

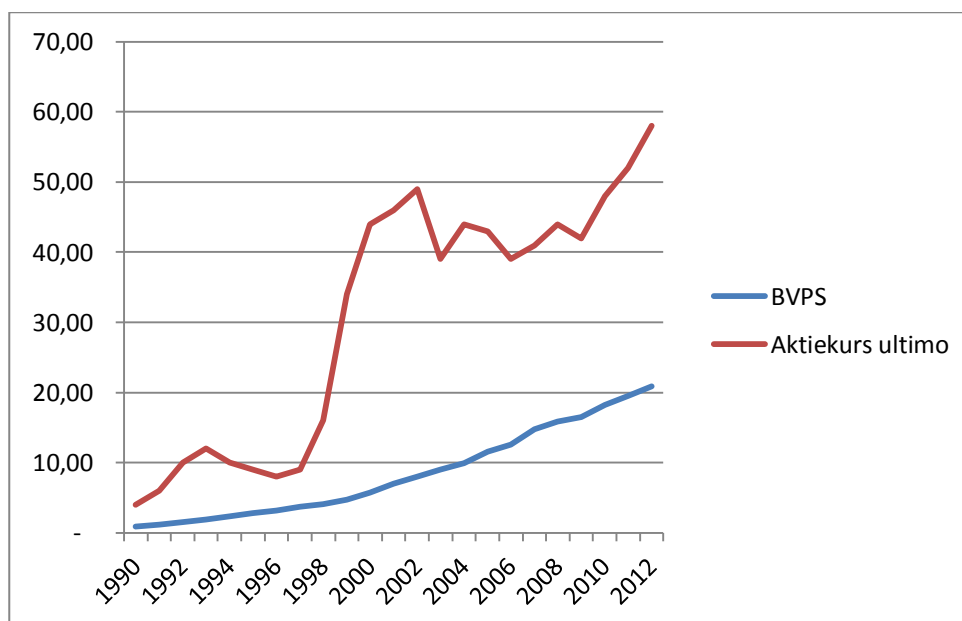
## Price is what you pay, value is what you get.

Overskriften repræsenterer et udtryk, som har gjort sig gældende for Warren Buffett's investeringsstrategi - men hvad betyder det for os, som "små" investorer og hvordan identificerer man den type aktier som han vælger?

Det grundlæggende princip er at se sig selv som virksomhedsejer, frem for spekulant. Til at begynde med skal man vurdere, hvad en aktie repræsenterer i forhold til virksomhedens egenkapital. Dette er essentiel for at definere ens ejerandel. I denne artikel benyttes udtrykket BVPS (Book Value Per Share) når der refereres til værdien af investors ejerandel (BVPS er egenkapitalen, delt med antal aktier). Med andre ord vil en likvidering af virksomhedens aktiver (inklusiv tilbagebetaling af gæld) være den værdi der ville blive udbetalt til aktionærene. Oftest vil man observere, at en aktie bliver handlet til en kurs over BVPS, da markedet indregner fremtidig værditilvækst via kommende overskud. Jo større en forskel mellem kursværdi og BVPS jo mere tiltro er der til det kommende indtjeningsniveau. (Forskellen mellem kursværdi og BVPS er betegnelsen kurs/indreværdi (K/I)).

Ovenstående princip er en logisk slutning omkring investering, men oftest handler markedet ikke rationelt på den korte bane. Forskellen mellem markedet på kort- og lang sigt har Benjamin Graham formuleret således: *"In the short run, the market is a voting machine but in the long run it is a weighing machine"*. Grahams formulering skal man forstå på den måde, at aktiekursen på den korte bane bliver prisdrevet på baggrund af en masse psykologiske variabler og faktorer. Omvendt vil aktiekursen på den lange bane altid afspejle virksomhedens værdi. Det er ved dette princip, at Warren Buffett og hans læremester Benjamin Graham adskiller sig fra markedet, og med stor fortjeneste, har profiteret på irrationelle udsving i aktiekursen. For at illustrere udviklingen mellem aktiekurs og en virksomheds performance, har jeg analyseret Wal-Mart's 'aktiekurs/BVPS'-udvikling for de seneste 22 år.

