

Köp, vänta och se

ett väl beprövat framgångskoncept

Hur skaffar man sig en strategi för ett framgångsrikt aktiesparande? I det femte och sista avsnittet av vår analyskola berättar Jonas Bernhardsson bland annat om den legendariske aktieinvesteraren Warren Buffetts syn på en enkel placeringsstrategi.

Kursplan

- Del 1: Detta är fundamental analys
- Del 2: Företagets lägsta värde
- Del 3: Det berömda p/e-talet
- Del 4: Värdet av framtida vinster
- Del 5: Bakom siffrorna



Är det svårt att använda fundamental analys?

Efter en grundlig genomgång av de analysmodeller och formler som utgör stommen i den fundamentala analysen kan man lätt få intryck av att det handlar väldigt mycket om siffror och matematik och tämligen lite om företagets egentliga verksamhet. Ingenting kan dock vara mer felaktigt.

Bortser vi från Gordons formel och diskonterade framtida kassaflöden (som beskrevs i förra numret) och liknande matematiska övningar är beräkningarna väldigt enkla. Att räkna ut p/e-tal, direktavkastning och kurs/substans går betydligt snabbare än att beräkna till exempel RSI, stochastics eller 200-dagars glidande medelvärde i den tekniska analysen.

Det stora arbetet i fundamental analys ligger snarare i att få fram siffrorna. Att bedöma exempelvis tillväxttakt, vinstmarginaler, framtida vinster och marknadsvärdet på tillgångarna i balansräkningen är en utmaning som kräver en hel del ansträngningar. Men resten är en enkel övning med miniräknare eller Excel.

Hur får vi tag på siffrorna i den fundamentala analysen? Den första källan vi använder oss av är företagen själva: väldigt mycket information går att hämta från årsredovisningar, kvartalsrapporter, kommunikéer, pressmeddelanden och bolagsstämmor. Ytterligare information finns ofta på företagets hemsidor, som bland annat rymmer många historiska siffror. Det är ett måste för att man ska kunna bedöma trovärdigheten i framtida prognoser.

För att beräkna substansvärde behövs balansräkningen. För att beräkna p/e-tal behöver vi ha tag på resultaträkningen. Nästan alltid är dock dessa beräkningar redan gjorda och finns tillgängliga, och allt vi behöver bemöda oss om är att leta reda på dem.

Sammanfattningsvis rymmer fundamentalt analys följande modeller:

- Substansvärdering
- P/e-talsvärdering
- Gordons tillväxtmodell
- Kassaflödesvärdering
- Relativvärdering
- Direktavkastning

Relativvärdering och direktavkastning har inte diskuterats här tidigare, så ett par ord om dessa är på sin plats. Relativvärdering går ut på att man jämför nyckeltal för det företag man försöker värdera med andra liknande företag. Grundtanken är att företag som liknar varandra ska ha samma värdering.

Direktavkastning definieras som utdelning dividerad med aktiekurs. En aktie med kursen 100 kronor och utdelningen 5 kronor får en direktavkastning på $5/100 = 5$ procent. Denna modell antar eviga utdelningar. Direktavkastningen jämför vi sedan med alternativa räntor, till exempel marknadsräntan. Ett stabilt företag med en direktavkastning på 5–10 procent är en placering med låg risk om utdelningen antas vara oförändrad eller växa.

Grundstrategin i fundamental analys är enkel och går att sammanfatta i tre steg:

