



Tímasetning eftir 1990: Grunngreining og tæknigreining fléttast saman

Benjamin Graham gerði greiningu á ársreikningum fyrirtækja að sérstöku fagi á þriðja og fjórða áratug aldarinnar og grunngreining hefur haldið áfram að taka framförum síðan. Eftir 1980 varð bylting á sviði tæknigreiningar þar sem verði hlutabréfa og veltu er beitt til að greina hvernig verðið muni breytast á næstu dögum eða vikum. Undir lok 20. aldarinnar tóku að þróast leiðir til að nýta upplýsingar úr grunngreiningu og tæknigreiningu saman. Þau tæki eru mjög öflug í höndum fjárfesta sem áður höfðu aðeins beitt fyrir sig annarri hvorri greiningaraðferðinni.

Líklega á enginn einstaklingur jafnmikinn þátt í að breiða slíkar aðferðir út til almennra fjárfesta og William O'Neil. Hann stofnaði dagblaðið *Investor's Business Daily* árið 1984 til að fræða almenna fjárfesta um viðskipti með hlutabréf og hlutverk bréfanna í fjármálum þeirra og í efnahagslífinu. O'Neil er fæddur árið 1933 og er óþreytandi að fræða fjárfesta sem lesa dagblaðið hans, vefinn investors.com eða sækja fjölmarga fundi og námskeið sem hann heldur á hverju ári um gervöll Bandaríkin.



Dr. Bart DiLiddo er annar hugsjónamaður á sviði greiningar og viðskipta með hlutabréf en hann stofnaði VectorVest Inc. árið 1976 eftir að hafa gefist upp á að láta verðbréfasalann sjá um sparnað fjöl-

skyldunnar. Sem lítill drengur í Cleveland í Ohio árið 1940 hafði hann einsett sér að vinna sér inn 60 cent á klukkutímann en það var þá hærra kaup en faðir hans hafði. Með kerfi VectorVest gat fjárfestir hækkað 100.000 dollara í 2.372.611 dollara eða tuttugu og þrefaldað fjárhæðina á rúmum fjórum árum frá 22. janúar 1999 til 21. mars 2003.

Virðisleiðin með tímasetningu er önnur af tveimur leiðum sem við notum hjá Eignastýringu Íslandsbanka. Fjárfestingarhugsunin að baki henni er byggð á virðisfjárfestingu en tæknigreiningu bætt við til að auka hagnað með því að tímasetja kaup og sölu hlutabréfa. Sannfæring okkar er sú að á 21. öldinni verði ekki auðvelt að ná hagnaði umfram viðmiðun markaðarins án tímasetningar.

13 *Betra að leita ekki bara undir ljósastaurnum*

14 *Dollari fyrir 50 cent og 15% arðsemiskrafa Warrens Buffett*

15 *2.373% ávöxtun í skóla VectorVest hjá dr. DiLiddo*

16 *Investor's Business Daily er dagblað almennra fjárfesta: Skóli Williams O'Neil*

Betra að leita ekki bara undir ljósastaurnum

Þegar öllu er á botninn hvolfst getur verðmæti hlutabréfs ekki verið annað en sem nemur verðmæti framtíðartekna á hlut. Á endanum mun sannvirði hvers hlutar alltaf verða ofan á.

Burton G. Malkiel

-
- *Hvernig er hægt að finna hagstæð hlutabréf á óskilvirkum markaði?*
 - *Undir ljósastaurnum eða í myrkri á miðri götunni?*
 - *Kostnaður við fjárfestingu í hlutabréfum og rekstur safna*
 - *Fókussöfn og áhætta frá sjónarmiði Warrens Buffett*
 - *Rannsókn á kostum fókussafna umfram stór söfn*
-

Í þessari bók er tveimur ólíkum leiðum við að fjárfesta í hlutabréfum lýst. Önnur þeirra er hlutlaus leiðin sem einkum er sagt frá í 7.–8. og 17.–20. kafla. Sú síðari er á margan hátt í beinni andstöðu við hlutlausu leiðina. Hún felur í sér val á hlutabréfum (neðan frá upp) og forsenda hennar er að markaðurinn sé ekki á allan hátt skilvirkur. Auk þess er ekki hægt að komast hjá því að tímasetja kaup og sölu þótt tímasetning sé ekki formlegur hluti aðferðarinnar í öllum tilvikum. Þessa leið nefnum við virðisleiðina með tímasetningu.

Það að fara tvær ólíkar leiðir við að ávaxta peninga í hlutabréfum og byggja upp eignir er í samræmi við þá reynslu að hægt er að ná framúrskarandi árangri í ávöxtun í hlutabréfum eftir ýmsum leiðum. Það sýna dæmin okkur um margra áratuga skeið. Eitt safn getur verið með hlutlausri stýringu og þá þarf að beita þeim aðferðum sem þar eiga við en þar eru kaup og sala ekki tímasett. Annar fjárfestir kann að byggja upp virðissafn eða vaxtarsafn. Sá þriðji kann að vilja byggja upp eignir og tekjur með víxlun og stöðutöku. Það mikilvægasta er að

rugla ekki saman aðferðum, að fara ekki út í að tímasetja kaup og sölu í markaðstengdu safni, að brjóta ekki reglur í stöðutöku með því að hvika frá þeim aga sem þar þarf að beita og byrja að spila eins og eftir allt annarri aðferð.