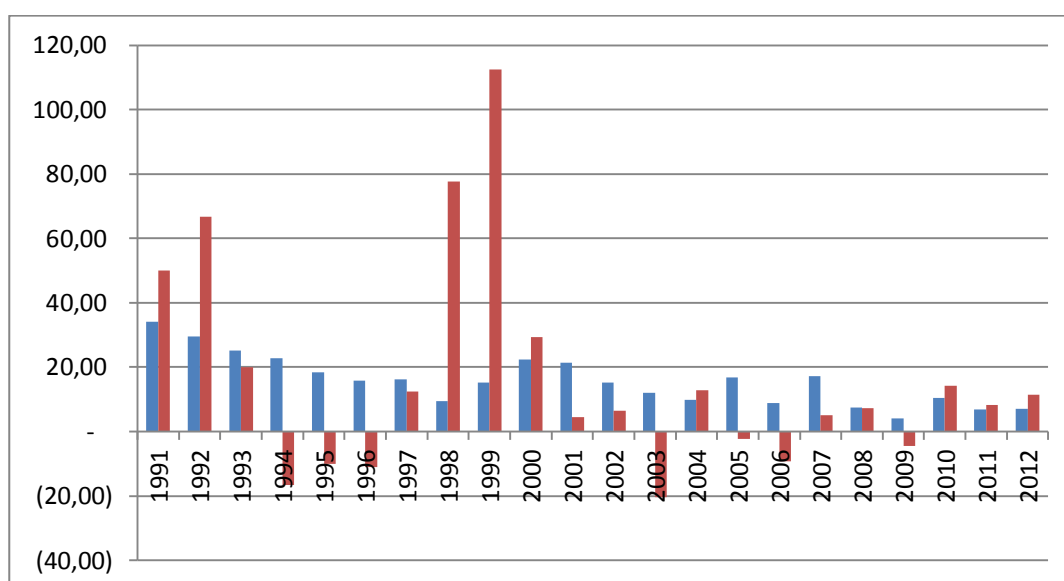
Wal-Mart's udvikling illustreret ved aktiekurs og BVPS.



Begge kurver afspejler vækst i virksomheden, dog med afvigende mønstre. Ud fra BVPS kan man konstatere, at Wal-Mart har haft en konstant forretningsmæssige fremgang – en konstatering der bekræftes af aktiekurs-kurven. Dermed stemmer vores eksempel med Wal-Mart overens med det velkendte Buffett citat: *“if a business does well, the stock eventually follows”*.

Ifølge vores princip, så opfylder Wal-Mart de resultatmæssige krav for en interessant virksomhed. Den gennemsnitlige ændring i BVPS har de seneste 22 år været på 16,5 %. Herudover er der selvfølgelig udbetalt løbende udbytte, som skal tælles med i det samlede afkast. Her antages det, at aktiekursen tager højde for disse udbetalinger og bliver handlet derefter. Tager man samtidig det gennemsnitlige afkast i procent af aktiekursen i tilsvarende periode, så ender man på 17,4 % (fratrasket udbytte), som BVPS. Vi ser altså en tendens, hvor der er en tæt sammenhæng mellem virksomhedens og aktiekursens udvikling, og derfor er et af de vigtigste parametre i udvælgelsen af en god aktie/virksomhed, egenkapitalens forrentning.

Hvordan udnytter man så denne tendens og hvorfor har Buffett og Graham haft så stor succes med udvælgelse af aktier ud fra et simpelt princip? Som tidligere nævnt, så har aktiekursen en tendens til at afvig fra virksomhedens præstation. Når man aflæser Wal-Mart grafen, så fremgår det tydeligt, at Wal-Marts udvikling er mere konstant sammenlignet med aktiekursen. For at give et nuanceret indtryk af denne udvikling har jeg via nedestående søjlediagram illustreret forskellen i den procentuelle udvikling, der er for de 22 år i henholdsvis aktiekursen og BVPS. Den røde søjle repræsenterer afkastet i procent af aktiekursen - den blå repræsenterer BVPS.



