

# Value traps

## - når fælden klapper i

Et kursfald på 50 procent kan virke meget tillukkende, men bør ikke forveksles med en rabat på 50 procent. Også på aktiemarkedet går kvalitet aldrig af mode. Bliv klogere på fælder og muligheder ved value investering.

Det er efterhånden en velkendt kliché, at value investorer køber det aktiemarked ikke finder attraktivt - det, der i øjeblikket er out-off-favour (upopulære) - for en »slik«. Det er korrekt, at man som value investor, ved at gå mod strømmen og undgå flokmentaliteten, kan profitere fra humørsvingningerne på aktiemarkedet. Disse går fra grådighed;

drevet af stærk selvtilid og overoptimisme til frygt, panik og til slut resignation.

Men blot at købe det, der er faldet meget, er ikke en helt ufarlig strategi. »Contrarian« (modsat) er en vigtig disciplin til at undgå at blive fanget i aktiemarkedets momentum, men man skal ikke være »contrarian« for enhver pris. Til illustration kunne man ved indgangen til dette år f.eks. købe Nokia aktien til blot kurs 3,8 (EURO) efter en halvering i 2011. Det kunne ligne et røverkøb, men indtil videre har det ikke været nogen speciel god investering. Der hersker fortsat stor usikkerhed om hvorvidt Nokia får succes med revitalisering af mobilforretningen, og om de kan gøre et stærkt come-back på markedet for smartphones. Denne usikkerhed har i årets første 6 måneder presset aktien yderligere 58% ned, og Nokia handles nu til kurs 1,62 (29/6) svarende til en samlet markedsværdi på EURO 6.067 mio. Det er i øjeblikket vanskeligt at prisfastsætte Nokia, og investering i aktien har derfor mere karakter af en option (lotteriseddel).

Aktiemarkedet er en mægtig modstander og fungerer en stor del af tiden yderst effektivt. Tit og ofte er der en god og vægtig grund til, at en aktie er faldet meget. Et kursfald på 50% kan virke meget tillukkende, men bør ikke forveksles med en rabat på 50%! Hvis man skal

>>

» tjene penge på »Mr. Market's« kursudsving, skal man objektivt forsøge at fastsætte den reelle fundamentale værdi (Fair Value) af en virksomhed baseret på en realistisk indtjening, og kun købe, når aktien kan erhverves til en betydelig rabat i forhold til Fair Value.

### Disciplin og analyse

Investeringsmæssig succes kræver en disciplineret investeringsproces og en grundig og konservativ fundamentalanalyse. At eje aktier betyder, at man er medejer af en virksomhed. Det er vigtigt at forstå den virksomhed, man er medejer af. Om en aktie er billig eller ej kan kun afgøres, når man har analyseret og kender den indbyggede risiko i virksomhedens forretningsmodel. Erfaring viser, at de bedste forudsætninger for et solidt langsigtet afkast fra aktieinvesteringer er tæt forbundet med Warren Buffetts mantra om, at man for alt i verden skal undgå fejltagelser, dvs. at miste kapital.

De fleste investorer vil kunne nikke genkendende til - om end det kan være smertefuldt - at hvis de fik muligheden for at fjerne de 2-3 værste investeringer fra den samlede portefølje, så ville afkastet faktisk have været fantastisk. Der er en gylden investeringsregel; Don't catch falling knives! Som value investor siger vi; grib ikke faldende knive, medmindre du har dyb indsigt og forståelse for virksomhedens indtjeningskraft.

Få dårlige investeringer kan ødelægge afkastet fra en ellers stærk og diversificeret aktieportefølje. Det handler om at træffe de færreste dårlige valg. Aktiemarkedet er et sandt minefelt og der er spredt meget narreguld rundt omkring i markedet, og det er bestemt ikke alt der glimter, der er guld.