Hvernig er hægt að finna hagstæð hlutabréf á óskilvirkum markaði?

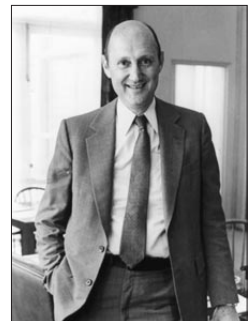
Hlutabréfahringurinn sýnir þetta allt í einni sjónhendingu. Í hlutlausri stýringu í suðausturhorninu er unnið út frá þeirri forsendu að markaðurinn sé skilvirkur á sinn ófullkomna hátt. Á norðurhvelinu byggjast allar aðferðir á hlutabréfatínslu (e. *stock selection, stock picking*). Þær felast í því að velja hlutabréf sérstaklega saman í safn til að ná betri árangri en sem nemur meðaltali markaðarins vegna þess að hann er ekki álitinn vera skilvirkur. Aga, þekkingu og reynslu þarf alltaf að beita, af hvaða toga sem fjárfestingarvinnan er og ekki dugir að flytja sig milli aðferða fremur en að skipta um hest í miðri á.

Árin 1998 og 1999 hófst bein fjárfesting í hlutabréfum fyrirtækja á alþjóðlegum markaði á vegum Eignastýringar hjá Íslandsbanka þar sem hlutabréf eru valin og keypt og seld eftir sérstakri aðferð. Við völdum okkur leið sem var í samræmi við fyrri hugsun okkar og stefnu frá því fyrir 1990 um hlutlausu stýringu þar sem markaðurinn er þolanlega skilvirkur og við höfum reynt að læra á óskilvirka hluta hans eftir því sem við fetum okkur áfram.

Í framhaldi af grunnhugsun okkar og vinnu í áratug við hlutabréf í hlutlausri stýringu lá virðisáðferðin (e. *value investing*) beint við þegar kom til þess að setja á stofn fyrstu söfn með virkri stýringu í óskilvirka hluta markaðarins.

Ríkur skyldleiki er á milli þessara tveggja leiða við val á hlutabréfum, hlutlausu leiðarinnar og virðisfjárfestingar, þótt þær séu andstæður á annan hátt. Það má sjá með því að bera annars vegar saman fjárfestingarhugsun Burtons Malkiel, prófessors í Princeton og höfundar bókanna *Random Walk down Wall Street* og *The Random Walk Investor*, og Johns C. Bogle stofnanda Vanguard Group, en þeir eru báðir í hópi helstu frumkvöðla hlutlausrar stýringar, og hins vegar Warrens Buffett og Benjamins Graham, Bills Miller hjá Legg Mason og jafnvel mótstraumsfjárfestisins Davids Dreman.

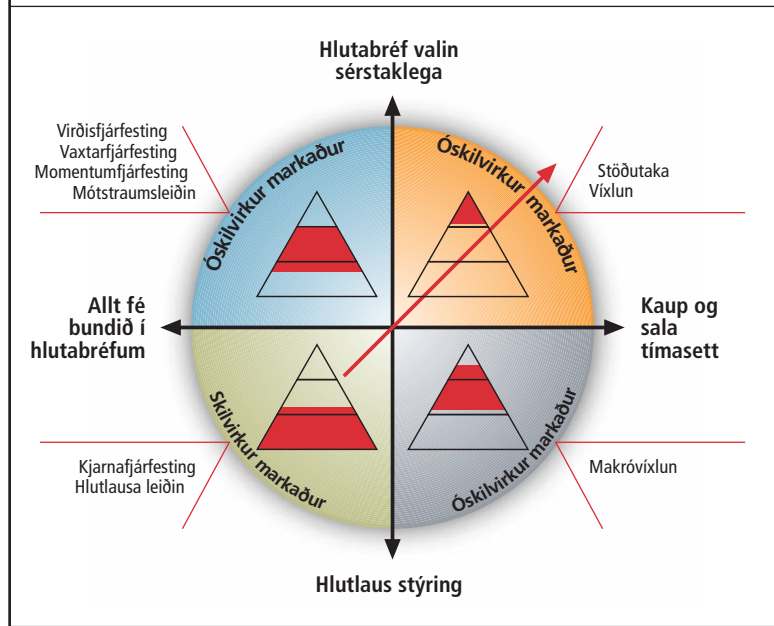
Leiðirnar okkar tvær eru ólíkar og í andstöðu hvor við aðra hvað varðar forsendur um skilvirkni markaðarins. Báðar byggja þær þó á kvantitatífum útreikningum og ekki á getspám einum saman. Kost-



Burton G. Malkiel.

aður skiptir miklu máli. Afturhvarf markaðarins til meðaltals er einn af grunnþáttum í hugsuninni að baki hlutlausri fjárfestingu og afturhvarf til innra verðmætis (sjá 14. kafla) er ein af lykilforsendum virðisleiðarinnar. Warren Buffett, einn af frumkvöðlum virðisleiðarinnar, ráðleggur almennum fjárfestum að notfæra sér hlutlausu leiðina ef þeir hafa ekki þeim mun meiri tíma, fjármuni og áhuga eða þeim mun meiri þekkingu til að fara vandasamari og áhættusamari leið.

