

MARKEDETS SUBSTANSVERDIER

Fundamental aksjeanalyse

3. juli 2004.

Tidelig utkast og langt fra ferdig.

Berkshire Hathaway Inc. Del (NYSE)



Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------------|
| 1. Innledning | Side 3. |
| 2. Herr Marked spiller poker og er manisk depressiv | Side 6. |
| 3. Benjamin Graham - Den intelligente investor | Side 9. |
| 4. Warren Buffett - Permanent verdi | Side 14. |
| 5. Peter Lynch – Fokus på P/E | Side 20. |
| 6. Motstrøms investering | Side |
| 7. Rasjonell analyse – teknisk og fundamental kombinert | Side |
| 8. Oppsummering | Side |
| 9. Litteraturliste | Side |

1. Innledning.

“Tro ikke alt hva du hører, si ikke alt hva du vet.”

Dette ordtaket, som mange nordmenn får inn med morsmelken er særlig viktig når det gjelder investeringer og kjøp av virksomhet. En tiltalt er uskyldig til det motsatte er bevist.

Fundamental aksjeanalyse kan være litt av et detektivarbeide. Sett selskapet på “tiltalebenken”. Der finnes mange kreative måter å skjule og endre regnskaper på slik at de virker mer tiltalende for en investor

We analyze a sample of firms accused of fraudulently overstating their earnings and examine the extent, if any, to which they paid additional income taxes on the allegedly fraudulent earnings. Based on restatements of current tax expense adjusted for the tax benefits of stock options, the evidence indicates that many firms included the overstated financial accounting income on their tax returns, thus overpaying their taxes in the process of inflating their accounting earnings. We estimate that the median firm sacrificed eight cents in additional income taxes per dollar of inflated pretax earnings. In aggregate, we estimate that the firms in our sample paid \$320 million in taxes on overstated earnings of about \$3.36 billion. These results indicate how far managers of firms are willing to go when allegedly inflating earnings.

Erickson et.al. (2004). Det kan altså være kreativt å føre tap eller kostnader før de oppstår, for eksempel i et generelt dårlig år. Dermed oppnås en skattekreditt og man får øket resultatet etter skatt i de neste årene. Kan hende er det et godt regnskaps prinsipp, men det viser ikke den reelle situasjonen for selskapet det året dette føres.

Det er hevdet at man skal begynne å lese selskapsrapporter baklengs, deretter alle fotnoter og til slutt regnskap og balanse. Grunnen til dette er selvsagt at ubehageligheter og triksing med regnskapet gjemmes bakerst i rapporten og i fornoter. I tillegg skal en grundig selskapsanalytiker ikke stole på et års eller et kvartal resultater. Jo flere år man kan undersøke, jo grundigere analyser kan man gjennomføre og det er viktig for å avdekke vedvarende inntjeningssevne og stabilitet.

Selv om et slagord sier at man skal investere på rykter og selge på informasjon, er dette altfor enkelt for en grundig selskapsanalytiker. Han må

- Se de små detaljer andre overser.
- Ikke ta alt han hører og leser for god fisk. Noe er reklame, noe kosmetikk, noe manipulering av data og noe kan være direkte feil, i grove tilfeller løgn og svindel.

Denne boken kommer i hovedsak til å dreie seg om fundamental aksjeanalyse i motsetning til teknisk analyse som er grundig behandlet i fire andre bøker, jfr. Bleivik (2003,2004,2004a, 2004b). Dersom tallene som er registrert på børsen er riktige, kan ikke pris og volum lyve. Det er en fordel med teknisk analyse. Den er basert på indikatorer avledet av aksjekurs og aksjeomsetning. Fundamental analyse, derimot er ofte basert på selskapets balanse, driftsregnskap og andre opplysninger om selskapet. Disse opplysningene kan være basert på mer eller mindre riktig informasjon. Derfor må man alltid stille seg kritisk når man leser om

nye prospekter og den verbale delen av selskapers rapporter. Tall i regnskapet kan være manipulerte eller direkte uriktige. Men selv om tallene er riktige, skal man også være på vakt i følgende situasjoner

- Endret regnskapspraksis.
- Periodisering av utgifter og skatter.
- Nytt format på årsrapporten. Farger og effekter blir viktigere enn budskapet. Hvorfor?
- Selskapet endrer navn. Hvorfor?
- Triksing med regnskaper innenfor et konsern. Problemer skjules i et selskaps balanse ved at de overføres til et annet selskap i samme konsern.

Regel 1: Som fundamental analytiker, må du stille deg skeptisk til det meste. Invester ikke på rykter eller informasjon uten først å sjekke data. Et av de sterkeste fundamentale signalene du kan få er et selskap som kjøper tilbake egne aksjer i markedet.

Flere insidere og et selskap som kjøper tilbake aksjer, kan også være basert på rykter om en ordre eller emisjon det ikke ble noe av. Dersom et selskap over lengre tid kjøper tilbake egne aksjer eller gjør det i stort omfang og balanse og drift ellers er sunn, er det et meget sterkt signal. Selskapet kjøper ikke tilbake egne aksjer uten at de mener aksjen er billig. Det finnes alltid en alternativ anvendelse av pengene så om noe av kontantbeholdningen eller andre likvide midler brukes til å kjøpe tilbake egne aksjer, mener selskapet at dette må være den beste anvendelse av midlene. Da kan det også være det for eksterne investorer som ikke har samme informasjon.

Særlig bør man lese fotnotene i års og kvartalsrapportene grundig når man analyserer selskaper. Peter Lynch, som snudde Fidelitys Magellan fond fra et lite fond med problemer til et av Fidelitys største fond på 13 år (28 gangen i en periode som dekker 1987 og han de første årene måtte slite med at investorer solgte seg ut) nevner i sin bok, jfr. Lynch (1993) på side 210 og 211 en ganske utpekulert metode til å skjule problemer. I sin analyse av amerikanske finansinstitusjoner skriver han følgende

“As often happens in my conversation with companies, I learned something new from Sidhu. He described a sneaky method by which unscrupulous banks and S&Ls camouflage their problem loans. If a developer, say, asks to borrow \$1 million for a commercial project, the bank offers him \$1.2 million on the basis of an inflated appraisal. The extra \$200 000 is held in reserve by the bank. If the developer defaults on the loan, the bank can use this extra money to cover the developer’s payments. That way, what has turned into a bad loan can still be carried on the books as a good loan – at least temporarily.”

Det er ikke lett for lekfolk å forstå dette. Peter Lynch leste mellom linjene og som det fremgår av sitatet nøyde han seg ikke med å lese årsrapporten, men han ringte også selskapets ledelse for å få en forklaring og utdypning på ting han stilte spørsmål ved. Dermed er det klart at det er mye mer krevende å analysere et selskaps årsregnskaper etc. enn å foreta en teknisk analyse av selskapets aksjekurs. Men de to metodene kompletterer hverandre. Teknisk analyse kan i enkelte tilfeller indikere å gi et tidelig varsel om at et selskap har problemer. Men samtidig kan man ut av regnskapene lese at et selskap vil gå konkurs om et par år, om ikke noe drastisk blir gjort, jfr. kapitlet prediksjon av konkurs hos Eklund og Knutsen (1999). Denne boken er obligatorisk lesning for en som vil benytte seg av fundamental selskapsanalyse. Kombinasjonen mellom teknisk og fundamental analyse kalles

rasjonell analyse og beskrives i kapittel 7. Det er også berørt i boken markedets musikk, jfr. Bleivik (2003) kapittel 7.

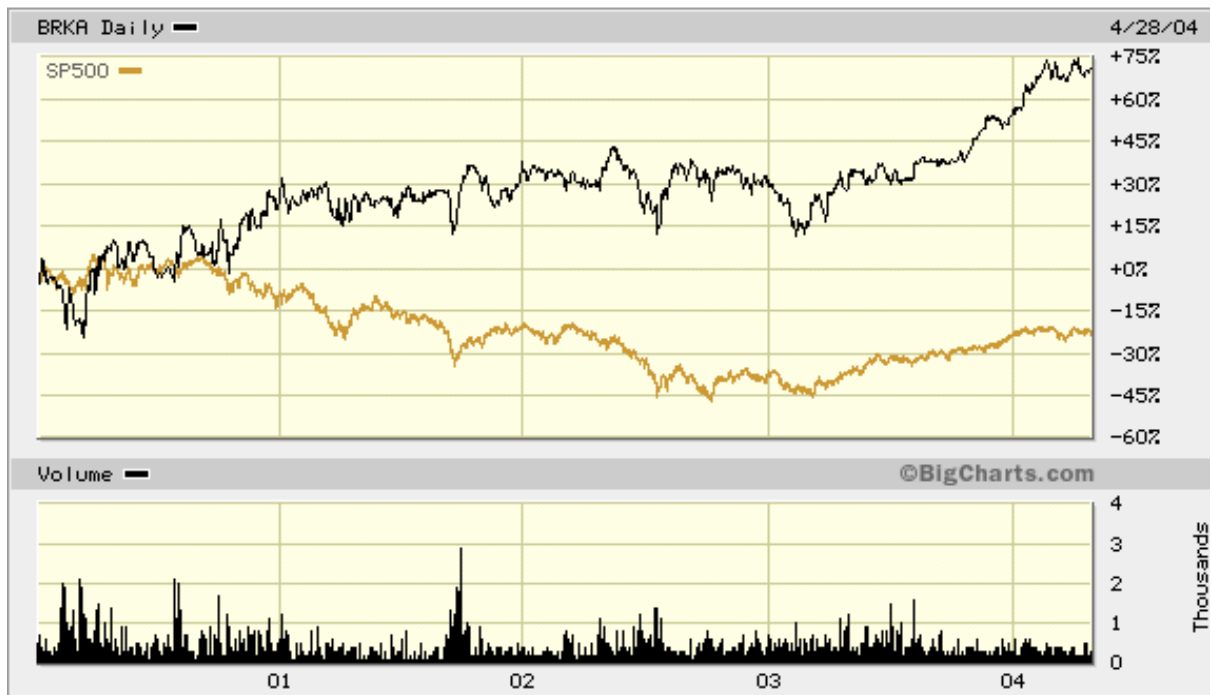
Warren Buffett gjorde gråstein til gull. Selskapet, Berkshire Hathaway Inc, er et holdingselskap som noteres på New York Stock Exchange (NYSE) <http://www.nyse.com/>, jfr. figuren på bokens forside. Selskapet har i det dette skrives (29 april 2004), en P/E på 22.8 og en markeds Beta på 0.37. Aksjen svinger betydelig mindre enn markedet. Når markedet svinger med en prosent, svinger Buffetts selskap med 0.37 prosent!!!! Første kvartal 1965 var laveste og høyeste kursnotering henholdsvis USD 13 og 16. Den 29. april er tilsvarende tall henholdsvis 92350 og 93500 USD. Der finnes en aksje i USA som er notert til nesten USD 100 000 og som de siste 40 årene har gitt 7104 ganger pengene tilbake regnet fra bunn til bunn. Dvs. hadde du investert USD 1000 i Berkshire på bunnen i 1965, ville investeringen i dag være verdt over 7 millioner amerikanske dollar. De som investerte med Buffett da han startet i 1956, ville vært enda rikere.