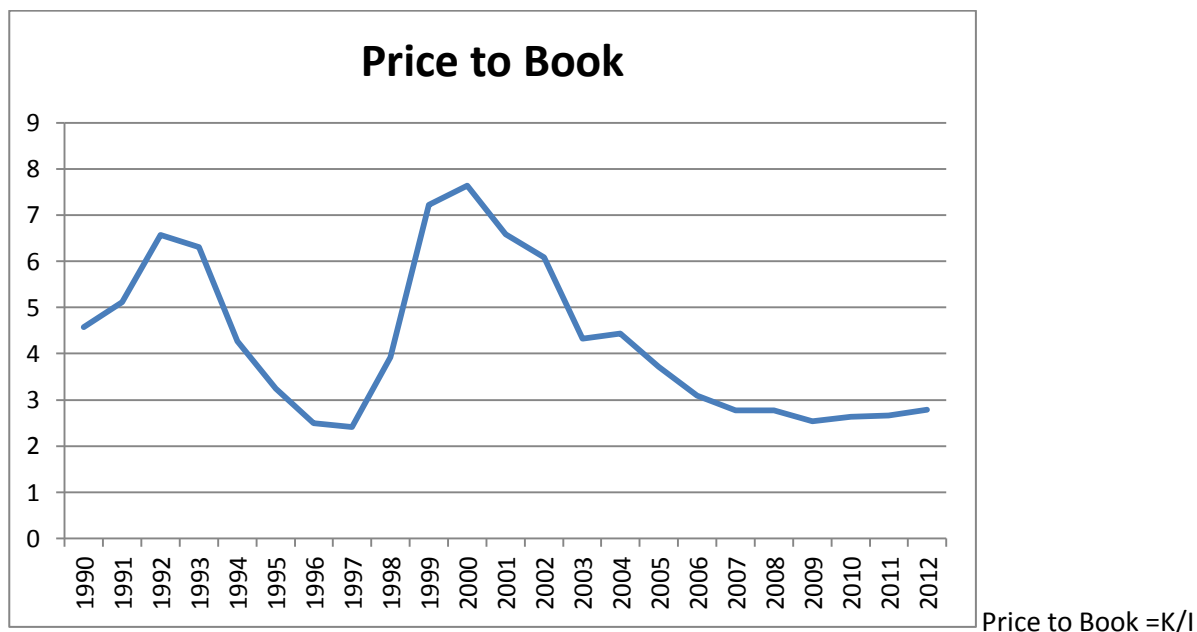
Her fremgår det tydeligt, at aktiekursen har langt større udsving end BVPS, samt at aktiekursen påvirkes mere end virksomhedens drift. Afgørende for investor er altså, hvornår man køber og endnu vigtigere, hvor lang tid man er i aktien.

Ifølge vores princip, så behøver man ikke at bruge sin tid på at vurdere markedet hver dag. Det vigtige er at være fokuseret på selve virksomhedens præstationer, da præstationerne på den lange bane vil afspejle sig i aktiekursen og er den primær driver. Graham fremstiller problematikken således: *“the primary cause of failure is that the investor pay too much attention to what the stock market is doing currently”*. For at tackle

markedspsykologien, har Graham personificeret markedet ved 'Mr. Market'. Mr. Market er det vi betegner som en spekulant – irrationel, med kortsigtede investeringer. Hver dag tilbyder han at købe din virksomhed eller sælge dig en af hans egne. Han har det med at komme med vidt forskellige priser afhængig af, hvilket humør han er i. Den fornemste opgave for dig er at bruge ham som din tjener. Når han kommer med fordelagtige tilbud (eksempelvis en undervurderet aktie) slår du til - om det er køb eller salg af aktien er underordnet.

Et godt tegn på at en aktie er undervurderet, finder man i forskellen mellem kursen og BVPS – betegnet ved K/I værdi. Hvis en aktie har K/I værdi på 1,5, betaler du 1,5 kroner pr. 1 kroners repræsenteret egenkapital. En lav K/I betyder altså mere værdi for pengene. Her skal man dog være opmærksom på, at man ikke køber sig ind i en virksomhed, der i fremtiden vil genere underskud og derved udvande egenkapitalen. Denne artikel har ikke til hensigt at uddybe, hvordan man undgår dette, men ofte skal man bruge sin sunde fornuft og ikke gå efter "the new big thing" men holde sig til stabile virksomheder der historisk set har genereret en stabil indtjening.

For at belyse udviklingen i vurderingen af Wal-Mart har jeg taget K/I de seneste 22 år.



Som det fremgår i 'price to book'- modellen, så har markedet med jævne mellemrum anslået potentialet i Wal-Mart forskelligt. Men refererer man til udviklingen i BVPS udviklingen, så har den været meget konstant - med stabile afkast. Selvom aktiekursen nærmest er all time high, så er prisen for en kroners egenkapital nærmest all time low - Det er i denne situation man skal udnytte Mr. Market og købe value for money! For som der står i overskriften; "*Price is what you pay, value is what you get*".

i

<sup>i</sup> Data stammer fra <http://stock.walmart.com/> Benjamin Graham: The Intelligent Investor. The Essays of Warren Buffett