Hlutabréfahringurinn: Yfirlit um hlutlausu leiðina og virðisleiðina með tímasetningu



Hlutlausu leiðin sem byggir á því að markaður sé yfirleitt þolanlega skilvirkur er í neðra horni til vinstri. Virðisleiðin með tímasetningu liggur um efra hvolf hringsins. Hún á uppruna sinn í virðisfjárfestingu í efra horni til vinstri en þar er tímasetning ekki hefðbundinn þáttur. Í okkar afbrigði (sjá sérstaklega 15. og 16. kafla) hefur tímasetningu verið bætt við og því liggur það í efra horni til hægri.

Á máli hlutabréfahringans getum við sagt að við höfum valið okkur tvær andstæðar og ólíkar leiðir við að fjárfesta í hlutabréfum. Önnur þeirra liggur til vinstri neðan við lárétta ásinn en hin liggur um efri hluta hringsins. Sú síðarnefnda er áhættusamari og meira er lagt undir til að ná meiri ávinningi. Ferðalangar kannast við að oft eru tvær leiðir til sama áfangastaðar hvor sín um megin við farartálma, eins og til dæmis á eða fljót. Þeir gætu stofnað sér í hættu ef þeir legðu af stað eftir annarri þeirra og skiptu svo um skoðun á miðri leið og reyndu



að ná áfangastað eftir hinni leiðinni. Það væri eins og að reyna að skipta um hest í miðri á. Nákvæmlega það sama gildir við fjárfestingu í hlutabréfum.

Forsenda hlutlausu leiðarinnar er sú að markaður fyrir hlutabréf sé þolanlega skilvirkur. Þá skilar safn með markaðssamsetningu bestu ávöxtun sem völ er á miðað við áhættu. Hlutabréfatínsla byggist á að hægt sé að finna tækifæri á óskilvirkum markaði. Hún felur alltaf í sér meiri áhættu enda er verið að sækjast eftir meiri ávinningi en sem nemur meðaltali markaðarins.

Undir ljósastaurnum eða í myrkri á miðri götunni?

Til að skýra hugsunina að baki hlutabréfatínslu og hvernig hægt er að beita henni til að ná betri árangri en með hlutlausri stýringu skulum við líta á dæmisögu sem Robert G. Hagstrom segir frá í *Investing – The Last Liberal Art*, en sagan er ættuð frá Sandy Grossman:

Vel búinn karlmaður fetar sig heim á leið seint um kvöld eftir að hafa fengið sér einn gráan með félögunum á kránni. Hann reynir að ganga beint eftir miðri götunni en rekur tána í steinvölu og hrasar við. Við það missir hann lyklakippuna úr hendinni og hún flýgur út í loftið. Hann rís aftur á fætur, yfirvegaður í bragði, gengur yfir að næsta ljósastaur og tekur að leita að lyklunum sínum. Lögreglumaður á vakt hefur fylgst með öllu sem fram fór og undrast yfir aðförunum. Hann gengur til mannsins og segir: „Hvað ert þú að gera hérna?“

„Ég er að leita að lyklunum mínum,“ svarar maðurinn.

„Það er nú svo,“ segir lögreglumaðurinn, „en þú týndir þeim þarna hinum megin. Hvers vegna ertu þá að leita hérna megin við götuna?“

„Ég veit það,“ svarar maðurinn með hægð og það örlar fyrir veiku brosi þegar hann lítur á lögreglumanninn. „En það er hérna megin sem ljósið er.“

Markaðurinn er yfirleitt svo skilvirkur að virk stýring er eins og að leita að umframhagnaði undir ljósastaurnum. Um leið og hann myndast þar eru fjárfestar búnir að finna hann og grípa. Hlutabréfaverð hækkar þá þegar til að endurspegla nýjar upplýsingar. Þeir fjárfestar sem raunverulega græða umfram vísitöluna eru þeir sem ná að greina hið óvenjulega, þeir sem leita og finna í myrkrinu á götunni þar sem lýsingin nær ekki til, á markaðnum þar sem hann er ekki alveg skilvirkur af ástæðum sem þeir einir eru hæfir til að greina og skilja.