### Begrebet value trap

Fælder (traps) er usynlige og ofte udstyret med et lokkemiddel, der skal tiltrække »byttestet«, uden at det fatter mistanke om faren og risici. Value traps optræder i mange former, men med det fællestræk, at de typisk har under-performeret for nyligt og nu umiddelbart fremstår som billige på gængse nøg-

letal, hvilket er lige det lokkemiddel, der får sultne value investorer til at bide på krogen. Value traps, opstår, når den attraktive prisfastsættelse viser sig blot at være et fatamorgana, og aktien fortsætter med at falde for at ende som et mareridt for value investorerne og en gevinst for short sellers (dem som spekulerer i at aktien skal falde). Aktiemarkedet havde ret og virksomhedens værdi var reelt lavere end antaget, fordi virksomhedens indtjeningskraft er forringet mere end antaget. Resultatet er, at man har overbetalt for virksomhedens sande indtjeningspotentiale.

## SOM VALUE INVESTOR SIGER VI; GRIB IKKE FALDENDE KNIVE...

Det er væsentligt at skelne mellem, hvorvidt den lavere indtjening er cyklisk eller strukturelt betinget. Hvis virksomheden er inden for en cyklisk branche, og afsætningen derfor er tæt forbundet med den generelle økonomiske udvikling, så vil det kunne forventes, at efterspørgslen og indtjeningen igen vil stige, når den økonomiske vækst atter vender tilbage. Faldet i indtjeningen var derfor kun af midlertidigt karakter. Cykliske aktier kan forekomme billige på toppen af konjunkturforløbet, idet den høje profitabilitet og indtjening fejlagtigt forudsættes at fortsætte ud i fremtiden.

Som mennesker er vi desværre udstyret med en uheldig tendens til at anvende »linealen« som prognose- og analyseredskab, selvom verden er mere konjunkturfølsom og svingende, end vi egentlig bryder os om. Under højkonjunktur er vi blevet forvænt med høje vækstrater for de mere konjunkturfølsomme virksomheder, og disse aktier kan fejlagtigt risikere at blive kategoriseret og prisfastsat som sande vækstvirksomheder. For at undgå at blive fanget i en cyklisk value trap, så bør investering i mere konjunkturfølsomme virksomheder principielt baseres på en gennemsnitlig indtjening over et fuldt konjunkturforløb med økonomisk op- og nedtur.

Denne fremgangsmåde sikrer en mere realistisk og konservativ Fair Value, og forhindrer, at overoptimisme tager overhånd, og at man ikke bliver taget på »sengen« af et uventet fald i den økonomiske vækst. Anderledes alvorligt og fatalt er det, når faldet i indtjeningsevnen er strukturelt betinget og drevet af fundamentale ændringer, hvor virksomhedens konkurrencemæssige position er truet og konkurrenter stille og roligt æder sig ind på virksomhedens marked. Virksomhedens produkter kan være forældede og substitueret med andre nye og bedre produkter, eller virksomheden har ikke længere en konkurrencedygtig omkostningsstruktur. Hvis ikke virksomheden formår at svare igen på konkurrencen, kan det føre til et permanent fald i indtjeningen, og i værste fald kan hele virksomhedens indtjeningsgrundlag forsvinde og værdien af virksomhed vil derfor gå mod nul.

### Value investering

I princippet er der tre udfaldsmuligheder for en value investering. Den første og ideelle er når aktiemarkedet indser, at frygten har taget overhånd, og at virksomhedens indtjeningsevne har været alt for lavt prisfastsat. Aktiemarkedet vil i erkendelse heraf gradvist begynde at presse aktiekursen tættere på Fair Value. Tager optimisme overhånd og stryger aktien forbi Fair Value, vil det udløse et salg fra value investorer. Man kan læne sig tilbage og bogføre en realiseret kursgevinst, og begynde jagten på en ny billig aktie. Et andet muligt udfald er, at aktien aldrig fuldt ud når Fair Value. Dog behøver det ikke at være nogen katastrofe, hvis virksomheden »tøffer« stille og roligt derudaf og vækster indtjeningen og samtidig udbetaler en attraktiv dividende. Sådanne aktier er også attraktive investeringer, fordi en smule vækst og et fornuftigt direkte afkast (udbytte i forhold til aktiekursen) sagtens kan give et konkurrencedygtigt afkast, uden at aktien nødvendigvis bliver væsentligt højere prisfastsat - dvs. bevæger sig kursmæssigt tættere på Fair Value.