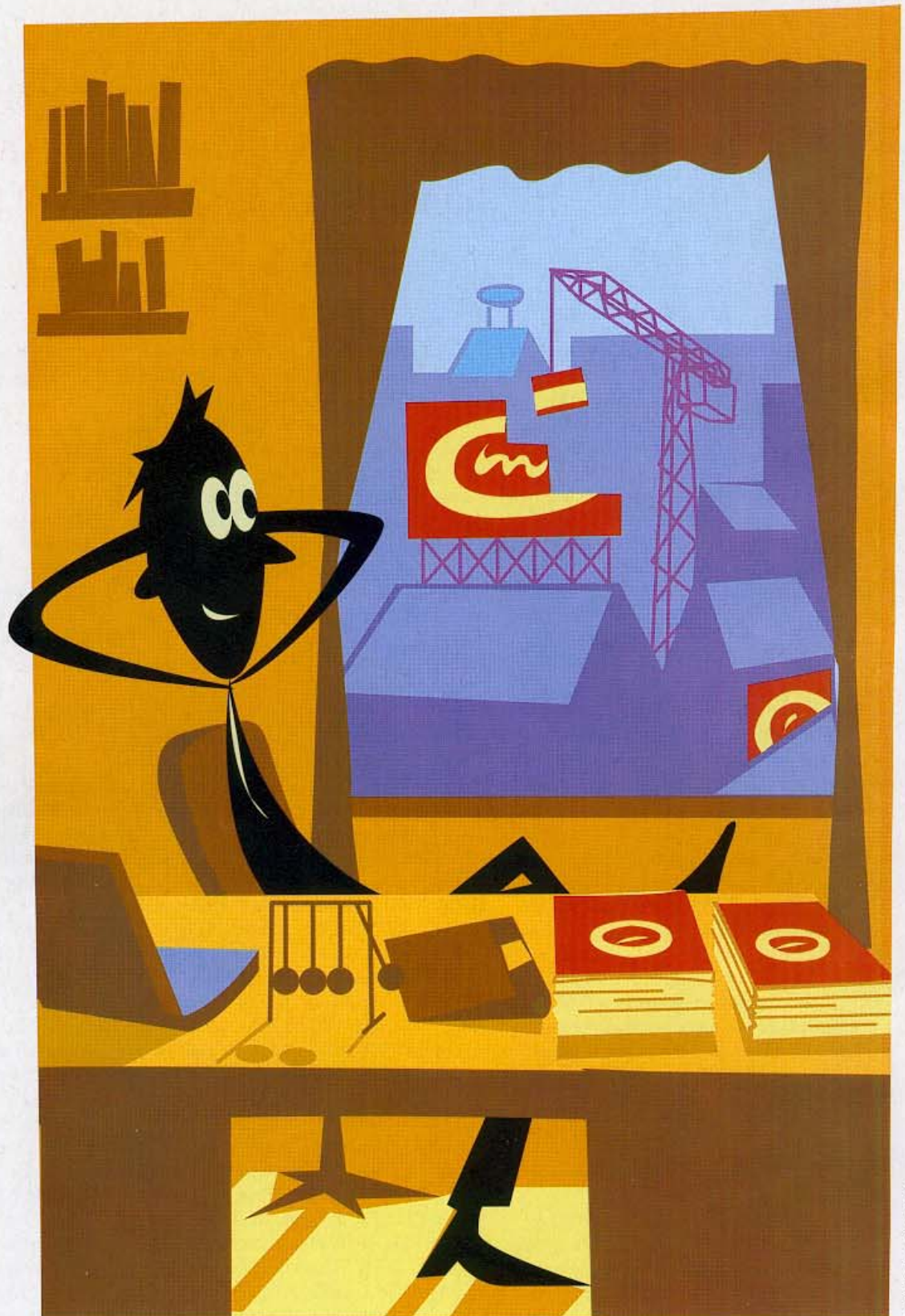
Steg 1: Räkna ut ett rimligt värde på företaget.

Steg 2: Om priset (aktiekursen) är lägre än detta värde – köp.

Steg 3: När kursen är högre än detta värde – sälj.

Med andra ord: köp undervärderade företag och invänta marknadens korrigerings. Köp, vänta och se! Warren Buffett är en av många som talar sig varm för denna typ av enkel syn på aktieinvesteringar. I en övervärderad marknad gäller samma resonemang, fast då omvänt med blankning.

Egentligen är steg 1 i den fundamentala analysen det enda som bjuder på svårigheter. Steg 2 och 3 kräver disciplin för att följa. Det krävs mod för att köpa ett undervärderat företag i en negativ marknad, liksom det är svårt att inte gripas av girighet och sitta kvar för länge med ett övervärderat företag i en positiv marknad. Investera-



rens största hot och fiende är som bekant oftast han eller hon själv. Nästan alla stora investerare betonar därför betydelsen av självkännedom och känslomässig disciplin i investeringsbesluten.

Låt oss konkretisera den fundamentala analysen ytterligare och ställa upp några enkla kriterier för en djärv investerare samt för en mer försiktig investerare. Kriterierna är förenklade men fungerar utmärkt som rättesnöre.