Aksjen fremtrer som en kanonisk eller generisk markedsaksje. Man kan måle markedets svingninger i forhold til svingningene på Berkshire som vist i figuren på neste side. Markeds beta er et statistisk mål og det vi ser med øynene, kan lyve. Man må også vite hvilken periode som brukes, når markeds beta beregnes. Det er ikke umiddelbart klart at svingningene for det amerikanske markedet målt ved S & P 500 er mindre enn svingningene for Berkshire. Men en ting er sikkert, mens markedet i den aktuelle perioden har falt med ca 20 %, har Berkshire steget med 70 prosent. Bruker vi andre sammenligningsperiode får vi følgende tall, fra 1/1 1997 BRKA 175 %, S & P 500 50 %. I perioden like før IT-krakket i 2000, er dårligste sammenligningsperiode (regnet fra årsskiftet) fra 1/1 1999 - BRKA 30 %, S & P 500 minus 10 %.

Warren Buffett skaper verdi for sine aksjonærer i perioder hvor markedet og de fleste fondsforvaltere taper penger. Men figuren på forsiden av boken viser at også denne aksjen har dårlige perioder. Fra toppen i 1998 til bunnen ved årsskiftet 2000 ble selskapet nesten halvert i verdi. Warren Buffett gjorde det dårlig da aksjemarkedet var i ferd med å koke over, men kom sterkt tilbake etter IT-krakket våren 2000. I perioder med sterk vekst, finner ikke Buffett så lett noe å investere i som i perioder etter sterkt fall i markedet.

“Our favourite holding periode is forever,”

er et utsagn mange bruker til å karakterisere hans verdiorienterte investeringsfilosofi. Warren Buffett var elev av den legendariske Benjamin Graham også kalt “the Dean of Wall Street” og den moderne aksjeanalyses far. Boken “Security Analysis” han skrev sammen med Dodd, jfr. Graham and Dodd (2002) som første gang ble gitt ut i 1934 og som stadig er en bestselger i nye reviderte utgaver, kalles av mange for “Bibelen” i fundamental aksjeanalyse.



Etter å ha lest Andrew Kilpatrick's (1994) bok om Warren Buffett på over 600 sider fra perm til perm, vil jeg sammenfatte Warren Buffetts investeringsfilosofi i følgende regel.

Regel 2: Invester langsiktig i gode bedrifter du kjenner og forstår som er priset til under substansverdi.

En presisering eller tolkning er gjengitt i neste regel.

Regel 3: Invester langsiktig i kostnadseffektive bedrifter med god ledelse, bærekraftig fortjeneste, kjent merke, sterkt franchise nettverk og en monopollignende adferd i bransjen. Vurder dem særlig om de opplever kortsiktige problemer eller etter en generell nedgang i markedet.

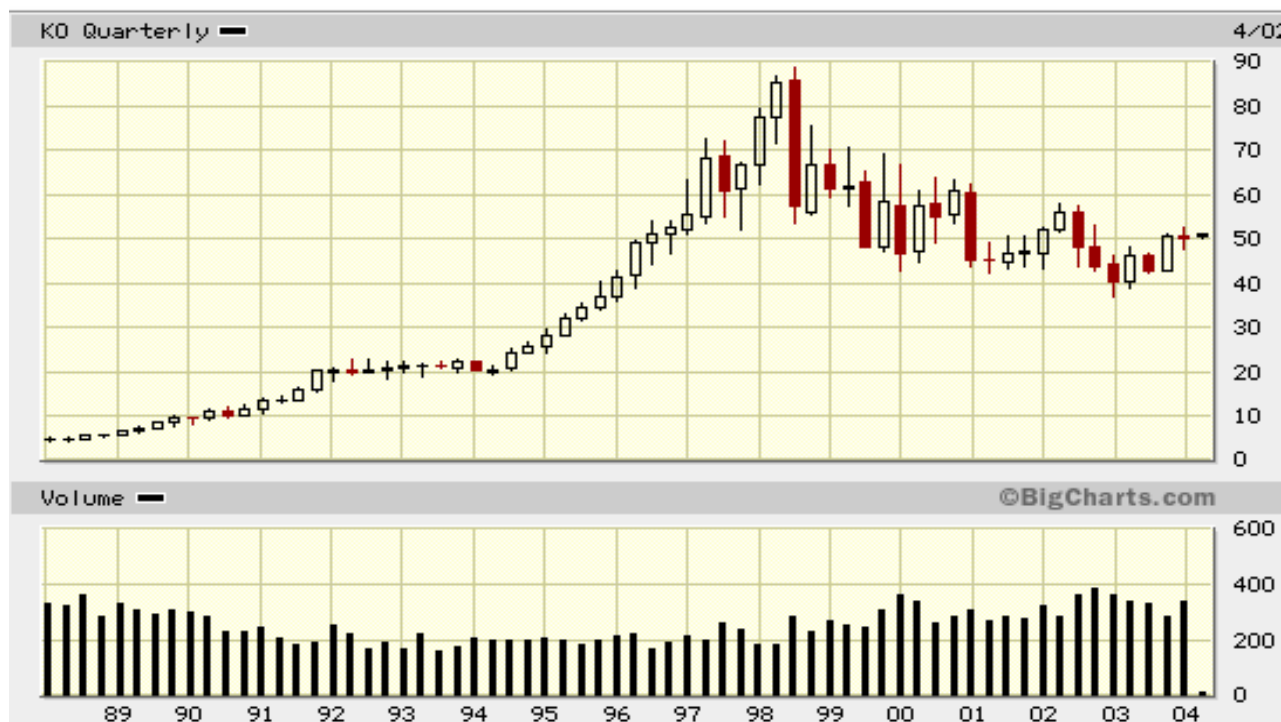
Kjøp gode aksjer og hold dem lenge. Når du finner en situasjon du forstår, når fakta kan bekreftes og er tydelige, skal du handle. Om handlingen er konvensjonell eller ikke eller om andre er enig med deg eller ikke, betyr ikke noe. Når du er sikker på noe og har samlet nok fakta, er andres råd bare forvirrende og tidkrevende. Når et godt selskap er omgitt av rykter, problemer og forvirring, kan Buffett fiske i rørt vann. Da kan han akkumulere de aksjene andre selger i panikken og forvirringen som oppstår rundt selskapet. Dette er ideelle omgivelser for en langsiktig investor.

Regel 4: Du har ikke rett eller galt fordi andre er enig med deg.

Dette var en regel Buffett lærte av Graham.

Eksempelet over alle eksempler er The Coca-Cola Company (KO) hvis kursutvikling de siste 15 årene er vist i figuren på neste side. Det fremgår av den at Coca-Cola som de fleste store amerikanske selskaper ble rammet kraftig av IT-krakket våren 2000. Kursen har imidlertid ikke hatt det samme boble forløpet som de store IT-selskapene.. For en langsiktig investor, kan dermed Coca-Cola være billig nå av følgende grunner

- Coca-Cola er et merke kjent i indre Mongolia.
- Verdens befolkning øker, og det globale behovet for forfriskninger øker.
- Selskapet har til tross for en brysom amerikansk konkurrent Pepsi Cola en global monopol lignende stilling i sin bransje.
- Aksjen har falt sammen med markedet.

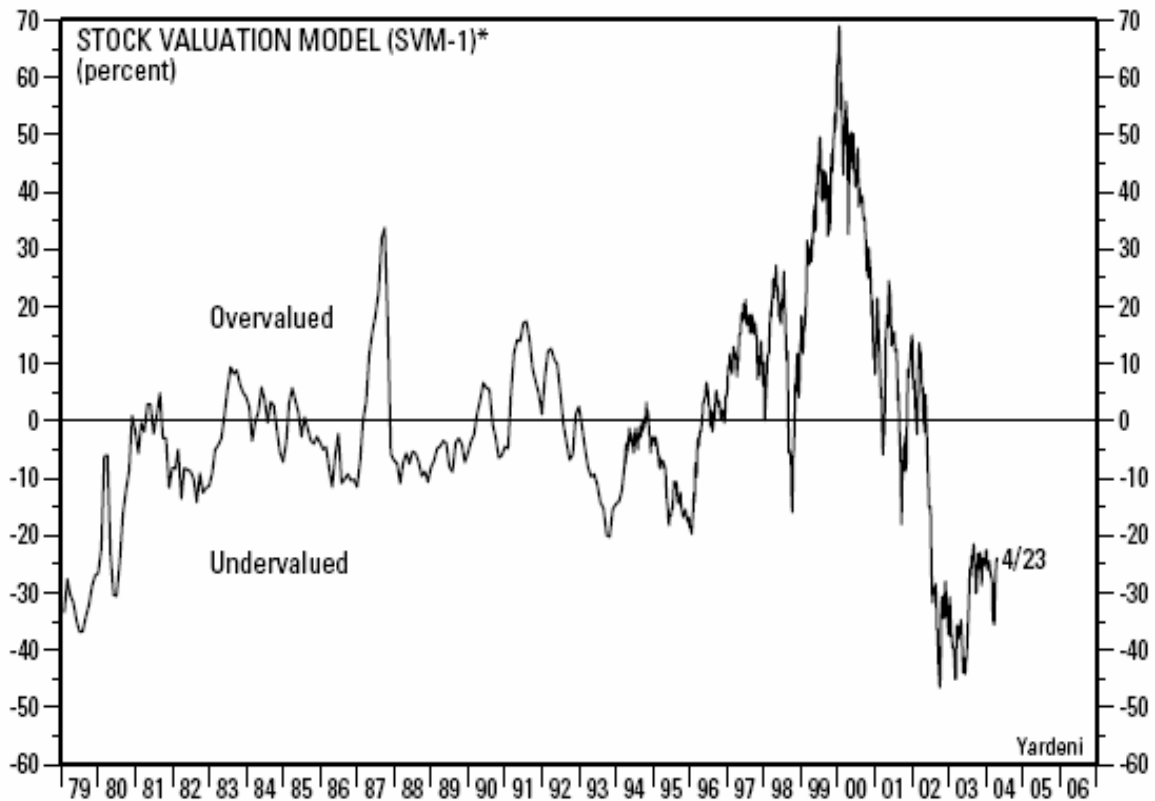


2. Herr Marked spiller poker og er manisk depressiv

“Hver morgen komme han og deler ut sine kort. Noen ganger viser han sin hånd, andre ganger er han veldig hemmelighetsfull.”