Det tredje udfald, og det vi skal undgå, er når aktien aldrig genvinder det tabte terræn

## Den kapitalistiske model nedbryder virksomheder

Den gennemsnitlige levetid for en multinational virksomhed er blot 40-50 år. Virksomheder, som ikke udvikler sig, risikerer at blive offer for en kreativ destruktion.

Uden at tænke nærmere over det har de fleste af os dødelige en indgroet forestilling om, at virksomheder lever evigt. Men virksomheders dødelighed er langt højere, end vi tror. Faktisk har rigtig mange virksomheder et gennemsnitligt liv, der ligger under den gennemsnitlige levealder for et menneske i den vestlige verden!

Fra bogen »The Living Company« (1997) af Arie de Geus, vurderes det, at den gennemsnitlige levetid for multinationale virksomheder i Fortune 500 kategorien ligger på blot 40 til 50 år. En høj dødelighed for virksomheder i opstartsfasen, der skal tilkæmpe sig en markedsposition, er næppe den store nyhed, men at dødeligheden, også blandt mere vel-etablerede virksomheder, kan være så høj er overraskende. Ud af de virksomheder der i 1970 var opført blandt Fortune 500 var 1/3 forsvundet 13 år senere. De var enten blevet opsplittet, opkøbt eller fusioneret med et andet selskab. I hvert fald havde de ikke overlevet i deres oprindelige struktur.

Det er et relativt begrænset antal virksomheder, der oplever at blive flere hundrede år gamle, og mange rigtig gamle virksomheder er desuden ofte familieejet (har sandsynligvis lettere ved at fastholde en langsigtet strategi fremfor børsnoterede virksomheder). At et selskab har overlevet i lang tid er imidlertid ingen garanti for lav risiko (se Kodak side 33.)

I teorien er det muligt for virksomheder at leve uendeligt. Den dødelige arbejdsstyrke kan blot erstattes af den næste generation, men i praksis er alle forretningsmodeller udsat for erosion og på vej mod at miste sin relevans og konkurrencemæssige fordele. Strukturelle value traps er kommet for at blive, så vær opmærksom!

Den kapitalistiske model er offer for sin egen succes. De frie markeds kræfter er en fantastisk maskine, der som en islandsk vulkan udspyr value traps i massevis og sikrer, at kun de stærkeste overlever.

### Løbende tilpasning afgørende

Alle virksomheder oplever et konstant pres fra konkurrenterne. Virksomheder, der kan producere imponerende vækst, har en overnormal lønsomhed og høj forrentning af den investerede kapital, vil over tid tiltrække konkurrenter der vil forsøge at få en del af kagen. Desuden vil al form for innovation og fremskridt kræve ofre, nemlig dem der ikke i tide formåede at tilpasse sig den nye virkelighed. Innovation ødelægger de fremtidige indtjeningsmuligheder for bestående produkter i takt med, at nye og bedre produkter lanceres - tag f.eks. PC'en der udkonkurrerede skrivemaskinen. Den østrigske økonom Joseph Schumpeter kaldte dette for kreativ destruktion. Kapitalisme kan bedst beskrives som en evolutionær proces, der ikke kan stoppes.

Nyudvikling og forbedringer skubber de gamle konger af tronen og giver på sigt plads til noget nyt og bedre, og dette er med til at øge produktiviteten og løfte velstanden i samfundet. Det er derfor afgørende at forholde sig kritisk til, hvor godt virksomheden er rustet til løbende at tilpasse sig de ændrede markedsvilkår og beskytte sine konkurrencemæssige fordele, eller sågar udbygge disse. I den kapitalistiske model er det »jungeloven«, der hersker - spis eller bliv spist. Har virksomheden en langvarig konkurrencemæssig fordel, vil det give selskabet mulighed for at opnå et højt afkast af den investerede kapital over en længere periode og dermed sikre stabilitet i indtjeningen.

og måske fortsætter med at falde støt, fordi virksomhedens indtjeningsevne har været overvurderet.

