

I vår artikelserie "Börsprofiler" presenteras i detta nummer världens förmodligen bästa investerare, Warren Buffett. Jonas Bernhardsson berättar om denna levande legend.

Warren Buffett

– investeraren som blivit en



Warren Buffett 1930–

Han är inte populär i akademikerkretsar. Efter snart 50 års oavbrutna framgångar fortsätter Warren Buffett envist med att göra det som börsforskarna länge påstått är en omöjlighet: Han slår index år efter år – och med råge!

Sedan Buffett började sin karriär som investerare 1956 har han förräntat sitt kapital med i genomsnitt 29 procent per år. En investerad tusenlapp har under denna tid ökat till 15 miljoner kronor. Buffett är i dag god för 300 miljarder kronor, en fjärdedel av Sveriges BNP.

Han har tjänat sina pengar på att skilja mellan ett företags pris och dess värde och genom att endast investera långsiktigt i företag han begriper sig på. Och så är han orolig när alla andra är giriga, och girig när alla andra är oroliga.

Warren Buffett föddes den 30 augusti 1930 i Omaha, Nebraska i USA. Pappa Howard var börsmäklare och mamma Leila hemmafru. Redan som liten var Warren fascinerad av siffror och pengar; favoritleksaken vid fem års ålder var en mynträknare. Warren prövade på det mesta för att tjäna pengar, från att plocka och sedan sälja bortslagna bollar på golfbanan till att bära ut tidningar. Han satt framför familjens hus och sålde saft och tuggummi samtidigt som

han läste sin pappas böcker om aktiemarknaden. Han köpte begagnade flipperspel för 35 dollar som han placerade ut i frisersalonger. Efter ett tag hade han sju spel ute och tjänade 50 dollar i veckan. Alla pengar sparades noggrant, och vid elva års ålder gjorde han sin första investering i aktier. Pengarna räckte till tre aktier i företaget Cites Service.

Warren köpte aktierna på kursen 38 dollar, men omedelbart efter köpet började aktien sjunka. En förvånad Warren kunde följa aktiens kraftgång i tidningen han bar ut på morgonen innan han gick till skolan. Han fattade då ett beslut som för alltid skulle beteckna honom som investerare snarare än som spekulerare: I stället för att ta förlusten höll han envist fast vid sin investering i övertygelse om att den var billig. Billig blev dock ännu billigare, och inte förrän vid 27 dollar bottenade aktien. Warren fick sedan följa hur den vände uppåt igen. Vid 40 dollar sålde han, nöjd med att ha fått igen pengarna. Aktien steg därefter på kort tid till 200 dollar. **"Det var min första lektion i tålmod"**, sade han senare som vuxen investerare.

Warren Buffetts jämnåriga kamrater läste sportsidorna – själv bläddrade han bland aktiekurserna. När han gick på gymnasiet investerade han i en begagnad Rolls-Royce för 350 dollar, som han hyrde ut för 35 dollar per dag. En bra affär, förstås, men Warren fick också rykte om sig att vara aktieexpert. Han roade sig då med att berätta för alla, speciellt sina lärare, att han blankade

AT&T, ett "tryggt" företag som nästan alla lärare hade sina pensionspengar i.

Under sitt sista år på universitetet i Nebraska läste Warren klassikern "The Intelligent Investor" av Benjamin Graham. Boken påverkade honom så starkt att han efter sin examen åkte till New York för att studera under Benjamin Graham vid Columbiauniversitetet. Den förhärskande synen på aktiebörsen under 1940-talet var att den var ett lotteri. Det fanns inga värden – om börsen gick upp köpte man och om den gick ned sålde man. Graham föreläste för sina studenter om betydelsen av att förstå ett företags riktiga värde. Denna syn passade Warrens matematiska begåvning.