Herr marked er på sett og vis den verste diktatoren du kan møte. Han bryr seg ikke om hva du mener eller føler. Hver morgen begynner han med å gi deg noen tall, kursnoteringer. Han kommer tilbake neste dag og gir deg den samme informasjonen. Men han kan være ganske uberegnelig. En trader må lese hans humør fra dag til dag. En langsiktig investor trenger ikke gjøre det samme. For ham er det ofte nok å kjenne de lange depressive og maniske periodene. Det ideelle er ofte å handle med herr marked i de depressive periodene og være varsom når han er i den maniske fasen. I de periodene han holder stø kurs, er han din venn. Når mange andre skyr ham, skal du elske ham. Der er utviklet metoder for å måle hans humør, hvor kanskje en av de best kjente er Dr. Ed. Yardenis modell som du kan finne nede til venstre på denne lenken [http://www.cm1.prusec.com/yardweb.nsf/\(YardeniHome\)?OpenAgent](http://www.cm1.prusec.com/yardweb.nsf/(YardeniHome)?OpenAgent). Som vist i figuren hadde herr marked en manisk fase i 1987 og en hyper manisk periode i 2000. I øyeblikket er han inne i en litt depressiv fase og da kan det være fint å handle med ham. Denne modellen til å lese av hans stemning sier ikke nøyaktig når man skal handle, men bare når man skal være mer forsiktig enn ellers. Slike statistiske mål er ingen garanti for fremtiden og de sier ikke noe mer enn de størrelsene som inngår i modellen. Modellen har avlest stemningen godt til herr marked de siste 20 årene. Modellen er også anerkjent av

profesjonelle aktører som et godt mål på verdsettingen av aksjer generelt i USA (i forhold til sikker avkastning som statsobligasjoner).



Figuren ovenfor sier lite om man ikke forklarer den metoden som ligger bak kurven. Vi skal gi en kort forklaring og viser til ovennevnte lenke hvor modellen er utførlig beskrevet i matematiske termer. Modellen er blitt kalt the Federal Reserve (FED) Stock Valuation Modell (FSVM). Yardeni har gitt modellen dette navnet, ikke fordi Alan Greenspan har gitt modellen sin offisielle bifall. Yardeni utledet modellen av kommentarer som ble gitt i en monetær rapport <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm> fra Federal Reserve, i Juli 1997.

“The run-up in stock prices in the spring was bolstered by unexpectedly strong corporate profits for the first quarter. Still, the ratio of prices in the S&P 500 to consensus estimates of earnings over the coming twelve months has risen further from levels that were already unusually high. Changes in this ratio have often been inversely related to changes in long-term Treasury yields, but this year's stock price gains were not matched by a significant net decline in interest rates. As a result, the yield on ten-year Treasury notes now exceeds the ratio of twelve-month-ahead earnings to prices by the largest amount since 1991, when earnings were depressed by the economic slowdown. One important factor behind the increase in stock prices this year appears to be a further rise in analysts' reported expectations of earnings growth over the next three to five years. The average of these expectations has risen fairly steadily since early 1995 and currently stands at a level not seen since the steep recession of the early 1980s, when earnings were expected to bounce back from levels that were quite low.”

Yardenis modell sammenligner i hovedsak obligasjoner (“the 10-year Treasury note”) og aksjer målt med Standard & Poor 500 indeksen. Ideen er at avkastningen på disse papirene må stå i et visst forhold til hverandre. Metoden er grovt sett som følger.

- Først beregnes gjennomsnittlig avkastning på aksjer eller den inntjeningen investorene oppnår for hver investert dollar. Dette er bare det inverse av P/E, dvs. E/P for Standard & Poor 500. Det er med andre ord inntjening i forhold til pris.
- Denne sammenlignes med avkastningen på statsobligasjoner. Ideen er her at om avkastningen på aksjer ligger over avkastningen på obligasjoner, så er aksjer en bedre investering enn obligasjoner (selvsagt):

Ting er åpenbart mer komplisert i virkeligheten. Aksjeinntjeningen har en tendens til å vokse over tid, mens renteavkastningen av obligasjoner ikke gjør det samme. Dermed favoriserer Yardenis modell obligasjoner litt. Samtidig svinger aksjekurser mer enn obligasjonskurser, så av den grunn burde gjerne obligasjoner ha en fordel. Formålet er ikke å oppnå millimeterpresisjon. Det er å etablere en konsistent ramme som gjør oss i stand til å få en føling med den relative verdien på aksjer i forhold til obligasjoner.

Verdivurdering er en relativ øvelse. Vi verdsetter materielle og immaterielle verdier relativt til hverandre. Yardeni hevder at enhver slik vurdering må bli subjektiv og han påstår ikke å ha oppfunnet en vitenskapelig måte å verdsette aksjemarkedet på. Yardeni fokuserer på verdsettingen av aksjer i forhold til obligasjoner. Modellen kan altså best benyttes til å anslå hvor mye aksjer er verdt i forhold til obligasjoner. Aksjer bør vurderes etter nåverdien av fremtidig forventet inntjening, en størrelse som per definisjon er ukjent. Faktisk løpende inntjening er ikke noe substitutt til dette. Metoder som har til hensikt å anslå om aksjemarkedet er over eller undervurdert, beregner en rettferdig (“fair”) pris på aksjer. Ligger aksjekursen over denne prisen er aksjemarkedet overvurdert og undervurdert om den ligger lavere. En modell kan alltid spesifiseres slik at den “forklarer” alt som hendte i forhistorien. Men fremtiden er alltid full av overraskelser som skaper ekstreme observasjoner og situasjoner, dvs. verdier som ikke kan forklares av modellen. For investorene representerer dette den største risikoen, men også de største mulighetene.

Det offisielle navnet på modellen er nå SVM-2. SVM-1 var en tidligere versjon. Yardeni gir en advarsel.

“I have one more warning before proceeding: Neither SVM-1 nor SVM-2 is likely to work if deflation becomes a serious problem for the economy and earnings.”

Prudential Financial Research January 6, 2003 Stock Valuation models (4.1) side 5.

3. Benjamin Graham - den intelligente investor.

“An investment operation is one which, upon thorough analysis promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”

jfr. Graham (2003) side 18, med mine understrekninger. Enkelt forklart sammenligner Graham prisen på en aksje (P) med aksjens underliggende verdi (V). Vi har da følgende muligheter

- $P > V$. Aksjen er overvurdert og ingen investeringskandidat.
- $P < V$. Aksjen er undervurdert og dermed en investeringskandidat.

På side 295 hos Graham (2003) finner man følgende formel,

$$V = E \times (8.5 + 2G),$$

Hvor V er anslag på underliggende verdi, E er løpende normal inntjening og G er forventet årlig inntjening. Graham vil ikke hente ut E og G fra siste års regnskap. Han er opptatt av stabilitet i inntjening og bærekraftig vekst. Dermed bør E og G være gjennomsnittstall over flere år. Han foreslår selv forventet vekst over de neste 7 til 10 årene. Det er selvsagt alt for enkelt å redusere Grahams investeringsfilosofi til den enkle formelen ovenfor, se for eksempel følgende side <http://www.moneychimp.com/articles/valuation/graham.htm>. Der finner man formelen ovenfor omskrevet til følgende ligning:

$$P/E = 8.5 + 2G,$$

Hvor P/E er det velkjente forholdet mellom pris på aksjen og inntjening og G er inntjeningens vekstrate. Men hvorfor er ikke dette investering i følge Graham's definisjon ovenfor. En enkel formel som denne er ikke fundert på grundig analyse. Som alltid, det finnes ingen fri lunsj. Og er det ikke investering, er det i følge Graham spekulasjon. Underliggende verdi, hva er det? Normal inntjening hva er det? Jo større vekt man legger på inntjening, jo mer må man være på vakt etter kreative regnskapsmetoder, jfr. Comiskey og Mulford (2002) samt Schilit (1993). Stikkordmessig skal man være oppmerksom på følgende:

- Endring av regnskapsprinsipper fra et år til neste. Les fotnotene.
- Se opp for ord som ad hoc, pro forma, spesielle avsetninger, spesielle formål samt ekstraordinære poster. Hva innebærer dette i forhold til tidligere år? Er man ute etter skattekreditt ved å endre periodiseringer av reelle kostnader? Fører man antatte senere tap og utgifter frem i tid for å oppnå skattekreditt?
- Utgifter til forskning? Hva er dette? Er det triksing for å pynte på regnskapene?
- Forholdet mellom kapitalisering og drift. Hvordan føres kostnader som øker materielle verdier og dermed kapitaliseringen av selskapet?
- Avskrivninger er en post det kan trikkes med? Endres avskrivningsmetoden? Se fotnotene? Hva innebærer det om metoden endres? Økes eller minskes investeringene i forhold til tidligere år.
- Utvanning. Hvor store opsjoner sitter ansatte eller andre med? En innløsning av mange kjøpsopsjoner vil vanne ut selskapets aksjekapital. Warrants er en type lange opsjoner som har blitt populær de siste årene. Hvordan virker eller kan disse virke på selskapets egenkapitalisering? Under ellers like forhold kan et selskap uten utestående opsjoner være mer verdt enn ett med store opsjonsposter om dette ikke er fullt ut diskontert i aksjekursen.
- Hva med avkastninger på selskapets pensjonsfond? Er dette en prosentvis stor post? Er beløpet som er ført opp normalt og er tallet realistisk? Hvordan er de verdsatt?