### Sådan opdager du en value trap

En billig aktie kan være en fælde. Her er en række karakteristika for value traps og værktøjer, der kan bruges for at undgå at ende i fælden. Set i bakspejlet er det let at identificere value traps. Men ligesom det er vanskeligt at køre bil baseret på bakspejlet alene, så er vi som investorer nødt til at kigge fremad og udvikle en tankegang og en investeringsproces, der kan modvirke og opveje vores adfærdsmæssige mangler og forhindre, at vi falder i alt for mange value traps undervejs. Her er række karakteristika, der kan indikere en øget risiko for, at aktien kan være en potentiel value trap:

1. Ugennemsigtig forretningsmodel
2. Dårlig ledelse og strategi
3. Aggressive regnskabsprincipper
4. Udvanding af konkurrencemæssig fordel
5. Kapitalstruktur - høj gæld
6. Teknologisk udvikling - forældelse
7. Prisfastsættelse - ingen sikkerhedsmargin

1. *Forretningsmodellen* adskiller det gode selskab fra det dårlige og er forretningsmodellen uklar og kompleks, er det altid et faresignal, der skal tages alvorligt. Er det ikke muligt at gennemskue forretningsmodellen, så er det også vanskeligt at få en ide om, hvordan virksomheden skaber indtjeningen og værdi.

2+3. *Kvaliteten af en virksomheds ledelse og strategi* er et vigtigt punkt, der bedst vurderes ud fra den historiske målopfyldelse. Den kan vise sig, at virksomhedens ledelse mangler en klar strategi og kommunikerer forventninger, der gentagne gange viser sig, at have været for optimistiske. Dette kunne tyde på utilstrækkelig indsigt i industrien, hvilket er ikke mindre end katastrofalt. Det kunne også være, at ledelsen ofrer langsigtede interesser, f.eks. barberer investering i forskning og udvikling ned for at opnå en kortsigtet belønning i form af højere indtjening på den korte bane. Risikoen er, at de manglende investe-

>>

>> ringer kan svække virksomhedens konkurrenceevne på længere sigt. Et andet faresignal er, når ledelsen via aggressive regnskabsmetoder forsøger at booste indtjeningen eventuelt ved hjælp af hyppige opkøb, hvorigennem virksomheden forsøger at skjule en skuffende udvikling i de underliggende kerneaktiviteter.

Mange af tidens helt store value traps har været karakteriseret ved tvivlsomme regnskaber og manglende gennemsigtighed. Tag f.eks. det amerikanske energiselskab Enron, hvor uigennemsigtige regnskaber og en kompleks forretningsmodel skulle vise sig at dække over kreativ regnskabssvindel. I december 2001 falder korthuset sammen og Enron bliver erklæret konkurs, og er på daværende tidspunkt den største virksomhedskonkurs i amerikansk historie. Ved det mindste tegn på svindel, eller virksomheden er i det offentlige søgelys mistænkt for svindel, er det sjældent nogen god ide at købe aktien, selvom den er faldet kraftigt.

#### 4. Bæredygtig konkurrenceevne

Virksomheder med en veldefineret konkurrencemæssig fordel kan fastholde en stærk vækst og højt afkast af den investerede kapital. Virksomhedens strategi og konkurrencemæssige fordel er det grundlæggende element i værdiskabelsen. Er der tegn på, at virksomhedens konkurrencemæssige position er under kraftigt pres, og at virksomheden har vanskeligt ved at differentiere sig i forhold til konkurrenterne, så er det et advarselssignal om, at den fremtidige indtjening vil være under pres, og at forrentning af den investerede kapital ligeledes vil være faldende. Falder afkastet af den investerede kapital til under det risikjusterede afkastkrav, vil virksomheden destruere værdi.

Langtidsholdbare virksomheder er kendetegnet ved at have betydelige konkurrencemæssige fordele, der er vanskelige for konkurrenterne at kopiere. Der er *fire forhold*, der er afgørende i vurdering af, hvorvidt virksomheden har en bæredygtig konkurrencefordel. Det *første* relaterer sig til størrelse. Har en

virksomhed en stor og dominerende markedsandel, er dette i de fleste tilfælde ensbetydende med, at konkurrenterne holdes på afstand, fordi selskabet vil have lavere omkostninger og kunne tilbyde lavere priser til kunderne end de mindre konkurrenter.

