodellen, ledningen och deras potential. Jag gillar dock inte priset, därför köper jag inte.

Jag skapar maximal avkastning genom att vänta på rätt tillfälle. Tålmod är viktigast. Jag är som en surfare också eftersom jag väntar på rätt våg. Skillnaden är dock att jag inte försöker hitta nästa trend. Jag surfar hellre på sekulära vågor jag känner igen.

När bolaget når ett rimligt pris är det inte så svårt att bestämma sig för att köpa. Bolagsanalysen är ju redan gjord och reviderad flera gånger om.

"The big money is not in the buying or selling, it is in the waiting" - Charlie Munger

En del tolkar Mungers citat som att du tjänar pengar när du väntar efter att du köpt. Jag tolkar honom som att du tjänar pengar även före du köpt. Genom disciplin säger du nej till dyra bolag och hugger först när både kvalité och ett lågt pris möts.



camp B – "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.

Bara för att vi vill att något ska vara sant, betyder det inte att det är det. Därför är det viktigt att behålla ett kritiskt förhållningssätt till vår övertygelse. För att göra en hållbar bolagsanalys behöver vi även inkludera motståndarens argument, för att säkerställa att vi inte missar något viktigt. Vi måste hålla ögonen öppna även när vi tror att vi hittat rätt.

Det gör vi bäst genom att försöka slå hål på vår egen sanning. Finns det andra variabler utöver de vi räknat med, som kan påverka ekvationens utfall? Kan det tillkomma problem i framtiden, som vi inte ser idag? Vad är sannolikheten för att dessa problem faktiskt inträffar? Hur tänker de som "blankar" aktien som vi funderar på att köpa? De tycker med andra ord att aktien är skräp. Varför då?

Att utforska potentiella hotbilder kan antingen stärka vår övertygelse, eller få oss att ändra vår uppfattning. Det är nyttigt att öva på att tänka rationellt, eftersom det skyddar oss från att fatta känslomässiga beslut. Det är inte lätt eftersom vi är känslomässiga varelser som så gärna vill ha rätt. Men har vi rätt, så blir det lätt...



Fair Investments – Nyheter 2018

Kundvård

Vi vill återigen rikta ett stort tack till alla som bidragit till att vi fått en så rättvisande bild av verksamheten som möjligt utifrån ett kundperspektiv. Vi satsar stort på kundvård och har nu utökat verksamheten med en särskild kundvårdsavdelning som arbetar för att garantera utmärkt service. Vi ser fram emot att utforma deras roll tillsammans med er.

Ny hemsida

Vi är inte nöjda med vår nuvarande hemsida. Därför har vi arbetat hårt för att göra vår nya hemsida så representativ som möjligt. Snart lanserar vi en sprillans ny layout med uppdaterad information. På den nya hemsidan har du även möjlighet att chatta online med någon av våra anställda. På så sätt hoppas vi kunna besvara dina frågor på ett smidigare sätt.

Nytt datasystem

Vi har även uppdaterat vårt datasystem *Bricknode*. Det nya systemet har en mer användarvänlig layout och många nya funktioner.

Nya kontor // Ny lokal

Fair växer med medarbetare och vi finns nu i fler städer än någonsin: Stockholm, Malmö, Jönköping, Norrköping och Varberg.

Huvudkontoret i Stockholm ligger numera tre våningar upp i samma byggnad som tidigare – i en ny fräschare lokal. Varmt välkomna!



Förvaltningsnyheter

Nu erbjuder vi flera olika lösningar för dig som önskar mer aktiv förvaltning. Vi köper bara de bolag som passar in i Spetsfilosofin. Välkommen att boka ett möte för att lära dig mer om de olika förvaltningarna.

<p><i>Spets Etisk</i></p> <p>57 bolag som tidskriften Fortune valt ut som de bolag som gör mest för mänskligheten.</p>	<p><i>Spets Defensiv</i></p> <p>Börsen har haft lång period av uppgång. Denna förvaltning investerar i AAA-bolagen. Inte lika snabb tillväxt men säkrare.</p>	<p><i>Spets Offensiv</i></p> <p>Några av världens 100 snabbast växande bolag enligt tidskriften Fortune, som passar in i Spetsfilosofin.</p>
<p><i>Spets Dream Team</i></p> <p>4-6 bästa bolagen i Spetsförvaltningen vid varje givet tillfälle.</p>	<p><i>Spets Kina</i></p> <p>Bolag med hög omsättning i Kina som passar Spetsfilosofin.</p>	<p><i>Spets E-Handel</i></p> <p>E-handelsbolag som passar med Spetsfilosofin.</p>
<p><i>Spets Internet till Mobilen</i></p> <p>Bolag som gynnas av att vi använder mobilen för surf.</p>	<p><i>Spets Artificiell Intelligens</i></p> <p>Bolag som drar nytta av Artificiell Intelligens.</p>	<p><i>Spets Små Bolag</i></p> <p>Mindre bolag som passar Spetsfilosofin.</p>
<p><i>Spets Utdelning</i></p> <p>Bolag som ingår i Spetsfilosofin som har hög aktieutdelning.</p>	<p><i>Spets Turbo</i></p> <p>Bolag med störst avkastningspotential.</p>	<p><i>Spets Kapitalskydd</i></p> <p>För dig som vill skydda ditt kapital mot valutarisk.</p>



Fair Investments Sweden AB. Humlegårdsgatan 20. 114 46 Stockholm. www.fairinvestments.se.