Tar man hensyn til slike forhold, er det åpenbart at reell P/E kan være en helt annen en den som publiseres i selskapets rapporter og i media. Som grundig investor må man derfor som alltid også ta P/E tall med en klype salt. På grunn av forhold som nevnt ovenfor kan det godt tenkes at et selskap har en publisert P/E på 10, mens et annet har en publisert P/E på 40. Ved å trekke inn forhold som nevnt ovenfor anslår man selv det første selskapets P/E til å være 20 mens det andre selskapets P/E av lignende grunner blir nedjustert til 20. Ut fra rene P/E er dermed de to selskapene like attraktive. Der finnes selskaper som benytter så kreative regnskapsmetoder at selve oppstillingen gjør at man med en gang blir skeptisk. Det enkle er ofte det beste. Har man problemer med å forstå regnskaper og finansielle utsagn, bør man

være varsom. Store endringer i måten å rapportere på fra en periode til neste er en annen varsellempe. Konsistens og oversiktighet uten for mye kosmetikk og siste moteord er et pluss. Ofte er det slik at de mest populære selskapene i de nye næringer som bioteknologi og IT er høyt priset. Prisen er på grunn av oppmerksomhet i media drevet langt over underliggende verdi. Siste mote på børsen kan være første sau utfor stupet. Et kjedelig tradisjonelt selskap som har tjent penger over en årrekke og hvis kurs ligger i dvale kan være det man bør se etter.

Man trenger ingen høy IQ for å gjøre intelligente investeringer. Man må bare gjøre hjemmeleksen sin. En intelligent investor er i følge Graham, en som allokerer sin formue på

- Aksjer med en viss prosent.
- Kontanter, kontantlignende instrumenter og obligasjoner.

Men man skal vite hva man kjøper. Investorer vurderer aksjekurs ut fra betraktninger om underliggende verdier, mens en spekulant baserer sin vurdering av verdier på markedsprisen. For en spekulant er strømmen av aksjekurser som oksygen, kutt den og spekulanten dør. En investor er en som ville eie andeler i selskapet selv om han ikke visste aksjens daglige kursnoteringer. Analyse av selskaper krever tid. Det nærmeste man kommer en enkel analyse er å konsentrere seg om aksjer som selger til en kurs rimelig nær selskapets materielle verdi. Selskapets materielle verdi eller bokført verdi er lik summen av alle fysiske og finansielle verdier minus alle forpliktelser. Det kan beregnes med utgangspunkt i selskapets balanse. Fra selskapets egenkapital trekkes alle myke verdier som, goodwill, varemerke og andre immaterielle verdier og deler så denne differensen på antall utestående aksjer. Da fremkommer bokført verdi per aksje (BFPA). Skulle man redusere dette til en formel, ville følgende selskaper være investeringskandidater i følge Graham (2003) side 199.

Investeringskandidater: $P - (BFPA + BFPA/3) = 0$, eller

$$P = BFPA + PFPA/3.$$

Man finner med andre ord investeringskandidater blant aksjer hvis kurs ikke ligger mye mer en 33% over bokført verdi. Dette er selvsagt vanskelig i et bull marked og særlig på slutten av et bull marked. De beste investeringene gjøres dermed under bear markeder, og da særlig nær bunnen. Da kan man noen ganger oppnå en latterlig pris for aksjen i forhold til bokført verdi. Forfatteren har selv sett aksjer i 2002 som ble omsatt til en kurs som var halvparten av kontantbeholdning per aksje. Selskapet var med andre ord mer verdt dødt enn levende. Men så enkelt er det heller ikke. Graham advarer mot å bruke denne formelen slavisk. En aksje blir ikke en sunn investering bare fordi den omsettes nær bokført verdi. I tillegg må investoren fokusere på

- Et tilfredsstillende P/E forhold.
- En tilstrekkelig sterk finansiell stilling.
- Og vedvarende inntjenings evne (“sustained earnings power”).

Man må ha en sikkerhetsmargin (“margin of safety”) når man investerer, jfr. “safety of principal” i definisjonen ovenfor. Denne sikkerhetsmarginen ligger i en forventet inntjening som ligger betydelig over den man kan forvente på obligasjoner. Et grovt mål på en selskaps inntjening får man ved den inverse av P/E, dvs. med E/P. Et selskap som har en P/E på 10 vil da ha en forventet inntjening på 1/10 eller 10 %, mens et selskap med en P/E på 50 vil ha en

forventet inntjening på 1/50 eller bare 2 %. Dermed sier det seg selv at man ikke skal lete etter potensielle investeringskandidater blant selskaper med en for høy P/E.

Obligasjoner som gir en fast nominell utbetaling blir naturlig nok (under ellers like forhold) mindre verdt i perioder med høy inflasjon. Aksjer kan være en sikring mot inflasjon, mens en portefølje som har et stort innslag av obligasjoner spises opp av høy inflasjon.

Graham kunne anbefale en portefølje med 100 % obligasjoner eller penge markeds instrumenter i aktuelle situasjoner for den forsiktige investor, jfr. Graham (2003) side 26. Det aktuelle tidspunktet Graham skrev dette på, gjaldt det amerikanske aksjemarkedet i slutten av 1971.

“If we could be sure that this conclusion is right we would have to advise the defensive investor to put all his money in bonds and none in common stocks until the current yield relationship changes significantly in favour of stocks.”

Graham (2003) side 26.

Som alltid sammenligner Graham alternativer. I bunn av sammenligningen mellom avkastningen av aksjer og obligasjoner ligger den såkalte Gordon ligningen som sier.

Aksjemarkedets fremtidige avkastning = Dividende raten + forventet vekst i inntjeningen.

Med en dividende (utbytte) rate på 3.5 % og en gjennomsnittlig langsiktig vekst i inntjeningen på 4 %, skulle det gi en fremtidig forventet inntjening på ca 7.5 % før skatt. På det aktuelle tidspunktet anslo Graham dette til litt under den avkastning som kunne oppnås på obligasjoner med god rating.

Perioder med svak (krypende) inflasjon er ansett som sunt for aksjemarkedet. Som generell regel holder det. I slike perioder har ikke selskapene problemer med å velte kostnadene over på kundene. Aksjer er i slike perioder den beste sikring (“hedge”) mot inflasjon. Historien viser at i perioder med (sterk) deflasjon og sterk (hyper)inflasjon, blir sammenhengen annerledes. I perioder med sterk deflasjon, har aksjekurser som regel falt enda mer enn prisene. I perioder med veldig sterk inflasjon blir sammenhengen diffus. Noen år med sterk inflasjon går sammen med sterk vekst i aksjemarkedet, mens andre går sammen med betydelige fall. Den intelligente investor

- Vurderer avkastning justert for endringer i det generelle prisnivået.
- Sikrer sine investeringer mot endringer i det generelle prisnivået.

Der er en omvendt sammenheng mellom prisen på en obligasjon og renten. Når renten stiger faller prisen på obligasjonen og omvendt. I Japan har man nå i mange år hatt en rente nær null og ingen prisstigning. Det sammen kan komme til å skje i USA og Europa. Der er da ikke noen fare for umiddelbar (sterk) rentestigning. Dersom prisene faller, stiger den reelle verdi av renteutbetalingene av en obligasjon.

Regel 5: Rentebærende papirer og obligasjoner sikrer en portefølje mot deflasjon.

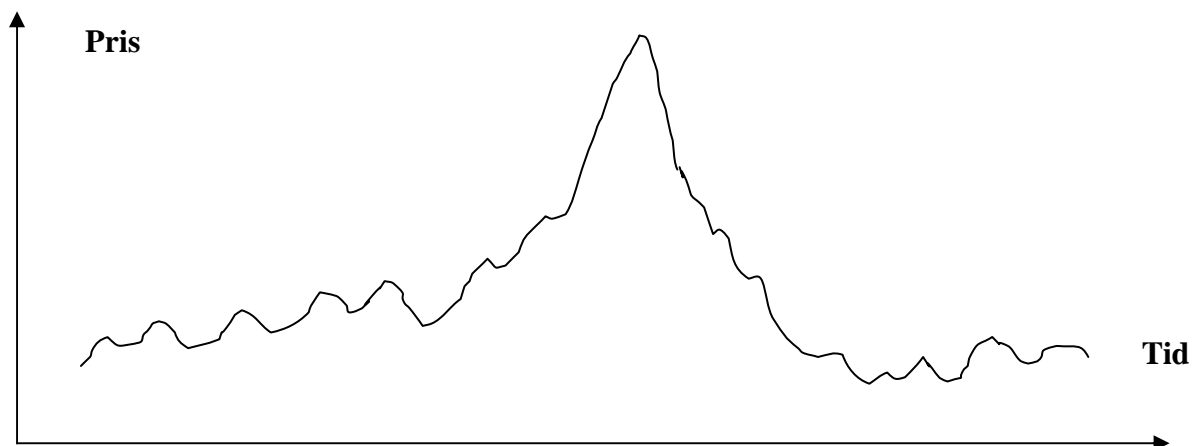
Det innebærer at jo større fare der er for (sterkt) prisfall, deflasjon, dess større innslag av rentebærende papirer bør man ha i sin portefølje. Den intelligente investor justerer opp sin

andel av slike instrumenter etter kraftige stigninger i aksjemarkedet og dersom det er fare for deflasjon.