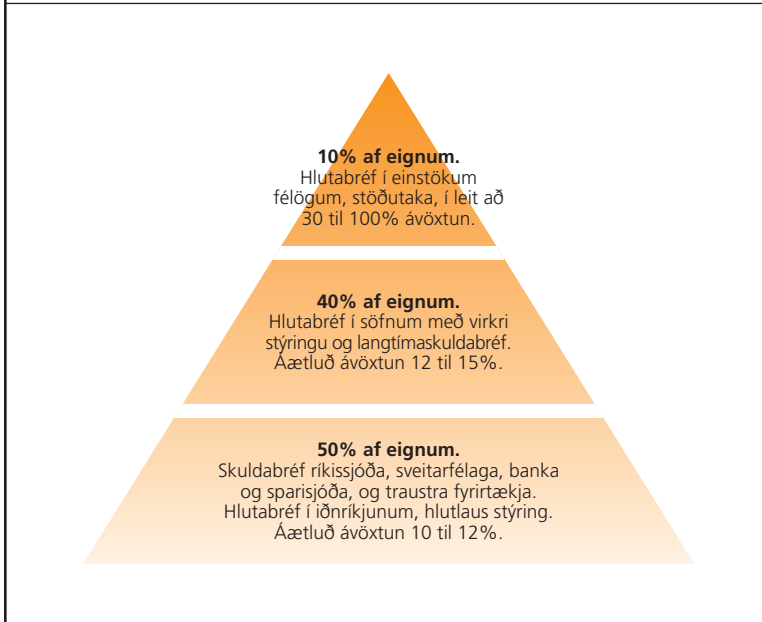
Grossman kenndi hagfræði við Princeton með Burton Malkiel um langt skeið en þess má geta að ritgerð Johns C. Bogle til meistaraþrófs við sama skóla árið 1950 leiddi hann inn á svið hlutabréfasjóða þar sem hann varð síðar mikill brautryðjandi. Eftir fimmtán ára starf í háskóla réðst Grossman sem víxlari (e. *trader*) til Quantitative Financial Strategies og efnaðist vel af því. Hann heldur því fram að þeir fjárfestar einir sem leggja mjög hart að sér við þekkingaröflun eigi möguleika á að ná hagnaði sem er hærri en meðaltalið á markaðnum, nema í skamman tíma í senn. Að því marki sem þetta á við rök að styðjast hjá Grossman er öðrum fjárfestum fyrir bestu að fara hlutlausu leiðina, rétt eins og sjálfur Warren Buffett hefur bent á.

Aðeins þeir sem leggja hart að sér hafa möguleika á að ná hærri ávöxtun ár eftir ár en markaðurinn að meðaltali.

Til þess að ná hærri ávöxtun en meðaltal markaðarins þarf annaðhvort að finna hlutabréf sem hækka meira í verði en önnur, eða tímasetja kaup og sölu þannig að umframhagnaður náist.

Í hlutabréfapíramídanum liggur hlutlaus stýring í neðsta hlutanum og er hluti af kjarna- eða grunnfjárfestingu í hverju safni. Virðisfjárfesting og aðrar leiðir í norðvesturhluta hlutabréfahringingsins eru í miðhluta píramíðans. Áhættan er meiri þar vegna þess að hlutabréf í safni eru færri en í markaðssafninu og kostnaður er líka meiri. Vegna aukinnar áhættu og hærri kostnaðar þarf vænt ávöxtun í miðhluta hlutabréfapíramíðans að vera minnst 2–3% hærri eftir kostnað til að réttlæta áhættuna sem tekin er umfram þá sem fylgir hlutlausri stýringu. Efst í píramídanum er stöðutaka og víxlun sem krefst að jafnaði daglegar yfirlegu eða vöktunar.

Hlutabréfapíramíðinn: Góð aðferð til að flokka leiðir eftir áhættu



Hlutabréfapíramíðinn er hefðbundin leið til að sýna áhættu við fjárfestingu í hlutabréfum. Áhættuminnstu leiðirnar eru þá neðst í píramíðanum og áhættusamari leiðir skipa sér í efri sæti eftir því sem hann mjókkar upp. Að sjálfsögðu er það að einhverju leyti matsatriði hvaða sess hver leið skipar í píramíðanum og það fer líka eftir áhættuþoli fjárfestisins. Í okkar framsetningu er hlutlaus leiðin, þ.e. markaðstengd söfn hlutabréfa, sú öruggasta og á sæti í kjarnanum neðst. Tímasetningarleiðir eru að jafnaði áhættusamari en aðrar og tímasetningarleið okkar fellur því í miðhluta píramíðans. Efst eru síðan víxlan og stöðutaka. Þær aðferðir eru á hægra hveli hlutabréfahringingsins en einnig er átt við að þeim er beitt sérstaklega til að taka mikla áhættu.

Kostnaður við fjárfestingu í hlutabréfum og rekstur safna

Kostnaður við að ávaxta peninga í hlutabréfum er einkum þrenns konar.