Sju kriterier för den försiktiga investeraren:

1. Storleken. Ju mindre företag, desto större risk. Företagets omsättning bör inte understiga 500 miljoner kronor.

2. Bra balansräkning. Eget kapital bör vara runt en tredjedel av totala tillgångar (soliditet), och kassan, inklusive omsättningstillgångar, bör vara dubbelt så stor som kortfristiga skulder (likviditet).

3. Stabila vinster de tio senaste åren, helst under längre tid.

4. Utdelningshistorik de tio senaste åren.

5. Helst tillväxt i vinster.

6. Rimligt p/e-tal (inte över 15).

7. Rimlig substansvärdering (kurs/substans inte mer än 150 procent).

Det allmänna rådet är att undvika att för-

söka pricka in botten för en viss aktie eller för marknaden som helhet. Prioritera i stället diversifiering, alltså att minska risken i portföljen genom att investera i bolag med olika typer av verksamhet.

Köp undervärderade företag och invänta marknadens korrigerig. Warren Buffett är en av många som talar sig varm för denna typ av enkel syn på aktieinvesteringar. I en övervärderad marknad gäller det omvända resonemanget, med blankning i stället för köp.

På lång sikt är sambandet mellan vad som sker i företaget och vad som händer med dess aktie 100 procent.

– Peter Lynch

Fem kriterier för den djärva investeraren:

1. Bra balansräkning. Eget kapital bör vara runt en tredjedel av totala tillgångar (soliditet), och kassan, inklusive omsättningstillgångar, bör vara dubbelt så stor som kortfristiga skulder (likviditet).
2. Inga förluster de fem senaste åren.
3. Utdelning sker, eller har skett.
4. Tillväxt i vinster.
5. Rimligt p/e-tal i förhållande till tillväxt (se p/e-talstabellen i tredje avsnittet av Analysskolan).

Kriterierna för den djärva investeraren påminner om dem som den försiktiga investeraren följer, men de är inte lika stränga eller specifika. Den djärva investeraren kan tillåta sig att investera i bolag med höga p/e-tal och hög substansvärdering. Ett framgångsrikt tillväxtföretag hittar man till exempel aldrig vid ett så lågt p/e-tal som 10–15. Likadant är det med företag i en vändningssituation, som till exempel S-E-Banken, Trygg-Hansa och Handelsbanken under den svenska bankkrisen 1992.

Den skickliga investeraren har även lärt sig skillnaden mellan marknadens långsiktiga effektivitet och marknadens kortsiktiga irrationalitet. Den sluga investeraren vet att pris och värde är två skilda saker. Företagets aktiekurs behöver inte ha något som helst att göra med dess värde. Marknaden är stundtals mycket irrationell och kan överreagera under flera år i form av bubbler och krascher.

Så har vi då gjort en grundlig genomgång av olika modeller inom den fundamentala analysen. Låt oss nu som avslutning försöka göra en värdering av ett svenskt företag. Som exempel väljer jag Hennes & Mauritz (H&M). I årsredovisningen letar vi upp bokslutet och ser att H&M omsatte drygt 50 miljarder kronor 2002 (inräknat moms), eller närmare bestämt 53 331 miljoner kronor. Det var en ökning med 15 procent jämfört med året före. Nettoresultatet blev 5 686 miljoner kronor. Det motsvarar en ökning med hela 51 procent jämfört med 2001. Både bruttomarginal och rörelsemarginal ökade.

Vidare kan vi se att H&M har ett starkt positivt kassaflöde och en bra likviditet, med över 13 miljarder kronor i kassan. Det är lite ovanligt för ett tillväxtföretag. Lönsamheten är mycket bra, med en avkastning på eget kapital på 33 procent. Dessutom är balansräkningen urstark, med en soliditet (eget kapital i förhållande till totalt kapital) på hela 75 procent – det vill säga endast en fjärdedel av balansräkningens totala tillgångar är finansierade med lån. Den finansiella risken för Hennes & Mauritz får alltså betraktas som mycket låg.

I nästa steg översätter vi siffrorna för hela H&M-koncernen till siffror för en H&M-aktie. Det gör vi enkelt genom att dividera siffrorna med antalet utestående aktier. Ofta är beräkningen redan gjord i årsredovisningen. I H&M:s fall ser vi att vinsten per aktie för 2002 blev 6,87 kronor, och för 2001 var den 4,61 kronor.