Motstykket til deflasjon er inflasjon. Edle metaller har ofte vært ansett som “hedge” mot inflasjon. Graham har ikke særlig sans for slike investeringer, ettersom lagrings- og forsikringskostnadene kan være betydelige. I dag finnes der fond som investerer i edle metaller, så det argumentet er borte. Prisen på gull og sølv kan variere betydelig og den kan boble. Mange har vært uenige med Graham på dette punktet.

“Financial adviser William Bernstein agrees, pointing out that a tiny allocation to a precious-metals fund (say, 2% of your total assets) is too small to hurt your overall returns when gold does poorly. But, when gold does well, its returns are often so spectacular-sometimes exceeding 100% in a year-that it can, all by itself, set an otherwise lacklustre portfolio glittering.”

Graham (2003) side 55, som er en fotnote av Zweig som er ansvarlig for siste utgave av “The intelligent investor.” Mange bekker små blir som kjent til en stor å. To prosent her og to prosent der, blir snart 100 %. Fra moderne portefølje teori og “Value at Risk” (VaR) betraktninger vet vi at et volatilt innslag i en portefølje, kan bedre (stabilisere) porteføljens totale avkastning, særlig om dette elementet er sterkt negativt korrelert med resten av porteføljen. Av den grunn kan det være lurt å investere (spare regelmessig) i fond som investerer i instrumenter som har en invers sammenheng med utviklingen i aksjemarkedet. Prisen på edle metaller og råvarer har ofte et annerledes forløp enn andre priser. Et ikke uvanlig forløp er skissert i figuren nedenfor. Prisen kan ligge i ro lenge for så plutselig



begynne å stige og så falle tilbake. Da det er vanskelig for den som ikke følger svært godt med å tidfeste dette, vil en regelmessig sparing i fond som nevnt ovenfor kunne gi et stabilt element til en total portefølje, da boblen ofte opptrer samtidig som andre instrumenter gir svært dårlig avkastning. Men Graham (2003) hadde ikke særlig sans for slike investeringer slik det er fremstilt i kapittel 2, som en sikring mot inflasjon. Kan investeringer i edle metaller være en sikring mot deflasjon som kontanter og rentebærende papirer. Noen mener det, jfr. Bleivik (2004,2004a) med aktuelle litteraturhenvisninger.

Regel 6: Aksjemarkedet vil som det alltid har, gjort svinge. Den langsiktige investor som ikke tåler fall på 50%, bør holde seg ute.

Regel 7: Aksjemarkedet vil som det alltid ha gjort svinge langs en stigende eller fallende trend eller sidelengs. Den langsiktige investor som venter umiddelbar avkastning bør kan hende heller går på travbanen med den risiko det innebærer.

Regel 8: Der finnes alltid aksjer som (i perioder) vil svinge i utakt med aksjemarkedet. Det er vanskeligere å finne gode langsiktige investeringer i et overkjøpt enn i et oversolgt marked, hva nå det måtte være.

Noen, blant annet forfatteren av denne lille boken mener at svingningene ikke vil bli mindre de neste 100 årene enn de var de forrige 100. Der vil kunne være perioder på et kvart århundre eller mer som ikke gir positiv avkastning i det generelle aksjemarkedet. Mer presist, går du inn i aksjemarkedet (for eksempel det globale) på et ugunstig tidspunkt, vil du etter 25 år kunne oppleve at den nominelle verdien av investeringen din er lavere enn da du gikk inn!! Opplever du i tillegg prisstigning (inflasjon) i samme periode, kan kjøpekraften av investeringen din ha smuldret bort. Tidsdiversifisering er ofte like viktig som diversifisering på ulike instrumenter. Test følgende regel om du eller dine barn lever så lenge.

Regel 9: Spar regelmessig i aksjer over en periode på 50 år (med en horisont på 60 år). Øk sparingen kraftig etter betydelige fall i aksjemarkedet og reduser den kraftig jo kraftigere markedet har steget.

Men i følge Grahams definisjon er dette spekulasjon og ikke investering. En slik latmannsregel krever ikke “thorough analysis” og da er det jo i følge definisjonen spekulasjon. Og det finnes perioder i historien med en vedvarende nedgang på over 100 år!! Så det finnes ingen regel uten unntak.

Regel 10: Unntak fra ovennevnte regel. Der finnes super “bear markets” som varer så lenge at regelmessig blind (ikke “thoroug”) sparing i aksjemarkedet gir negativ avkastning.

Regel 11: Det samme kan sies om regelmessig sparing og regelmessig rebalansering av porteføljen. Det går også an å rebalansere seg nedover.

Hva mener vi så med rebalansering? Den enkleste måten å forklare dette på er følgende. Anta at du har en 100 lapp som du akter skal være fordelt med 50% i aksjemarkedet og 50% i obligasjonsmarkedet. Så faller aksjer med 10% og obligasjonene stiger med 5%. Du justerer nå porteføljen tilbake til 50 / 50 fordeling som innebærer at du må selge obligasjoner og kjøpe aksjer.

Oppgave: Om vi ser bort fra transaksjonskostnader og andre kostnader, hvor mye er 100 lappen verdt etter rebalanseringen?

Oppgave: Hva vil 100 lappen være verdt etter 10 identiske rebalanseringer og med rebalanseringskostnader på 1/2%?

Oppgave: Er rebalansering investering eller spekulasjon i følge Grahams definisjon?

Regel 12: Når du handler aksjer, skal du kjøpe dem som du kjøper kolonialvarer og ikke parfume til en kvinne. Og ha en skeptisk innstilling til ny kosmetikk i aksjemarkedet.

Slik kosmetikk skjuler seg bak de rareste navn og den peneste reklame. Vær mer skeptisk jo større skriften, jo mer grafikk, sterke farger og bilder der er på prospektet. Mennesker som ikke snakker norsk, skal du være skeptisk til. Gresk brukes mye blant matematikere, men blir ikke av den grunn mer presist i finansielle prospekter. Provisjon til selger av prospektet er som regel positivt korrelert med kosmetikkens innhold.

Regel 13: Sjekk alltid, alltid, alltid et prospekt mot Grahams definisjon av investering om du er en defensiv investor. Er det investering eller spekulasjon?

Verdiorienterte investorer som Graham og hans elev Warren Buffett legger stor vekt på et selskaps

- Finansielle stilling og
- Fremtidig inntjening.

De legger liten vekt på svingninger i kursen på enkeltaksjer og markedet generelt.

“Market gyrations are of little consequence to them, except that upswings make bargain stocks harder to find and downturns make them plentiful.”

Lowe (1994) side 4.

Graham var Warren Buffetts lærer ved Columbia universitetet, hvor Buffett fikk beste karakter A+ som eneste elev hevdes det, jfr. Kilparick (1994) side 35. Men som neste kapittel forhåpentligvis viser, hadde læreren og eleven “somewhat differing views of practical investing” Kilpatrick (1994) side 41. Mens Graham fokuserte på mål for hvor billig (undervurdert) en aksje var, gikk Buffett videre enn det.

Regel 14: En aksje er ikke billig fordi den har falt mye i pris. Investerer man 1 million kroner i en aksje som koster 5 øre og den faller til null, har man tapt 100 %. Man skal ha sterke grunner til å investere langsiktig i aksjer som er på billigsalg.

Tro ikke alt hva du hører si ikke alt hva du vet og din lommebok er like fet når de andres er halvert.

Buffett prøvde å få innsikt i den virksomheten han investerte i. Han begynte å betrakte aksjer som forretningsvirksomhet og selv om han som alle andre var på jakt etter verdi, begynte han å se etter vekstpotensiale som en del av verdi. Investeringer er mest intelligente når de er mest “businesslike.” Mer enn halvparten av Birkshires nettoverdi tilskrives under et dusin investeringsbeslutninger. Han kjøper nesten alltid i dårlige tider til en lav pris og holder posisjonen lenge. Slik sett er han i tillegg til en kombinasjon av verdi- og vekstinvestor også en såkalt motstrøms (“contrarian”) investor, jfr. eget kapittel. Vi avslutter dette avsnittet med det Zweig kaller Grahams 113 viktigste ord.

“But note this important fact: The true investor scarcely ever is forced to sell his shares, and at all other times he is free to disregard the current price quotation. He need pay attention to it and act upon it only to the extent it suits his book, and no more. Thus the investor who permits himself to be stampeded or unduly worried by unjustified market declines in his holdings is perversely transforming his basic advantage into a basic disadvantage. That man

would be better off if his stocks had no market quotation at all, for he would then be spared the mental anguish caused him by other persons mistakes or judgment.”

jfr. Graham (2003) side 203.

4. Warren Buffett - Permanent verdi

“The size of our paycheks or our offices will never be related to the size of Berkshire’s balance sheet”.

Berkshire “owner’s manual” punkt 8.

Det er hevdet at Berkshires årsrapporter er blant de beste lærebøker man kan ha i finans. I disse og i brevene til aksjonærene får man utdypet og forklart Buffetts investeringsfilosofi. Begrepet “intrinsic value” eller underliggende verdi går igjen i “owner’s manual” og i årsrapportene.

Men Buffett går lenger enn de fleste verdiorienterte investorer som konsentrerer seg om et selskaps balanse og regnskaper. Buffett ser på selskapets fundamentale forhold og dets vekstpotensiale samtidig som han tar i betraktning selskapets konkurranseposisjon.

Selv om Berkshire er et selskap (“holding company”) fremtrer det som et effektivt forvaltet aksjefond hvor Buffett selv, hans familie og venner har investert store verdier, ofte mer enn 50 % av sin formue. De spiser det de selv koker (“we eat our cooking”). Selv kaller Buffet sitt konsept “owner-capitalism”. Det skaper uavhengighet i motsetning til selskaper / fond hvor aksjonærene kan presse ledelsen til å danse etter Wall Streets pipe.

“ “Berkshire is mutual fund-like, and (because of its low commission structure) it’s basically no load”, says Tim Callahan, a stockbroker with Prudential Securities in Birmingham. In fact, Berkshire is really a no load fund with low expenses.”

Kilpatrick (1994) side 119.