Netværkseffekten er en *anden* og meget effektiv faktor, der stiger i styrke i takt med vækst. Der er tale om et såkaldt positivt »feed back loop«, hvor værdien for kunderne vokser i takt med, at penetrationen af service/produktet stiger. Et kreditkort som f.eks. Visa er et godt eksempel på udnyttelse af netværkseffekten. Visa er meget udbredt, og de fleste forretninger, hoteller, restauranter mv. accepterer betaling med kortet. Jo flere kunder der vælger Visa, desto mere interessant bliver det for de handelsdrivende at acceptere betaling i deres forretning med kortet. Det er med andre ord en selvforstærkende effekt, der over tid gør det meget svært for »nye« kortudstedere at få fodfæste.

Omkostninger ved at skifte er det *tredje* forhold, der er baseret på, at høje omkostninger, eller større besvær forbundet med at skifte til et andet produkt eller service også er en kilde til at skabe en »overnormal« lønsomhed, fordi prisen på produktet/service kan sættes relativt højt.

Den sidste og *fjerde* væsentlige kilde til at distancere sig i forhold til konkurrenterne er beskyttelse af indtjeningskilden ved f.eks. at være i besiddelse af en viden, der er svært at skaffe eller registrering af rettigheder og patenter.

#### 5. Høj gæld kan tage livet af selv gode virksomheder

Gæld er et tveægget sværd. I gode tider kan det øge indtjeningen og forrentningen af egenkapitalen, men i dårlige tider det modsatte og med risiko for at långiver kræver gælden indfriet. For meget gæld øger en virksomheds sårbarhed. En lav gæld vil alt andet lige betyde, at virksomheden vil være bedre rustet til at overleve katastrofer og

andre uforudsete forhold, der kan sætte forretningsmodellen under pres. En høj grad af egenfinansiering, og en mindre afhængighed af eksterne finansieringskilder, er vigtig fordi långivere har en kedelig tendens til at begrænse adgang til kredit, når man har allermest brug for den. Da finanskrisen var på sit højeste, var lånemarkedet frosset til for mange ellers sunde virksomheder med et midlertidigt likviditetsbehov.

## FOR MEGET GÆLD OG EN FEJLSLAGEN STRATEGI KAN TAGET LIVET AF ENHVER VIRKSOMHED. GÅ DERFOR ALDRIG PÅ KOMPROMIS MED GÆLDEN!

Lav gæld øger chancen for overlevelse på lang sigt, og giver fleksibilitet til at investere i fremtiden og forlænge virksomhedens liv. Jo mere svingende indtjeningen er, desto lavere gæld bør virksomheden have. At være »herre i eget hus« er stadig sund fornuft.

#### 6. Teknologisk forældelse er offer for kreativ destruktion

Den teknologiske udvikling er barsk og nådesløs og har rigtig mange value traps på samvittigheden. Dødeligheden er høj inden for teknologi. Teknologiske produkter har typisk en relativ kort levetid og bliver hurtigt fulgt op af nye og bedre produkter med flere funktioner og en højere kapacitet.

Teknologisk forældelse er offer for kreativ destruktion, hvor nye innovative produkter udvikles til gavn for forbrugerne og samfundet som helhed. Dette kan føre til, at hele industrier får en lavere andel i den samlede værdikæde eller helt overflødigøres. For de virksomheder, der ikke i tide læste skriften på væggen, kan det betyde døden. Springet fra analog til den digitaliserede verden har udfordret og truet mange etablerede forretningsmodeller på livet. Et eksempel er udlejning af DVD film fra et netværk af forretninger.

Det er i dag en død forretning (Blockbuster indgav konkursbegæring i september 2010). Hvor mange vil bruge dyr benzin på at køre ned i videoforretningen, når man med et klik med musen kan downloade film fra internettet? Den digitale motorvej, internettet, er efterhånden blevet den primære distributionskanal for film, musik, aviser, bøger m.v., hvilket har ændret og permanent fjernet omsætning fra de traditionelle salgskanaler. Den mere end 90 år gamle engelske musikdetailkæde HMV (His Master's Voice), der fra 1970'erne og op igennem 1990'erne havde en stærk vækst i musiksalg, mærkede for alvor den øgede konkurrence fra onlinesalget, der pressede priserne og muliggjorde, at man kunne købe enkelte musiknumre i stedet for hele album. Man var således ikke længere nødsaget til at købe hele albummet.