Enligt Graham skulle en investerare ignorera vad marknaden gjorde på kort sikt och i stället koncentrera sig på vilka värden enskilda företag hade. **"En spekulerare försöker förutse fluktuationer i pris"**, sade han. **"En investerare köper företag till låga priser."** Genom att studera ett företags balansräkning kunde man beräkna substansvärdet, det vill säga skillnaden mellan tillgångarnas marknadsvärde och skulderna. Detta var företagets värde. Sedan gällde det att endast investera i företag vars värde var betryggande högre än aktiekursen. Denna enkla insikt – skillnaden mellan företagets värde och aktiekursen – blev en uppenbarelse för unge Warren och formade hans investeringsfilosofi som professionell investerare.

Efter examen från Columbia återvände Warren Buffett till Omaha för att arbeta i



Bild: Dennis Grundman/PRB

Warren Buffett har tjänat sina pengar på att skilja mellan ett företags pris och dess värde och genom att endast investera långsiktigt i företag han begriper sig på.

levande legend

sin fars mäklarfirma. Lite senare startade han Buffett Associates Ltd. och lyckades få Edwin Davis, en förmögen läkare, att investera 100 000 dollar. Villkoren var tämligen hårda. Buffett Associates Ltd. var öppet för affärer bara en enda dag varje år, och Davis och andra framtida delägare kunde då sätta in mer pengar eller ta ut. Övriga 364 dagar skulle Buffett driva företaget efter eget huvud.

Delägarna fick hela avkastningen upp till 6 procent. Avkastningen däröver disponerades så att 75 procent gick till delägarna och 25 procent till Buffett. Inga andra avgifter skulle tas ut. Buffetts självförtroende och envishet gjorde att han fick ihop 500 000 dollar. Hans egen insats var 100 dollar. Året var 1956 och Buffett lovade sina delägare att **"våra investeringar kommer att väljas efter värde, inte efter popularitet"**.

De följande åren drev Buffett företaget enligt Grahams principer om skillnaden mellan pris och värde. Under en femårsperiod lyckades Buffett få en total värdeökning på 251 procent, jämfört med Dow Jones 74 procent. Han började få uppmärksamhet. Åren mellan 1956 och 1969 åstadkom Buffett en årlig avkastning på i genomsnitt 30 procent. Trots att Dow Jones industriindex slutade på minus efter fem av dessa tretton år hade Buffett inte ett enda förlustår.

1969 bestämde sig Buffett för att avveckla sitt företag. Han tyckte att aktiemarknaden var alltför spekulativ och hittade inga företag enligt den investeringsfilosofi han

trodde på. I slutet av 1960-talet dominerades börsen av övervärderade tillväxtföretag. Företag som IBM, Polaroid och Xerox handlades till 50–100 gånger årsvinsten. Buffett skrev i ett brev till sina delägare att han var i otakt med tiden. Alla delägare fick ut sin del av vinsten. Buffetts del var 25 miljoner dollar. Hans 100 dollar hade alltså blivit 25 miljoner på tretton år. Pengarna investerades i Berkshire Hathaway.

Berkshire Hathaway – företaget som de flesta förknippar med Warren Buffett – var från början ett textilföretag i nordöstra USA med anor från 1889. När Buffett Associates Ltd. köpte in sig 1965 omsatte företaget 600 miljoner dollar. Aktiekursen motsvarade halva det egna kapitalet – ett klipp enligt Graham, alltså. Företaget hade dålig lönsamhet, och Buffett tog över med ambitionen att vända det. Efter flera misslyckanden under 1970-talet med att få upp lönsamheten tvingades Buffett till slut 1985 att lägga ned verksamheten. **"Tid är det lönsamma företagets vän och det mediokra företagets fiende"**, skrev han i Berkshire Hathaways årsredovisning. En hundraårig industriepok tog därmed slut.

För pengarna som fanns kvar köpte Buffett 1967 två försäkringsbolag för att komma åt deras starka kassaflöde. Detta var början på en rad framgångar, som senare skulle komma Peter Lynch, tidigare legendarisk chef för fondjätten Fidelity, att kalla Warren Buffett för "världshistoriens skickligaste investerare". Buffett fortsatte att investera i en minst sagt diversifierad portfölj.