Når selskapet gjør det dårlig, rammes Buffett selv hardere enn de andre. Han har en egeninteresse i at selskapet gjør det bra. I “owner’s manual” formulerer Buffett 13 eier relaterte prinsipper. Det er disse 13 prinsippene som implisitt forklarer hva Buffett mener med underliggende verdi. Det første viktige prinsippet sier at selv om “our form is corporate, our attitude is partnership.” Buffetts verdier stiger og synker sammen med de andre aksjonærene. Det langsiktige målet er maksimere selskapets gjennomsnittlige årlige vekst i underliggende verdi per aksje. De investerer i og besitter selskaper som genererer kontanter og som gir en konsistent høyere kapitalavkastning enn gjennomsnittet. Utfordringen er å generere ideer like raskt som de genererer kontanter og et svekket aksjemarked representerer store fordeler. Selskapet og dets langsiktige investorer tjener på et svakt aksjemarked på samme måte som en som kjøper mat tjener på fallende priser på matvarer.

“Because of our two-pronged approach to business ownership and because of the limitations of conventional accounting, consolidated reported earnings may reveal relatively little about our true economic performance. Charlie and I, both as owners and managers, virtually ignore such consolidated numbers. However, we will also report to you the earnings of each

major business we control, numbers we consider of great importance. These figures along with other information we will supply about individual businesses, should generally aid you in making judgments about them”.

Berkshire “owner’s manual” punkt 5.

De har ikke særlig tro på konsoliderte regnskapstall. I stedet gjengir de i årsrapportene de tallene og den informasjon som virkelig betyr noe. Det er svært viktig for de to lederne å forstå de selskapene de investerer i og de er forsiktige med å ta opp lån. Så lenge en \$ av tilbakeholdt utbytte gir større verdi for aksjonærene enn en \$ utdelt utbytte, vil det ikke deles ut utbytte. Tilbakekjøp av egne aksjer er et sunnhetstrekk for selskapet og selskaper det investeres i. Dersom man kjøper tilbake egne aksjer, viser det at man vurderer det som en god investering. Regnskapsmessige konsekvenser influerer ikke på drifts- eller kapitalallokeringsbeslutninger. De foretrekker å kjøpe \$ 2 av “earnings” som ikke må rapporteres fremfor \$1 som er rapporteringspliktig. Dette er ofte det valget som må foretas ettersom hele foretagender hvis inntjening er fullt ut rapporteringspliktig, ofte selger for det dobbelte av pro-rata prisen til små andeler hvis inntjening ikke kan rapporteres. Alt i alt og over tid, forventer de at urapportert inntjening fullt ut reflekteres i underliggende verdi via kapitalgevinster. Til slutt i manualen definerer Buffett begrepet underliggende verdi.

“Intrinsic value is an all-important concept that offers the only logical approach to evaluating the relative attractiveness of investments and businesses. Intrinsic value, can be defined simply: It is the discounted value of the cash that can be taken out of a business during its remaining life.”

Underliggende verdi er et estimat som ikke er lett å beregne og det er videre et estimat som må endres

- om renten endres
- eller prognosen på fremtidig kontantstrøm endres.

Og ettersom dette er subjektive estimat, gir de ikke noe anslag på underliggende verdi i årsrapporten. Bokført verdi per aksje er imidlertid lett å beregne. Den rapporteres og endringer i underliggende verdi, som ligger betydelig over bokført verdi, er sterkt korrelert med endringer i bokført verdi (“a rough, albeit significantly understated, tracking measure for Berkshire’s intrinsic value.”) Men selv om der er korrelasjon, er bokført verdi meningsløs som mål på underliggende verdi.

Buffett er ingen markedstimer. Han liker å kjøpe “great businesses”, spesielt når gode selskaper er omgitt av stigma, frykt og misforståelser. Da kjøper maraton investoren og selger ikke på midlertidige tilbakeslag. Han holder aksjen gjennom gode og dårlige perioder. Han elsker enkle selskaper som han forstår og holder seg unna selskaper med store bygninger, en mengde teknologi, stadige produktendringer høye helse kostnader og store pensjonsfond.

Dersom Buffett \$ for \$ skal sammenligne det å eie aksjer med det å eie forretningsvirksomhet, så foretrekker han det siste. Og de siste årene har det vært vanskelig å finne undervurderte aksjer, men det bekymrer ikke Buffett og Munger så lenge de kan kjøpe selskaper som

- Har gunstige økonomiske karakteristika. Bærekraftig inntjening.
- Ledes av talentfulle og ærlige sjefer og
- Er tilgjengelige til en fornuftig pris.

Selskapets kjernevirksomhet er forsikring. Det skaper kontanter som trengs for å investere i andre selskaper. Forsikring skaper “float” som er penger Berkshire ikke eier, men som holdes for en kortere eller lenger periode. “Float” oppstår fordi

- Premiene betales “upfront” på forskudd for neste termin og
- Utbetaling av erstatningen kan ta lang tid før selve hendelsen inntraff.

“Float” er vidunderlig om den ikke fordrer en høy pris. Kostnadene ved “float” er et resultat av kontraktsinngåelsen, dvs. hvordan tap og utgifter samsvarer med de premiene som mottas. Alt i alt er dette billige penger selv om der har vært år hvor den har kostet mer enn 10%. I 18 av de 37 årene Berkshire har vært i forsikringsbransjen har selskapet operert med en “underwriting profit”, som innebærer at selskapet netto er betalt for å holde penger. Følgende tabell klippet fra Berkshires årsrapport 2003 taler for seg selv.

| <i>Year</i> | <i>Yearend Float (in \$ millions)</i> | | | | <i>Total</i> |
|-------------|---------------------------------------|-------------------|--------------------------|----------------------|--------------|
| | <i>GEICO</i> | <i>General Re</i> | <i>Other Reinsurance</i> | <i>Other Primary</i> | |
| 1967 | | | | 20 | 20 |
| 1977 | | | 40 | 131 | 171 |
| 1987 | | | 701 | 807 | 1,508 |
| 1997 | 2,917 | | 4,014 | 455 | 7,386 |
| 1998 | 3,125 | 14,909 | 4,305 | 415 | 22,754 |
| 1999 | 3,444 | 15,166 | 6,285 | 403 | 25,298 |
| 2000 | 3,943 | 15,525 | 7,805 | 598 | 27,871 |
| 2001 | 4,251 | 19,310 | 11,262 | 685 | 35,508 |
| 2002 | 4,678 | 22,207 | 13,396 | 943 | 41,224 |
| 2003 | 5,287 | 23,654 | 13,948 | 1,331 | 44,220 |

År 2003 var eksepsjonelt. Flyten nådde rekordhøyder og den kostet ikke noe ettersom alle de større segmentene bidro til Berkshires 1.7 milliarder USD i “underwriting profit” før skatt.

Hvilket selskap kan oppnå en rentefri flyt på 44 milliarder i USD og i tillegg oppnå en fortjeneste på 1.7 milliarder USD? Det er denne forsikringsvirksomheten som i de siste 30 årene har vært selskapets melkeku. Den genererer frisk kapital som sprøytes inn i ny virksomhet eller brukes til å kjøpe andeler (aksjer) i andre selskaper.

Forsikring er en spesiell bransje. Man selger et stykke papir med et løfte. Hvem som helst kan kopiere andres produkter. Der er ingen patenter, kritiske bygninger eller naturressurser som beskytter et forsikringsselskaps posisjon. Varemerke betyr heller ikke mye. De kritiske størrelsene er derfor ledelsens hjerne, deres disiplin og integritet. Men man kan manipulere regnskapene til et forsikringsselskap. Ofte rapporteres feil tall for gjeld og forpliktelser og de kan skyves ut i tid og skjules i årets regnskaper. Dette har noen ganger vært tilsiktet.

Berkshire Hathaway Inc. er et holding selskap med engasjement i en rekke andre bransjer som energi, eiendomsmegling, finans, luftfart og konsumvareindustri.

Da Berkshire kjøpte General Reinsurance fulgte Gen Re Securities med på kjøpet. Dermed overtok Berkshire trading og derivat funksjonen til dette selskapet. Om det er vanskelig å lese regnskapene til et forsikringsselskap, så er dette for blåbær å regne mot et selskap som er

sterkt engasjert i derivater. Det er nesten umulig å avdekke risikoen for et slikt selskap, selv for den mest finansielt sofistikerte. Faktisk, jo mer du vet om derivater, jo mindre vil du lære av de tabellene og fakta som presenteres. Darwins ord, “Ignorance more frequently begets confidence than does knowledge” er i høyeste grad aktuelle i denne forbindelse. Vanligvis kjøper Buffett virksomheter han forstår, men denne gang fulgte den med på kjøpet og den er under avvikling.

Følgende tabell gir en oversikt over Berkshires aksjebeholdning. Med sine 200 millioner aksjer eier selskapet nesten 10 % av Coca Cola, en av Buffetts favoritter,

- Varemerke som ses over alt og som for noen er synonymt med USA.
- Menneskene trenger forfriskninger Jordens befolkning er økende.
- God ledelse og enkelt produkt.
- Til tross for konkurransen fra Pepsi, monopollignende stilling.

| <u>Shares</u> | <u>Company</u> | <u>Percentage of Company Owned</u> | <i>12/31/03</i> | |
|---------------|-----------------------------------|--|-------------------------|-----------------|
| | | | <u>Cost</u> | <u>Market</u> |
| | | | <i>(in \$ millions)</i> | |
| 151,610,700 | American Express Company | 11.8 | \$ 1,470 | \$ 7,312 |
| 200,000,000 | The Coca-Cola Company | 8.2 | 1,299 | 10,150 |
| 96,000,000 | The Gillette Company | 9.5 | 600 | 3,526 |
| 14,610,900 | H&R Block, Inc..... | 8.2 | 227 | 809 |
| 15,476,500 | HCA Inc. | 3.1 | 492 | 665 |
| 6,708,760 | M&T Bank Corporation | 5.6 | 103 | 659 |
| 24,000,000 | Moody's Corporation | 16.1 | 499 | 1,453 |
| 2,338,961,000 | PetroChina Company Limited | 1.3 | 488 | 1,340 |
| 1,727,765 | The Washington Post Company | 18.1 | 11 | 1,367 |
| 56,448,380 | Wells Fargo & Company..... | 3.3 | 463 | 3,324 |
| | Others | | <u>2,863</u> | <u>4,682</u> |
| | Total Common Stocks | | <u>\$ 8,515</u> | <u>\$35,287</u> |

Denne porteføljen har ikke beveget seg mye de siste årene (“brokers don’t love us.”) Men Buffett innrømmer at han gjorde en feil ved ikke å selge flere av disse posisjonene under den store boblen for noen år tilbake. Dersom disse aksjene er fullt priset nå (2004), kan man forestille seg hva de var for fire år siden da underliggende verdi var lavere og kursen betydelig høyere. Følgende figur som viser kursutviklingen for Coca-Cola Company (KO)



viser hva Buffett sikter til. Som de fleste andre selskaper hadde kursen på Coca-Cola en boble lignende utvikling fra 1995. Aksjen mer en 4-doblet seg på under 5 år.