Bara genom att titta på de senaste årens vinstutveckling kan vi snabbt konstatera att H&M är ett tillväxtföretag. Under åren 1998 till 2002 ökade vinsten med i genomsnitt 25 procent per år. Men nu börjar det svåra i analysen. Nu ska vi nämligen försöka göra en uppskattning av hur mycket H&M kan växa de närmaste åren för att bestämma vilket p/e-tal som är rimligt att värdera H&M-aktien efter.

Först och främst gör vi en prognos för innevarande års vinst per aktie. Om vinsttillväxten på 25 procent fortsätter även under 2003 innebär det ett resultat per aktie på 8,63 kronor. En noggran analytiker jämför här med andra förvaltares och analytikers prognoser. I H&M:s fall ligger prognoserna på mellan ungefär 8 och 9 kronor. Låt oss ta ett genomsnitt och anta att H&M kommer att tjäna 8,50 kronor i nettovinst per aktie för 2003.

Sedan tittar vi in i p/e-talstabellen i avsnitt 3 och letar i raden för avkastningskravet 10 procent (vilket är rimligt, eller till och med lite för högt, med tanke på de låga marknadsräntorna). Där hittar vi p/e-tal mellan 8 och 48 beroende på tillväxttakt. Tabellen antar en livslängd på 15 år och bortser helt ifrån substansvärde.

Följaktligen måste vi nu brottas med uppgiften att uppskatta hur mycket H&M kommer att växa per år de 15 närmaste åren. Det är onekligen ingen lätt uppgift. Antar vi en tillväxt på 0 procent får vi ett p/e-tal på 8. Med prognosen för 2003 på 8,50 kronor per aktie ger det en rikt Kurs på 68 kronor. Tror vi att vinsttillväxten på 25 procent kan upprepas de kommande 15 åren får vi ett p/e-tal på 48 och en rikt Kurs på hela 408 kronor.

För att försöka bedöma hur H&M:s resultat utvecklas i framtiden måste vi försöka hitta vad det är som driver företagets lönsamhet. Nyckeln till det ligger i affärsidén och hur företaget har lyckats historiskt. Man behöver inte vara analytiker för att upptäcka att Hennes & Mauritz säljer kläder till pris och kvalitet som gjort företagets butiker oerhört populära hos en yngre, modemedveten generation. Under hela 1980-talet vände vi oss vid att se H&M:s butiker dyka upp på bästa läge i varje svensk stad. Sedan vände vi oss vid att se H&M-skylden i Tyskland, Frankrike, Italien och även på berömda Femte Avenyn i New York.

H&M:s affärsidé är både elegant och robust i all sin enkelhet: "Mode och kvalitet till bästa pris". Denna affärsidé tillsammans med ett skickligt genomförande har gjort att Hennes & Mauritz har en period med 20 års fantastisk tillväxt. Mellan 1984 och 2002 växte H&M:s vinst med i genomsnitt ungefär 20 procent per år. Endast för två år under denna tid var vinsten inte större än det föregående året.

Hur mycket kan då H&M växa framöver? I årsredovisningen kan vi läsa att introduktionen i USA har varit framgångsrik. Dessutom fortsätter företaget att växa på befintliga marknader i Europa. Sammanlagt finns H&M nu i 13 europeiska länder samt i USA. Inte i ett enda land har försäljningen minskat eller stagnerat. Ett uttalat mål enligt årsredovisningen är att öppna 10–15 procent fler butiker varje år. Bara under 2003 planerar företaget att öppna 110 nya butiker. Andra saker som påverkar H&M:s resultat är bland annat

valutaförändringar. En svagare USA-dollar ger positiv effekt för H&M, eftersom inköpen görs just i dollar.

Låt oss leka med tanken att H&M klarar av att växa med 20 procent de 15 närmaste åren. Det ger ett p/e-tal på 32 och en riktkurs på 272 kronor. Justerar vi ned tillväxttakten till 15 procent får vi ett p/e-tal på 22 och en riktkurs på 187 kronor.