- 1. Umsjónarkostnaður** Í honum felst beinn kostnaður við nauðsynleg tæki, upplýsingar, aðstöðu og laun, þar sem það á við. Jafnvel einstaklingur sem sér sjálfur um fjárfestinguna kemst ekki hjá þessum kostnaði. Hann reiknar sjálfsagt ekki sjálfum sér laun en hann þarf upplýsingar, tæki og aðstöðu sem kosta peninga. Þessi kostnaður við rekstur hlutabréfasafna er oft á bilinu 0,5–1,5% árlega af markaðsverðmæti þeirra.
- 2. Kostnaður við kaup og sölu** Viðskiptakostnaður fer almennt lækkandi í tímans rás en hann felur í sér beina þóknun, mismun

*Tæknigreiningu er beitt til þess að tíma-
setja kaup og sölu
hlutabréfa en með
tímasetningunni er
stefnt að því að
hækka ávöxtun
umfram meðaltal.*

á kaup- og sölugengi, og tap vegna verðskriðs (sjá nánar í 11. kafla). Þessi kostnaður getur verið á bilinu 0,5–1,5%, eins og umsjónarkostnaðurinn, en fer þó eftir því hve velta í safninu er mikil (hvort hún er til dæmis 33%, 50% eða 150%). Samtals geta þessir liðir numið 1–3% af eigninni á ári.

3. Kostnaður vegna mistaka í fjárfestingarvinnu Þessi liður getur verið hærri eða lægri en samtalan af umsjónarkostnaði og viðskiptakostnaði en hann mælist sem glötuð ávöxtun í prósentum ef árangur af safni með virkri stýringu eftir kostnað verður lakari en meðaltal markaðarins sem fæst „frítt“ með hlutlausri stýringu. Fjárfestirinn hefur ekki erindi sem erfiði og eftir kostnað leiðir öll hans vinna til lakari árangurs en markaðurinn skilar. Mistök felast til dæmis í því að veðjað er á hlutabréf sem lækka í verði eða hækka minna en markaðurinn, eða í því að keypt er eftir mikla hækkun sem síðan snýst í lækkun – eða selt er eftir lækkun sem síðan snýst í hækkun.

Slík mistök við kaup og sölu falla undir ranga tímasetningu (e. *market timing*). Jafnvel þótt fjárfestir ætli sér að beita virkri stýringu með aðferðum í norðvesturhluta hringsins og ætli sér ekki að tíma-
setja kemst hann aldrei hjá því þegar hann þarf að kaupa eða selja. Til að ná árangri við kaup og sölu verður hann að skilja til fulls og ná leikni í að beita aðferðunum á norðausturhlutanum sem annars falla undir stöðutöku og víxlun. Mikilvægt er fyrir alla þá sem fara virku leiðina að átta sig á þessu og raunar líka fyrir hlutlausu fjárfesta. Við kaup og sölu er aldrei hægt að komast hjá tímasetningu. Þess vegna nefnum við virku leiðina okkar virðisfjárfestingu með tímasetningu.

Fókussöfn og áhætta frá sjónarmiði Warrens Buffett

Í virkri stýringu hlutabréfa bregðast sumir fjárfestar við hættunni af því að ná ekki sama árangri og markaðurinn með því að reyna að líkja sem mest eftir vísitölunni, þ.e. hlutfallslegri samsetningu fyrirtækjanna í henni. Þeir hneigjast til að hafa mörg fyrirtæki í söfnum sínum. Í Bandaríkjunum eða í Evrópu, þar sem markaðssafnið hefur að geyma 400 til 500 fyrirtæki, er ekki óalgengt að reynt sé að reka söfn með 100, 200 eða enn fleiri fyrirtækjum. Jafnvel er gefið í skyn að þá sé tekinn betri helmingur fyrirtækjanna í vísitölunni og sá lakari skilinn eftir.

Hvers vegna ná menn þá ekki betri árangri með þessari aðferð en raun ber vitni? Það er vegna þess að kostnaðurinn verður hár vegna mikils fjölda fyrirtækja og yfirsýn yfir hvert og eitt þeirra verður vond og kostnaðarsöm og kallar á stóra greiningardeild. Meginástæðan er þó að þessi eftirlíkingaraðferð (e. *index replication*) byggist hvorki á neinni skýrri fjárfestingarhugsun né hugsjón og markið er ekki sett hátt vegna mikillar áhættudreifingar í skilningi fjármálafræðinnar.

Það kann að hljóma vel í byrjun að safn sé rekið með 200 af 500 fyrirtækjum í vísitölunni – og auðvitað þau bestu valin úr. Hvers vegna ættum við að taka með þessi slöku sem augljóst er að aldrei munu spjara sig? Þannig spyrja sjóðstjórar stóru hermisafnanna væntanlega viðskiptavini þegar þeir reyna að selja þjónustu sína. Staðreyndin er að oft bregst þeim bogalistin við að velja þau góðu sem hækka meira en vísitalan. „Góðu“ fyrirtækin eru oft þegar of hátt verðlögð þar sem allir eru að eltast við þau. „Slöku“ fyrirtækin taka sig oft á þannig að verðið hækkar skyndilega og áður en hefðbundin greining nær til þeirra. Hermisöfnin sitja eftir en aðeins þeir sem kunna að leita og finna í myrkinu hafa erindi sem erfiði á óskilvirkum markaði.