Følgende tabell viser at Berkshire investerer i annet enn virksomhet og andeler i andre selskaper. Junk Bonds ble kjøpt da de var billige som ugress i 2002. I dag prises noen som blomster. I løpet av 2002 gikk Buffett inn i valutamarkedet for første gang, mest på grunn av

| <u>Category</u> | <u>Pre-Tax Gain (in \$ million)</u> |
|----------------------------------|---|
| Common Stocks | \$ 448 |
| U.S. Government Bonds..... | 1,485 |
| Junk Bonds | 1,138 |
| Foreign Exchange Contracts | 825 |
| Other..... | <u>233</u> |
| | <u>\$4,129</u> |

den svake dollaren.

“When we can’t find anything exciting in which to invest, our “default” position is U.S. Treasuries, both bills and repos.”

Berkshire årsrapport 2003 side 21.

Warren Buffett er interessert i å overta virksomheter som tilfredsstillte følgende kriterier, jfr årsrapporten 2003 side 25.

1. Stor omsetning (minst USD 50 mill i inntjening før skatt).
2. Oppnådd konsistent inntjenings evne (fremtidige prognoser og snuoperasjoner er uinteressante).
3. Virksomhet som oppnår god avkastning av egenkapitalen samtidig som den har liten eller ingen gjeld.
4. Ledelse på plass (vi kan ikke skaffe ledelse).
5. Enkel virksomhet (dersom der er en mengde teknologi, så forstår vi den ikke).
6. Et pristilbud (vi sløser ikke med egen eller selgers tid ved å snakke, endog innledende, om en transaksjon når prisen er ukjent).

Desto større selskapet er, dess større er Birkshires interesse. Og Buffett avslutter slik

“We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer – customarily within five minutes – as to whether we’re interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give. We don’t participate in auctions.”

<http://www.brkdirect.com/>

<http://www.berkshirehathaway.com/>

<http://www.berkshirehathaway.com/annual.html>

Buffett har følgende å si om en investor som vil kjøpe andeler i aksjefond, jfr. Berkshire annual report 1996 <http://www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html>

“Let me add a few thoughts about your own investments. Most investors, both institutional and individual, will find that the best way to own common stocks is through an index fund that charges minimal fees. Those following this path are sure to beat the net results (after fees and expenses) delivered by the great majority of investment professionals”.

5. Peter Lynch – Fokus på P/E.

“Gentlemen who prefer bonds don’t know what they’re missing.”

Lynch (1993) side 17.

Ovennevnte side på nettet reduserer også Peter Lynch sin investeringsmetode til en enkel formel <http://www.moneychimp.com/articles/valuation/peg.htm> uttrykt ved det såkalte PEG forholdet. Det sier at P/E for et selskap som er rettferdig (“fairly”) priset vil være lik selskapets inntjeningsvekst. Med andre ord

$P/E = G$, hvor G er veksten i inntjeningen.

Som påpekt på siden ovenfor sammenligner man her en brøk med en vekstrate og dermed er benevnningen på de to sidene av ligningen ulik. Relasjonen må tas med en klype salt og som en grov tommelfingerregel. Selv om P/E og veksten betydde mye i Peter Lynch sine analyser,

blir ovennevnte formel altfor enkel. Det ville nesten være det samme som å redusere Newtons teorier til $e=mc^2$. Selv om denne ligningen er en bærebjelke i Newtons teorier, ville det være en fornærmelse å redusere hans teorier til denne enkle ligningen. Og sitatet i innledningen må også tas med en klype salt. Der fantes perioder hvor Lynch ville foretrekke obligasjoner fremfor aksjer,

“When yields on long-term government bonds exceed the dividend yield of the S&P 500 by 6 percent or more, sell your stocks and buy bonds.”

Lynch (1993) side 130. Men investeringer var ingen enkel eksersis for en som studerte årsrapporter med lykt og lupe og avla en rekke bedriftsbesøk. Han analyserte regnskapene grundig, tok gjerne en telefon til en i ledelsene i selskapet eller avla det et besøk før han fattet sine beslutninger. En gang han besøkte Europa, besøkte han også de største selskapene i Sverige og avla også Norge et besøk. Det eneste selskapet han besøkte i Norge var Norsk Hydro.

“I saw it as a cyclical company and a great energy play at the same time. Its oil and gas fields had more than three times the reserve life of Texaco’s reserves, or Exxon’s or the reserves of any other oil giant. Recently, the stock price fell by half, which makes Norsk Hydro a bargain once again.”

Lynch (1993) side 126.

6. Motstrøms investering.

“Fear is stronger than greed, which is why financial markets fall more rapidly than they climb.”

Den gjennomsnittlige investor har (risiko) aversjon mot en kjent gevinst, men er risiko søkende mot et gitt tap.

- Når en aksje har gått opp i pris, selger mange for tidelig, man kutter de beste blomstene i hagen for å bruke et sitat av Peter Lynch. De unngår risiko ved å sikre gevinsten.
- Når en aksje synker, så selger mange ikke raskt nok, særlig om den har falt sterkere enn markedet. De er villige til å risikere ytterligere fall i stedet for å kutte tapene.

7. Rasjonell analyse – teknisk og fundamental kombinert

Eksempel: Instapay Sys Inc.

Den 30. april 2004 fikk jeg en kjøpsanbefaling på Instapay Systems (IPYS) i en mail fra en person jeg ikke kjenner. Blant annet kunne man lese følgende:

**IPYS is set to rocket to \$3 per share (Current \$0.77).
Several news releases coming soon will take IPYS to the next level.**

| Forecast | Profit | Profit % |
|-----------------|---------------|-----------------|
|-----------------|---------------|-----------------|

| | | | |
|----------------------|---------------|-----------------------|---------------|
| Current Price | \$0.77 | @ Close Apr 28 | |
| Short Term | \$2.25 | \$1.48 | 192.2% |
| 1 Year | \$7.00 | \$6.23 | 809.1% |

Don't be sorry that you forgot to buy this one! InstaPay Systems, Inc. is uniquely positioned to capture tens of millions in revenue over the next 24 months. The Company is also pursuing several very significant patent infringement violations against some of the biggest names in the processing business. **This stock will move, and quickly.** Here is the best part ! There are only approximately 6.9 million shares in the trading float, and most of this is held by friendly insiders! When this Stock moves..... **WATCH OUT! ...this is your chance to get in while it is still low.** IPYS is a high growth microcap issue and should be purchased by stock traders and those that can afford to make quick money on these fast moving issues. **This is your chance to get your hands on one of these fast moving stocks and take short term profits. This stock could reach \$1.50 in five trading days.**

A Few Reasons to Own IPYS:

1. Announcing relationship with Major U.S. Bank for processing all "debit" Internet payment transactions very soon. Also announcing full deployment of its PIN debit transaction system for the Internet with two major customers soon.
2. Developed the first and only Internet payment transaction processing system that allows Internet Merchants to accept ATM card ("PIN debit") transactions. Online credit card and electronic check purchases totalled more than \$90 Billion in the U.S. in 2003.
3. Merchants pay only a fixed fee per transaction for PIN debit transactions, as opposed to the way credit card transactions are currently processed, as a percentage of the dollar amount of the transactions. Merchants will save billions in transaction processing fees paid to VISA, MC and other credit card companies.
4. IPYS developed the encrypted processing system enabling the use of ATM cards over the Internet and owns the patents to it as well as the gateway service for delivering this service over the Internet.
5. The Company has already identified several major credit card transaction processing providers that are violating the Company's patent and IPYS is filing several civil law suits to collect the tens of millions due the Company by some of the biggest names in the processing business.
6. Many large chain store merchants are opting to lower their electronic transaction processing costs by offering PIN debit payment solutions to customers. In February 2004 Wal-Mart (NYSE:WMT) began refusing MasterCard signature debit cards and requires customers to enter their PIN number, saving the chain tens of millions annually. IPYS owns the patents to this process that Walmart's processors are using.
7. EBAY (NASDAQ:EBAY) acquisition of PayPal for 1.5 Billion tied them into direct debit processing for EBAY purchases this year. Direct Debit processing is expected to account for 45% of all transactions by 2005. IPYS patents will allow the company to literally own this market.

8. NO COMPETITION - IPYS is the first and only transaction processing production system to enable Internet Merchants to accept ATM card ("PIN" debit) payments - This is a multi-billion market currently, and the fastest growing segment of the transaction processing industry.

This company deserves your immediate attention

ABOUT IPYS - InstaPay Systems is the leading developer of the new ATM card electronic payment service now available to merchants worldwide. The Company's patented, easy to use Kryptosima system enables consumers to conduct secure transactions from any location, while saving merchants huge credit card processing fees.

Instapay (IPYS) generates revenue by charging merchants a fixed fee per transaction for PIN debit transactions, unlike credit card processing companies who charge a percent of the transaction. Merchants may choose to lower overall transaction costs by offering PIN debit payment solutions to consumers/customers. According to Speer & Associates, a leading payment consulting firm in Atlanta, the merchant community is exercising its right to move to a cheaper processing solution, as evidenced by Walmart and EBAY moving to offering this type of payment method.

InstaPay technology is patented in the U.S. and Europe (patent pending in the U.S.). These patents cover the processes used by the pay/ENKRYPT system to securely enable Internet transactions.