Han köpte ett förlag som gav ut uppslagsverk, en dagstidning, ett godisföretag, en möbelaffär, en juvelerare, en dammsugarfabrik och ett företag som tillverkade uniformer. Han använde samma synsätt för värdering när han köpte hela företag som när han investerade i enskilda aktier.

Några av de investeringar som Buffett gjorde efter Grahams tankar, att köpa företag som värderades under sitt substansvärde, gick dock snett – precis som textilverksamheten i Berkshire Hathaway. Buffett insåg att orsaken till att vissa företag var lågt värderade helt enkelt var att de var olönsamma. Han började inse begränsningarna i Grahams tankar: Ett företag kan ha fler värden än de som är synliga i balansräkningen. I ett tal på Columbiauniversitetet 1984 berättade Buffett att många olika investeringsstrategier har utvecklats från Grahams ursprungliga tankar. Men det alla har gemensamt är att de söker efter placeringar med en skillnad mellan värde och pris.

I slutet av 1960-talet kom Buffett i kontakt med Philip Fisher, som hade utvecklat Grahams idéer. Enligt Fisher fanns det värden i framtida vinster och dolda övervärden som goodwill. Samtidigt började Buffett arbeta med den kontroversielle Harvardadvokaten Charlie Munger, som också ansåg att Grahams tankar var ofullständiga. Munger var full av åsikter och ökad för sin arrogans. Hans vanligaste kommentar var **"Jag har rätt, och du är tillräckligt smart för att komma på det förr eller senare"**. Även Munger påstod att ett företags stora värde

”Om Alan Greenspan skulle viska till mig vad han skulle göra de två närmaste åren skulle det inte ändra på mina placeringar ett dugg.”

finns i dess framtida vinster och att det dessutom är viktigt att utvärdera ledningens möjligheter att skapa dessa vinster. Buffett blev influerad av Fishers och Mungers tankar.

”Han satte fingret på mitt problem när han sade att problemet inte ligger så mycket i att närma sig de nya idéerna som i att släppa de gamla”, sade han. ”Det tog mig extra lång tid att släppa de gamla idéerna då de hade varit – och är – så extremt värdefulla.” Buffett insåg till slut att värdeskapande är en pågående process som även kan finnas hos företag utan stora värden i balansräkningen.

Warren Buffett har aldrig skrivit en egen bok om sin investeringsfilosofi. I stället fyller årsredovisningarna från Berkshire Hathaway den funktionen. Hans investeringsstrategi är dock tämligen enkel att beskriva och dessutom lätt att ta efter. I grund och botten är det en köp-och-behåll-strategi. Buffett räknar ut företagets värde och jämför sedan med aktiekursen. Är värdet betryggande högre än kursen köper han. Han ser alltid sina investeringar som att han köper ett företag, inte en aktie.

Tre frågor är centrala: Är företagets affärsidé och affärsmodell enkel och begriplig? Har företaget en lång och lönsam bakgrund? Ser företagets långsiktiga framtidsutsikter bra ut? Svaret måste vara ja på samtliga tre frågor. Buffett undviker sedan helt och hållet företag och branscher han inte begriper sig på. Teknikföretag lyser helt med sin frånvaro i hans aktieportfölj. Buffett tittar mer på avkastning på eget kapital än på vinst per aktie. Han letar efter företag med höga vinstmarginaler och ledningar som inte slösar med aktieägarnas pengar. Optioner kallar han för finansiella massförstörelsevapen.

Teknisk analys? Glöm det!

Lästips

- **The Warren Buffett Way – Investment Strategies of the World's Greatest Investor**, av Robert G. Hagstrom Jr.

- **The Story of Warren Buffett – of Permanent Value**, av Andrew Kilpatrick.

- **Buffett: The Making of an American Capitalist**, av Roger Lowenstein.