Virðisfjárfestar eiga það sameiginlegt að þeir leitast við að draga úr áhættu með því að kaupa hlutabréf aðeins þegar öryggisbilið er mjög mikið. Þessa hugsun má rekja til Grahams. Öryggisbilið í skilningi virðisfjárfesta er mismunurinn á milli innra verðmætis fyrirtækis og skráðs verðmætis hlutabréfa þess á markaði.

Áhætta eins og Warren Buffett sér hana hefur ekkert með sveiflur á markaði að gera í skilningi Markowitz og nútímafjármálafræðinnar. Áhætta í augum Buffetts er fremur hættan á því að verð á hlutabréfum, sem hann hefur reiknað út að muni hækka vegna þess að innra verðmæti er mjög hátt, geri það alls ekki eða ekki í sama mæli og hann hafði vænst, sbr. martröð mótstraumsfjárfestisins í 6. kafla.

Aðferð Warrens Buffett er að vinna alla heimavinnuna í greiningu fyrirtækja fyrst, velja þau saman í safn, reikna innra verðmæti þeirra allra en bíða síðan með kaupin. Hann bíður fram í rauðan dauðann, eða uns að því kemur að verð á markaði er af einhverjum ástæðum komið niður fyrir þau mörk sem hann setur, langt fyrir neðan það verð sem nemur innra verðmæti. Aðeins þannig verður öryggisbilið nægilega mikið til að hann sé rólegur og áhætta ekki of mikil í hans augum.

Þetta er þó ekki það eina sem Buffett gerir til að draga úr áhættu.

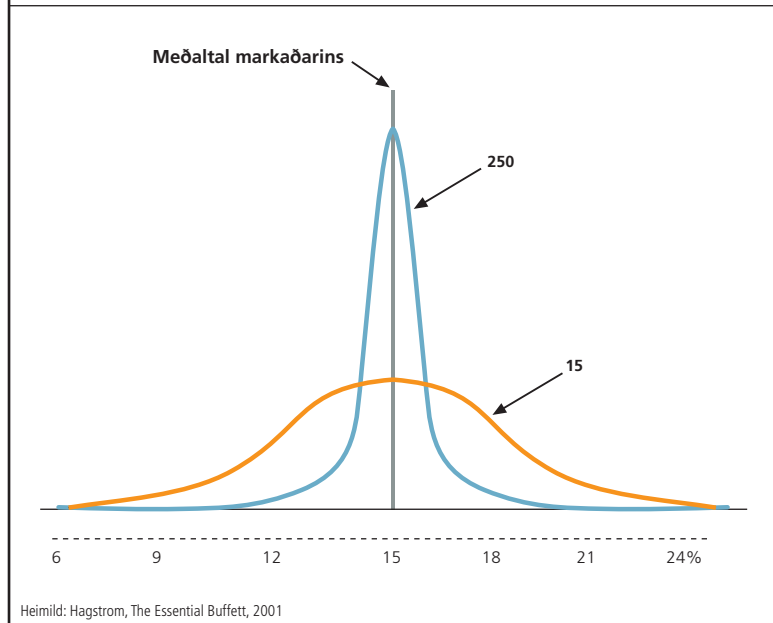
Fókussöfn eru með hlutabréfum fárra fyrirtækja sem valin eru af kostgæfni til að ná sem bestri ávöxtun. Með fáum fyrirtækjum verður frávik frá ávöxtun markaðarins mikið hvort sem er upp eða niður.

Aðferð Buffetts við að draga úr áhættu gengur þvert á hugsun fjármálafræðinnar þar sem fókussöfn hans eru með aðeins fáum fyrirtækjum.

Hann velur saman í safn fyrirtæki þar sem mjög miklar líkur eru á því að niðurstöður í útreikningum hans gangi eftir. Þetta er hin raunverulega leið Buffetts til að draga úr áhættu og hún er alveg í þveröfuga átt við áhættudreifingu í almennum skilningi fjármálafræðinnar. Þar felst áhættudreifing í fjölgun fyrirtækja til að draga úr líkum á því að ávöxtun í safni verði langt undir eða langt yfir meðalávöxtun markaðarins. Það er heldur alls ekki markmið Warrens Buffett að ná meðalávöxtun markaðarins. Hann stefnir á minnst 15% nafnávöxtun árlega, þ.e. 15% verðmætisaukningu eignanna í safni Berkshire Hathaway. Með því móti tvöfaldast eignirnar á fimm ára fresti, eða sextánfaldast á hverjum 20 árum.

Betra að leita ekki aðeins undir ljósasturnum...

Dreifing á ávöxtun safna með 250 fyrirtækjum og 15 fyrirtækjum.



Myndin sýnir með svolitilli einföldun hvernig ávöxtun safna með hlutabréfum í mismörgum fyrirtækjum er dreifð um meðaltal markaðarins. Jafnan er átt við ávöxtun fyrir kostnað en kostnaður færir að jafnaði meðalávöxtun virkra safna niður fyrir meðaltal markaðarins. Markaðssafnið liggur alveg við lóðréttu línuna á myndinni þar sem fylgnin við vitöluna er mjög nán. Söfn með 250 fyrirtækjum sýna meiri dreifingu um meðaltal markaðarins en frávikin eru þó ekki mjög mikil. Ávöxtun safna með aðeins 15 fyrirtækjum hafa miklu meiri dreifingu um meðaltal markaðarins sem gefur tækifæri til að ná miklu betri árangri en sem nemur markaðsmeðaltalinu (sjá t.d. Warren Buffett, Bill Miller) en um leið sömu líkur á miklu lakari árangri. Séu söfn rekin með aðeins 15 til 30 fyrirtækjum er betra að leita ekki aðeins að hlutabréfum undir ljósasturnum.