For regnskabsåret 2005/06 faldt den primære indtjening således med 26%, og panikken bredte sig. Ultimo 2006 var HMVs aktie næsten halveret i forhold til toppen i 2005. Vi kiggede på HMV i begyndelsen af 2006 og vurderede på daværende tidspunkt, at en konservativ primær indtjening burde ligge omkring GBP 75 mio. (27% lavere end 2005/06), men rabatten var ikke tilstrækkelig, og vi var stadig meget i tvivl om indtjeningen på GBP 75 mio. nu også virkelig var bunden. Det var en klog beslutning at holde fingrene væk fra HMV.

HMV har indtil videre ikke formået at transformere og diversificere forretningen og modvirke erosionen. I dag er den primære indtjening reduceret til kun 1/5 af topindtjeningen for regnskabsåret 2004/05 og faldet til GBP 28 mio. (2010/11) og markedsværdien er nu skrumpet til GBP 15 mio. (29/6). Med den nuværende lave indtjening er der nu en overhængende risiko for at den høje gæld (inkl. pensionsforpligtelser) kan ende med at tage livet af HMV. De aktionærer, der stadig ejer HMV aktier, kan i dag ærgre sig over, at de ikke accepterede købstilbuddet fra Permira i 2006. På daværende tidspunkt udmeldte HMVs ledelse, at købstilbuddet undervurderede virksomhedens langsigtede potentiale!

### Kodak - billedet der faldede

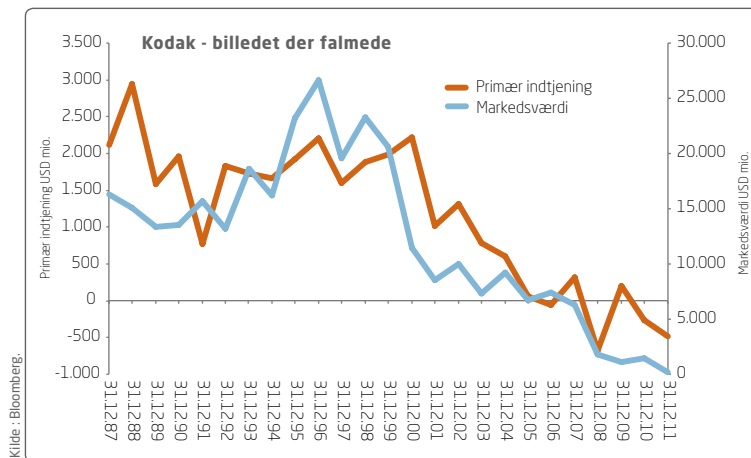
Et andet uheldigt offer for digitaliseringen og en fejlslagen strategi er Kodak. Kodak blev grundlagt af den amerikanske opfinder George Eastman i 1889 og var sin tids højteknologiske virksomhed på linje med Apple. George Eastman opfandt den revolutionerende rullefilm, der afløste fotografiske plader og medførte, at fotografering ikke længere kun var forbeholdt få professionelle fotografer, men at fotografering nu også var blevet en betalbar hobby for den brede befolkning. Et nyt marked var skabt. I 1900 lancerede Kodak Box Brownie kameraet, der blev solgt for 1 dollar. Udover den daværende banebrydende teknologi, så var Kodak også en virksomhed med stor forståelse for vigtigheden af en effektiv branding. Kodak er f.eks. kendt for sloganet »You press the button, we do the rest« og »Kodak Moment«. Kodak fik skabt en stærk forretningsmodel baseret på det, der populært kaldes »barberblads-modellen«, hvor Kodak solgte kameraer relativt billigt for så til gengæld at tjene tykt på det løbende salg af film. Forretningsmodellen var en kæmpe succes, og i 1976 stod Kodak for ikke mindre end 85% og 90% af al salg af henholdsvis kameraer og film i USA.