När Buffett räknar värde utgår han ifrån kassaflödesmodellen, som beräknar ett företags värde som samtliga kassaflöden under dess livstid, diskonterade till ett nuvärde efter en viss räntesats. Eftersom osäkerheten i företagets framtida vinster är så stor tittar Buffett enbart på stabila företag med låg risk. Räntan han använder är, förvånande nog, räntan på den långfristiga amerikanska 30-åriga obligationen. En så lång ränta är närmast att betrakta som riskfri, men Buffett försvarar sig med att säga att de företag han räknar på har mycket låg risk. ”Jag lägger stor vikt vid trygghet”, säger han. ”Risk kommer från att inte veta vad man sysslar med.”

Låt oss ta Buffetts investering i Coca-Cola som exempel. Under 1988 började Buffett att investera i företaget, något som förvånade många. Men Coca-Colas affärsmodell är enkel och begriplig, företaget har en lönsam historia, höga vinstmarginaler och bra framtidsutsikter. Dessutom hade ledningen bytts ut under 1980-talet. Vinstmarginalen låg 1988 på 19 procent och avkastningen på eget kapital på 20 procent. Marknaden betraktade Coca-Cola som ett moget företag och värderade det till 15 gånger årsvinsten och 5 gånger substansvärdet.

Buffett räknade först på ett annat sätt. Nettokassaflödet för 1988 var 828 miljoner dollar. Den 30-åriga obligationen hade 1988 en ränta på 9 procent. När Buffett diskonterade 828 miljoner dollar med 9 procent fick han ett värde på 9,2 miljarder dollar. Börsen värderade dock Coca-Cola ännu högre, till 14,8 miljarder dollar.

Buffett upptäckte då att Coca-Cola mellan 1981 och 1988 ökade vinsten med 18 procent per år i genomsnitt. Han antog att Coca-Cola skulle kunna växa med 15 procent per år de tio närmaste åren och där efter med endast 5 procent. Med detta antagande fick han fram ett värde på 48 miljarder dollar. Med ett försiktigt antagande om endast 5 procent tillväxt fick han fram värdet 21 miljarder dollar. Skillnaden mellan priset på Coca-Cola och de framräknade värdena innebar alltså en säkerhetsmarginal på mellan 25 och 70 procent.

Buffett började köpa 1988. Med samma sätt att tänka har han även köpt in sig i Gillette, Walt Disney, Guinness och American Express. Samtliga dessa företag är enkla och begripliga, har lång historia, höga mar-



2003 utsågs Warren Buffett till den mest framgångsrike affärsmannen av tidningen Fortune. Tvåa kom Bill Gates.

ginaler och god lönsamhet samt bra framtidsutsikter.

Av samma skäl valde Buffett att inte investera i IT-företag i slutet av 1990-talet. Efter 1999, då IT-bubblan var som hårdast uppumpad, bad han aktieägarna i Berkshire Hathaway om ursäkt för årets utveckling. Han hade missat IT-uppgången. Tre månader senare, i mars 2000, sprack bubblan, och ordningen var återställd. Buffett hade haft rätt om börsens övervärdering.

Det är lättare att beskriva Buffetts investeringsfilosofi än att beskriva Warren Buffett själv. Intellectuellt beskrivs han ofta som ett geni, men i sina relationer med andra är han känd för att vara jordnära och okomplicerad. Hans enkla levnadsvanor är legendariska. Favoritmåltiden är fortfarande stek och Coca-Cola med körsbärsmak, och han bor kvar i den enkla villa i Omaha som han köpte på 1960-talet.

Trots sofistikerade analyser och avancerade datorprogram med mera är det människor som gör en marknad, anser Warren Buffett. Och eftersom känslor är starkare än logik är det i stället drivkrafter som girighet och rädsla som driver aktiekurser över och under företags riktiga värden. ”Jag skulle ha varit ruinerad ett flertal gånger om marknaden vore effektiv”, skriver han i Berkshire Hathaways årsredovisning.



Jonas Bernhardtsson

Skribenten arbetar med ledarskapsutbildningar i ekonomi och affärsmanuskap. Han är författare till Trädguiden, som finns i Aktiespararnas bokhandel. Du kan nå honom genom www.tradingguiden.com.