Rannsókn á kostum fókussafna umfram stór söfn

Robert G. Hagstrom hefur ritað fáeinar bækur um Buffett og leiðir hans við val á hlutabréfum. Í *The Warren Buffett Portfolio* (Hagstrom, 1999) lýsir hann áhugaverðri tilraun sem gerð var til að átta sig á ágæti fókussafna. Hann setti saman alls 12.000 söfn hlutabréfa með mismunandi fjölda fyrirtækja og kannaði síðan dreifingu ávöxtunar í söfnunum eftir fjölda fyrirtækja.

Með því að nota gagnagrunn Compustat með upplýsingum um hlutabréf voru fyrst valin 1.200 fyrirtæki þar sem fyrir lágu tölur um tekjur, hagnað, arðsemi eigin fjár og verð á hlutabréfum allt frá árinu 1979. Með aðstoð tölvunnar voru síðan sett saman 12.000 slembiúrtök með þessum fyrirtækjum. Tafla til hægri sýnir fjölda fyrirtækja í hverju safni.

Næst var reiknuð meðalhækkun á verði hlutabréfa í hverju safni í hverjum stærðarflokki yfir tvö tímabil, tíu ár og átján ár og teiknuð upp dreifing ávöxtunarinnar (sjá töflu hér að neðan) og hún borin saman við hækkun S&P 500 vísitölnunnar á sömu árum. Af þessum tilraunum er ein sérstaklega merk niðurstaða. Líkurnar á því að ávöxtun safnsins sé hærri en S&P 500 vísitölnunnar aukast í hvert skipti sem fyrirtækjum í safni er fækkað. Fá fyrirtæki í safni eru ein af helstu forsendum fyrir því að ná betri árangri en markaðurinn.

Stærðar-flokkur	Fjöldi safna	Fjöldi fyrirtækja í safni
1	3.000	250
2	3.000	100
3	3.000	50
4	3.000	15

Heimild: Hagstrom, 1999.

Fjöldi fyrirtækja í safni	Hæsta ávöxtun í %	Lægsta ávöxtun í %	Fjöldi af 3.000 söfnum yfir S&P 500	Hlutfall með ávöxtun yfir S&P 500 í %
250	16,0	11,4	63	2,1
100	18,3	10,0	337	11,0
50	19,1	8,6	549	18,0
15 (fókussöfn)	26,6	4,4	808	27,0

Heimild: Hagstrom, 1999.

Lítum nánar á tíu ára tímabilið. Allir fjórir stærðarflokkar voru með sömu meðalávöxtun eða 13,8% en hækkun S&P 500 vísitölnunnar var 15,2%. Hagstrom telur að þennan mun megi rekja til þess að fyrirtækin í söfnum hans eru hvert og eitt með jafnt vægi í hverju safni og þau voru valin úr hópi stórra, millistórra og smárra fyrirtækja. Í S&P 500 vísitölnunni gildir markaðsvægið. Á þessum árum var ávöxtun stórra fyrirtækja, sem vega þungt í S&P 500, sérstaklega góð og mun betri en lítilla og meðalstórra fyrirtækja. Hagstrom gerir ekki mikið úr þessum mismun á meðaltalsávöxtun milli S&P 500 og sinna safna.

Miklu áhugaverðara er það sem kemur í ljós þegar litið er á hæstu og lægstu ávöxtun, þ.e. á fyrirtækin sem hækkuðu mest og minnst í hverjum stærðarflokki. Taflan sýnir að í söfnum með 250 fyrirtækjum voru um 2,1% þeirra með hærri ávöxtun en S&P 500 (63 af 3.000). Í fókussöfnum með 15 fyrirtækjum voru nærri 27% safnanna eða 808 af 3.000 með hærri ávöxtun en S&P 500.

Sambærilegar niðurstöður fengust af mælingum á 18 ára tímabilinu.

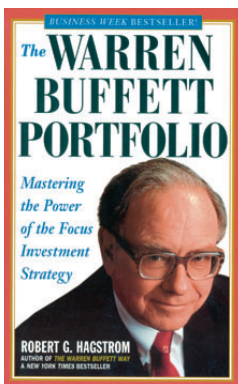
Af niðurstöðum Hagstroms má draga tvíþætta ályktun:

1. Líkurnar á því að ná betri árangri en markaðsvísitalan eru miklu meiri í fókussafni en í stærri söfnum sem reyna að líkja eftir vísitölunni.
2. Líkurnar á því að verða langt undir markaðsvísitölunni eru á sama hátt miklu meiri í fókussöfnum en í söfnum með fleiri fyrirtækjum.