Imidlertid var Kodak efterhånden blevet den lidt for tilbagelænede og selvtilfredse monopolist, der satte sin lid til sine stærke brands og den effektive markedsføringsmaskine.

Kodak var vidne om truslen fra digitaliseringen, og lidt ironisk så var selskabet faktisk lidt på forkant med den teknologiske udvikling. Kodaks egne ingeniører havde allerede i 1975 udviklet den første prototype på det filmløse kamera. Men Kodaks ledelse valgte at »malke« videre på filmforretningen og udsætte den digitale transformering, fordi »barberblads-modellen« var knap så attraktiv ved salg af digitale kameraer. Da Kodak ende-

lig hopper med på den digitale bølge, så sker det i et marked med benhård konkurrence fra blandt andet japanske kameraproducenter, og priserne falder. Dernæst får de digitale kameraer nu også konkurrence fra den hastige udbredelse af smartphones med indbygget kamera.

Kodak har ikke den store succes med transformering og udvikling af nye forretningsområder og følgerne er katastrofale. Siden 1987 er antallet af ansatte faldet med 107,300 til 17,100. Den primære indtjening er gået fra USD 2.111 mio. til et tab på USD 479 mio. for 2011. Markedsværdien er skrumpet til blot USD 176 mio. ved udgangen af 2011 og har kostet aktionærene mange penge på vej ned. I januar dette år var Kodak tvunget til at indgive en konkursbegæring for at søge beskyttelse mod kreditorerne og skabe ro omkring en reorganisering af virksomheden. I februar meddelte Kodak, at man stopper produktion af digitale kameraer, lomme-video-



kameraer og digitale billedrammer. Disse produkter (brands) vil i stedet søges liciteret til andre producenter.

### IBM formåede at genopfinde sig selv

Selvom dødeligheden er høj i den teknologiske verden er der heldigvis også talrige eksempler på virksomheder med mange år på bagen, der har formået at genopfinde sig selv og forblive konkurrencedygtige. IT-giganten IBM er et glimrende eksempel på en succesfuld transformering. I de tidlige 1990'ere oplevede IBM en øget konkurrence og et pres

» på indtjeningsmarginalen inden for hardware, og desuden tabte IBM nu også markedsandele. IBM valgte at fokusere på at udbyde værdiskabende IT-løsninger med en højere lønsomhed, og som led i denne proces solgte IBM i 2004 PC-delen til kinesiske Lenovo. I dag kommer mere end 80% af omsætningen fra IT service og software. IBM er »still going strong« og et vidnesbyrd om, at også store virksomheder med en handlekraftig og visionær ledelse sagtens kan vende udviklingen.

Et andet eksempel på en velkendt virksomhed, der har overvundet en eksistentiel krise er Apple. Apple havde det vanskeligt i midten af 1990'erne, og var faktisk finansielt presset efter nogle store underskud på grund af fejlslagne produktlanceringer og en øget konkurrence fra billige PC'er der kørte på Microsoft Windows. I 1997 bliver Steve Jobs imidlertid hentet tilbage til Apple og der kommer for alvor gang i innovation og nytænkning. Apple oplever en ny renæssance drevet af lanceringen af iPod, iPhone og iPad, der har fået indtjeningen til at stige eksplosivt. Udover produkter med en brugervenlig teknologi i et lækkert design, der falder i forbrugernes smag, så har Apple via iTunes og Apple App Store skabt en »lock-in« der binder kunderne til Apples verden. I dag er Apple verdens mest værdifulde selskab med en markedsværdi på USD 546 mia., og er mere end dobbelt så stor som Microsoft.

### 7. Aktiekursen skal indeholde en rabat i forhold til Fair Value

Risikoen for at falde i en value trap er overhængende, når prisfastsættelse ikke længere er omdrejningspunktet i selve investeringsbeslutningen, og beslutningen derfor i højere grad baseres på mere subjektive faktorer. Det kan for eksempel være den gode historie om fantastiske forretningsmuligheder, der blot endnu ikke har materialiseret sig i konkret omsætning og indtjeningen.