Intervallet blir alltså ganska stort: en fundamentalt motiverad aktiekurs för H&M enligt förutsättningarna ovan ligger på mellan 187 och 272 kronor. Jämför vi med vad marknaden värderar H&M till under försommaren 2003 ligger det i närheten av det understa talet. Vi ska heller inte glömma att analysen är förenklad, med antagande om jämn tillväxttakt, inget substansvärde och en begränsad livslängd på 15 år. Förlänger vi livslängden justeras värderingen upp betydligt.

Den investerare som tror att H&M fortsätter att växa framgångsrikt i både USA och Europa med nuvarande lönsamhet har alltså uppenbarligen hittat en aktie som kan köpas under sitt motiverade värde. Tror vi på 272 kronor som riktkurs innebär det en

omedelbar potential på knappt 100 kronor i uppvärdering och därefter en tillväxt på 10 procent per år enligt avkastningskravet.

Att förstå ett företags möjlighet till lönsamhet är följaktligen en mycket viktig aspekt för att kunna förutspå aktiens kursutveckling. Vi måste titta på företagets affärsidé och historia för att hitta värde drivare: marknadsutveckling, försäljnings-tillväxt, vinstmarginaler och så vidare.

Warren Buffett har målmedvetet under hela sin karriär arbetat med fundamental analys och några mycket enkla gyllene investeraregler. De kan sammanfattas så här:

- Satsa på bolag med begriplig affärsidé och konjunkturokänslig verksamhet.
- Ledningen ska vara rationell, aktieägarvänlig och självständig.
- Granska nyckeltal som vinstmarginal, lönsamhet och soliditet.
- Räkna fram ett värde på bolaget och utnyttja svackor för att köpa aktien långt under den kurs du anser vara rimlig.

Fundamental analys kan faktiskt sammanfattas så här enkelt: köp bra företag som är lågt värderade. Ett bra företag är nämligen ofta en bra investering. Men det

gäller att se upp: ett bra företag som är övervärderat kan vara en dålig investering.

Att lyckas med sina aktieinvesteringar kräver alltså inte en onormalt hög intelligenskvot. Inte heller krävs unika affärskunskaper eller exklusiv information. Det som behövs är en smula sunt förnuft, ett bra omdöme, lite beslutsförmåga samt förmågan att inte låta ens känsloliv påverka besluten alltför mycket. Dessa fem artiklar i Aktiespararens analyskola har gett dig tillräcklig kunskapsgrund. Nu beror det på dig själv om du vill fortsätta att utveckla dina kunskaper samt börja leta efter företag och arbeta med analyserna.

Lycka till!



Jonas Bernhardsson
Skribenten arbetar som chefsutvecklare. Han är författare till bland annat *Tradingguiden*, som finns i *Aktiespararnas bokhandel*. Läs gärna mer på www.tradingguiden.com.

HOLMEN

Delårsrapport januari – mars 2003

- Koncernens resultat efter finansiella poster för januari-mars blev 581 (januari-mars 2002: 705) Mkr. Holmen Papers rörelseresultat minskade med 284 Mkr, medan Iggesund Paperboards rörelseresultat ökade med 88 Mkr.

Jämfört med fjärde kvartalet 2002 minskade resultatet med 30 Mkr. Holmen Papers resultat minskade med 151 Mkr, medan resultaten för Iggesund Paperboard och Holmen Kraft ökade med 64 respektive 110 Mkr.

- Resultatet efter skatt blev 389 (499) Mkr, vilket motsvarar en vinst per aktie om 4,86 (6,20) kronor. Avkastningen på eget kapital var 10,3 (14,4) procent.
- Marknadsläget för tidnings- och journalpapper var svagt under första kvartalet men har stabiliserats. Holmen Papers produktion har fortsatt att begränsas. Priserna minskade i genomsnitt med cirka tio procent jämfört med föregående kvartal.

För kartong var marknadsläget stabilt under kvartalet med fortsatt stark efterfrågan utanför Västeuropa. Iggesund Paperboards leveranser ökade och kapacitetsutnyttjandet var högt. Priserna var stabila efter de höjningar som genomfördes under fjärde kvartalet.

Den kompletta delårsrapporten publiceras i koncernens tidning *Holmen Business Report*.

Rapporten kan beställas hos koncernstab Information på tel 08-666 21 00

och återfinns också på koncernens hemsida

www.holmen.com