The PayENKRYPT system has been tested and is working in a production environment.

Kjøp på rykter og selg på nyheter sier ordtakene, så hvorfor ikke sjekke informasjonen mot en av de pålitelige kildene, Value Line.

Value Line har også graf verktøy som Bigcharts.com og er antagelig mer pålitelig. Følgende figur viser at det kan være akkumulasjon på kurs rundt 0.80. Basis og støtte bygges her. Jo lengre aksjen beveger seg sidelengs, jo sterkere blir denne basisen. Pengedytten inn i aksjen tyder på netto kjøpspress. Aksjen ligger ved øvre Bollinger Båndet. Spørsmålet er om aksjen skal tagge øvre bånd i en stigende trend, etter et nytt brudd oppover, som analysen ovenfor sier. Stochastics og DMI (ADX) gir ikke kjøps signaler, snarere det motsatte. Den tekniske analysen gir divergens, så om man går inn (på kort sikt) må det være ut fra en fundamental analyse. De fundamentale opplysningene ovenfor kan også sjekkes på Value Line sin nettside.



Man skriver inn ticker symbolet IPYS og i bla feltet ViewOptions velger man News. Da finner man en rekke informasjon. Og det er bare å lese så langt man orker. Blant annet la selskapet ut en 10-K annual report 29. april 2004. Ved å klikke får man opp to nye lenker hvor rapporten kan lastes ned fra enten det amerikanske kredittilsynet og den anerkjente databasen Edgar. Dette er detektivarbeide som vi overlater til den som er interessert i selskapet å sjekke jfr. oppgaven nedenfor. Men overskiftene man får opp kan tyde på at der er noe i analysen ovenfor.

Dersom du ikke vet hvilke side en person er på, er han mest sannsynlig ikke på din side.

Ovennevnte tekst ble skrevet i slutten av april 2004 og neste oppgave gitt på samme tid. Neste figur viser at timingen i hvert fall har vært dårlig. Hadde man gått inn på en kurs rundt 0.75 i slutten av april, ville den nå være falt til 0.25. De kan være fristende å formulere følgende regle:

Regel 15: Kjøp aldri aksjer basert på mail fra internet avsender du ikke kjenner. Generelt gjør deg ikke avhengig av andres råd. Kjøper du på andres råd, skulle du også logisk selge på vedkommendes råd. Du blir med andre ord avhengig av vedkommende som har gitt rådet.



Oppgave. Utfør den fundamentale analysen ovenfor selv. Benytt

- <http://moneycentral.msn.com/home.asp> til en overfladisk analyse.
- Kvalitetssjekk opplysningene her <http://www.valueline.com/>
- Gå eventuelt i dybden ved å søke her <http://www.sec.gov/> og <http://www.freedgar.com/>

Har du gjort dette grundig en gang, vet du hva det dreier seg om og du begynner å nærme deg grundigheten til Peter Lynch og Warren Buffett.

“Der finnes ingen fri bufet. Investering der man er ute etter verdi er hardt ofte ensomt arbeide”.

Gratis screeningverktøy finnes også på <http://www.stockconsultant.com/>

Man klikker på skillearket PreScreener og screener på ulike kriterier. Det siste nettstedet jeg nevner i denne lille boken er denne siden <http://www.financialpicks.com> Men intet verktøy eller analyse er en erstatning for det å gjøre hjemmeleksa si. Vi håper at du er blitt bedre i stand til å gjøre den etter å ha lest denne lille boken og frøst og fremst boken, “Markedets musikk” som er nevnt i litteraturlisten nedenfor.

Oppgave. Figuren ovenfor viser at IPYS nå i en lengre periode har tradet sidelengs. Foreta en ny teknisk og oppdatert fundamental analyse av selskapet. Trekk konklusjon.

“Der mangler ikke informasjon på Internet, men det gjelder om å sile den pålitelige fra den mindre pålitelige. Kryssjekkning av opplysninger er alltid viktig.”

Finner du en undervurdert aksje i måneden hvor du kombinerer fundamental og teknisk analyse, har du de beste muligheter til å gjøre gråstein til gull.

8. Oppsummering

“If you lose money for the firm by bad decisions, I will be very understanding. If you lose reputation for the firm, I will be ruthless.”

Sitat fra Warren Buffett da han måtte tre inn å redde Salmon Brothers.

Kredibilitet kommer som en snegle å går som et lyn. En av de mest pålitelige kildene for å sjekke opplysninger om amerikanske selskaper får man hos value line <http://www.valueline.com/index.html>

Warren buffet sa om value line.

“An incredible value! I don't know of any other system that's as good.”

og Peter Lynch fulgte opp med å si

“The next best thing to having your own private financial analyst.”

Du kan sette dine investeringer på autopilot. Benytt en anerkjent metode til å vurdere om aksjemarkedet er over eller undervurdert. Dersom du går inn i markedet når det er undervurdert, plasser 75 % i indeksfond og 25 % i pengemarkeds eller obligasjonsfond avhengig av renteinlået. Når aksjemarkedet har steget en stund, og indikatoren viser at aksjemarkedet blir mer og mer overvurdert, begynner du å selge ut aksjeandelen og plassere i renteinstrumenter. Når aksjemarkedet er kraftig overvurdert, plasserer du 75 % i rentebærende instrumenter og 25 % i aksjemarkedet. Denne analysen gjøres hvert kvartal eller hvert halvår. Ønsker du å sette porteføljen på fullstendig autopilot, plasser 50% i aksjer og 50% i renter. Er det som er skrevet her, spekulasjon eller investering i følge Grahams definisjon?

Oppgave. Gjør en teknisk og fundamental analyse av en eller flere norske / svenske aksjer som omtales positivt eller negativt på et anerkjent nettsted. Trekk egen, mest mulig objektiv og uavhengig konklusjon av analyse du gjør.

Oppgave. Analyser og kommenter følgende avsnitt klippet fra Berkshires årsrapport 1996 <http://www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html>. Legg særlig vekt på å analysere det vi har markert med rød tekst.

*“To invest successfully, you need not understand beta, efficient markets, modern portfolio theory, option pricing or emerging markets. You may, in fact, be better off knowing nothing of these. That, of course, is not the prevailing view at most business schools, whose finance curriculum tends to be dominated by such subjects. **In our view, though, investment students need only two well-taught courses - How to Value a Business, and How to Think About Market Prices.** Your goal as an investor should simply be to purchase, at a rational price, a part interest in an easily-understandable business whose earnings are virtually certain to be materially higher five, ten and twenty years from now. Over time, you will find only a few companies that meet these standards - so when you see one that qualifies, you should buy a meaningful amount of stock. You must also resist the temptation to stray from your guidelines: If you aren't willing to own a stock for ten years, don't even think about*

owning it for ten minutes. Put together a portfolio of companies whose aggregate earnings march upward over the years, and so also will the portfolio's market value.

Though it's seldom recognized, this is the exact approach that has produced gains for Berkshire shareholders: Our look-through earnings have grown at a good clip over the years, and our stock price has risen correspondingly. Had those gains in earnings not materialized, there would have been little increase in Berkshire's value.

The greatly enlarged earnings base we now enjoy will inevitably cause our future gains to lag those of the past. We will continue, however, to push in the directions we always have. We will try to build earnings by running our present businesses well - a job made easy because of the extraordinary talents of our operating managers - and by purchasing other businesses, in whole or in part, that are not likely to be roiled by change and that possess important competitive advantages.”

9. Litteraturliste

Fernando, Alvarez and Martin Fridson (2002): “Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide”, Third Edition John Wiley & Sons

Fernando, Alvarez and Martin Fridson (2002): “Financial Statement Analysis Workbook: Step-by-Step Exercises and Tests to Help You Master Financial Statement Analysis”, 3rd Edition John Wiley & Sons

Kjell Bleivik (2003): “Markedets musikk”

Kjell Bleivik (2004): “Markedets bølger”

Kjell Bleivik (2004a): “Dynamisk allokering”

Kjell Gunnar Bleivik (2004b): “Markedets giganter – renter og valuta. Handel i ulike bånd”

Eugene Comiskey and Charles Mulford (2002): “The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices” John Wiley & Sons

Merle Erickson, Michelle Hanlon, and Edward L. Maydew (2004) “How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings” American Accounting Association The Accounting Review April 16, 2004. Kan bestilles her <http://aaahq.org> eller mer presist <http://aaahq.org/ic/browse.htm>

Philip Fisher “Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings” John Wiley & Sons (2003).

Trond Eklund og Knut Knutsen (1999): “Regnskapsanalyse med årsoppgjør: aktiv bruk av regnskapet” Oslo Universitetsforlaget.

Anthony M. Gallea and William Patalon III (1998): “Contrarian Investing” Prentice Hall

Benjamin Graham and David L. Dodd (1934): “Security Analysis” McGraw-Hill

Benjamin Graham and David L. Dodd (1940): “Security Analysis” McGraw-Hill

Benjamin Graham (1998): “The Interpretation of Financial Statements” The Classic 1937 Edition” By: Bemka Graja and Spencer Meredith, Harper Collins Publishers, Incorporated.

Benjamin Graham (2003): “The intelligent investor,” Updated with new commentary by Jason Zweig and preface and appendix by Warren E. Buffett - Revised Edition Harper Collins Publishers, Incorporated.

Jeffrey Hooke (1998): “Security Analysis on Wall Street” John Wiley & Sons 1998.

Andrew Kilpatrick (1994) “Of permanent value - The Story of Warren Buffett” AKPE Financial Center 1030, 505 20th Street North, Birmingham Alabama 35203.

Janet Lowe (1994): “Benjamin Graham on Value Investing – Lessons from the Dean of Wall Street” Dearborn Financial Publishing, Inc.

Peter Lynch (1993): “Beating the Street” Simon & Schuster

Christina Ray (2001): “Think like a Trader, Invest Like a Pro” McGraw-Hill

Howard Schilit (1993): “Financial Shenanigans: How to Detect Accounting and Fraud in Financial Statements: How to Detect Accounting and Fraud in Financial Statements” McGraw Hill