Facebook er et fantastisk koncept og har et stor potentiale. Tænk hvis man kan få alle cirka 900 mio. Facebook-brugere til at klikke

mere på reklame. Gør det Facebook til en value opportunity, eller er det en value trap? Med en markedsværdi på lidt over USD 100 mia. (inkl. udnyttelse af udestående aktieoptioner m.v.) ved børsintroduktionen i maj og en forventet omsætning på USD 5 mia. for 2012, så skal meget af ønsketænkningen enten gå i opfyldelse, eller aktien skal falde markant, førend Facebook kan siges at være billig. Siden børsnoteringen er aktien faldet 18% til USD 31,1 (29/6). Er IT boblen gået i glemmebogen?

Vi skal være ydmyge og acceptere, at fremtiden er usikker og derfor altid huske at implementere margin-of-safety (kun købe, når aktien kan erhverves til en tilstrækkelig stor rabat i forhold til fair value). Margin-of-safety giver en stødpude i tilfælde af, at virksomheden skulle komme i midlertidig modvind og gør, at vi har råd til at holde aktien og ikke tvunget til at sælge. Margin-of-safety skal også kompensere for, at vi ikke selv driver virksomheden, og at der er information, vi ikke har adgang til. Desuden skal der også tages højde for generel usikkerhed i selve prisfastsættelsen.

### Investeringsproces er det bedste værn mod value traps

En logisk og objektiv »bottom-up« investeringsproces (investering med udgangspunkt i de enkelte virksomheders karakteristika) giver den bedste beskyttelse mod de mange faldgruber i aktiemarkedet. Investeringsprocessen er en beskrivelse af hvilke aktier der udvælges, og hvordan midlerne allokeres til de enkelte investeringer. Investeringsprocessen er den motor, der skal generere det fremtidige afkast. Er investeringsprocessen ikke fastforankret og gentagelig, eller er det vanskeligt at se en logisk sammenhæng i strukturen og koblingen til det historiske afkast, bør dette straks få advarselsslamperne til at blinke.

I Investeringsforeningen ValueInvest Danmark har vi fulgt den samme investeringsproces siden etableringen i 1998. At finde billige aktier på det globale aktiemarked er lidt som

at finde nålen i høstakken og er noget af et detektivarbejde. Men ved hjælp af et kvantitativt screeningsværktøj baseret på rapporterede regnskabstal, kan det globale og japanske investeringsunivers reduceres til en mindre gruppe af virksomheder, der på papiret opfylder vores krav om en stærk balance og en rabat på minimum 35% (margin-of-safety) af den beregnede Fair Value.

Indrømmet, det lyder let, og nu vil mange måske være fristet til at tænke, hvorfor ikke bare købe de aktier, der ligger allerøverst på listen; altså dem der på papiret ser billigst ud i forhold til den beregnede Fair Value. Men med denne fremgangsmåde ville vi netop ende op med at eje aktier uden have at stillet spørgsmålene: Hvorfor er de billige? Er det en value trap eller en value opportunity?

## NOT EVERYTHING THAT CAN BE COUNTED COUNTS, AND NOT EVERYTHING THAT COUNTS CAN BE COUNTED.

– Albert Einstein

Vi kan ikke stole blindt på tallene. Det er års indsigt, erfaring og disciplin, der gør en forskel. Alle investeringer gennemgår en grundig fundamentalanalyse hvor den operationelle og finansielle risiko kortlægges og analyseres i detaljer. En vurdering af virksomhedens konkurrencemæssige position er ligeledes en integreret del af analysen. Dernæst fastsættes afkastkravet, der matcher virksomhedens risikoprofil baseret på forudsigteligheden af forretningsmodellen med udgangspunkt i den historiske indtjeningsstabilitet.

I Foreningen er fokus primært rettet mod at finde billige kvalitetsaktier i veletablerede virksomheder med en høj forrentning af den investerede kapital og en stærk balance, fremfor at forsøge at finde den næste Apple. Kvalitet går aldrig af mode, men heldigvis hænder det, at aktiemarkedet dømmes disse kvalitetsvirksomheder »out of favour«. ■