Niðurstöður Hagstroms sýna að fókussöfn gefa tækifæri til að ná betri árangri en markaðurinn en slík tækifæri eru minni í söfnum með mörgum fyrirtækjum. Góður árangur bestu fjárfesta skýrist oft af því að þeir leyfa bestu fyrirtækjunum í söfnum sínum að ná miklu vægi þannig að þau bæta árangur safnsins svo að um munar.

Hjá Eignastýringu Íslandsbanka höfum við farið þessa leið og rek-ið söfn með 15 til 30 fyrirtækjum á alþjóðlegum markaði. Reynslan af því er á sömu lund og fram kemur í niðurstöðum Hagstroms. Ef fjöldi fyrirtækja í safni fer yfir 25 til 30 tapast yfirsýn og líkur á yfir-árangri minnka. Sökum varkárni höfum við ekki leyft okkur að láta bestu fyrirtækin ná mjög miklu yfirvægi. Um leiðir til að draga úr áhættunni sem fylgir slíku yfirvægi er fjallað í 16. kafla þar sem lýst er aðferðum Williams O'Neil hjá *Investor's Business Daily*. Þess má geta að í sjóði Bills Miller sem nefnist Legg Mason Value Fund eru aðeins 32 fyrirtæki (m.v. sumarið 2003) en verðmæti eigna sjóðsins er 11.400 milljónir dollara. Tíu stærstu eignarhlutir sjóðsins eru um helmingur af eignum hans.

Hér hafa verið dregnar saman mikilvægar forsendur fyrir rekstri hlutabréfasafna með virkri stýringu. Fyrst var það dæmisagan um týndu lyklna. Boðskapur hennar er sá að ekki þýðir að ætla að finna einstök fyrirtæki og fjárfesta með hagnaði nema velja til þess vel skilgreindar leiðir, leiðir sem duga til þess að hægt sé að leita og finna í myrkrinu. Undir ljósastaurnum þar sem allir sjá til er þegar búið að



Í bók Hagstroms, *The Warren Buffett Portfolio*, er greint frá tilraun hans um ávöxtun í söfnum með mismunandi mörgum fyrirtækjum.

„finna“ öll tækifæri. Verðið á hlutabréfum „undir ljósastaurnum“ er strax orðið það hátt að enginn umframhagnaður getur myndast við kaup á þeim.

Í virkri stýringu verður að gæta vel að kostnaði. Hættulegastur er skuggakostnaðurinn, kostnaður vegna ávöxtunar sem glatast, kostnaður sem verður til við mistök við val á hlutabréfum eða við tíma-setningu við kaup og sölu. Með slíkum mistökum getur tapast ávöxtun þannig að hækkun safns verði langt undir viðmiðun markaðarins.

Loks er vísbendingin um fjölda fyrirtækja í safni og kenningin um fókussöfn. Almennt gildir að því færri sem fyrirtæki eru í safni, því meiri líkur eru á yfirárangri en líka undirárangri miðað við markaðinn. Slyngir fjárfestar beita leikni sinni og leiðum sem lýst er í 15.–16. kafla til að auka líkur á umframávöxtun og minnka líkur á slökum árangri.

14

Dollari fyrir 50 cent og 15% arðsemiskrafa Warrens Buffett

Hvað þú sækist eftir hárrí ávöxtun fer eftir því hvort þú vilt borða vel eða sofa vel.

J. Kenfield Morley, *Some Things I Believe*

-
- Virðisfjárfesting með tímasetningu
 - Hvers vegna velur Warren Buffett aðeins fyrirtæki með háa arðsemi eigin fjár?
 - Hvernig fann Buffett út að Coke væri á svo hagstæðu verði árið 1988?
 - Að reikna innra verðmæti fyrirtækja er ekki einfalt en skilar arði
 - Útreikningur á núvirði tekjustraums af hlutabréfum
 - Hvaða áhrif á ávöxtun hefur breyting á VH hlutfallinu frá því að hlutabréf eru keypt þar til þau eru seld?
 - Bill Miller og viðhorf hans til VH hlutfallsins
 - Heilræði Bills Miller til almennra fjárfesta
 - Hvað gerum við þegar hækkun upp að innra verðmæti gengur ekki eftir?
-

Ákveðin útfærsla af virðisfjárfestingu sem við nefnum virðisleiðina með tímasetningu er önnur af tveimur ólíkum leiðum sem lýst er í *Hlutabréfum og eignastýringu*. Hún byggist á því að markaðurinn sé ekki að öllu leyti skilvirkur eins og lýst var í 13. kafla og við hefðbundna útfærslu aðferðarinnar er bætt leiðum til tímasetningar við kaup og sölu á hlutabréfum. Í 13. kafla var líka skýrt út hvernig kostnaður við virka stýringu getur byggst upp og hvers vegna það er mikilvægt að haga eignastýringu þannig að hann sé lágur. Loks var skýrt út hvers vegna fókussöfn eru mikilvæg til að ná árangri, en fókussöfn eru söfn hlutabréfa þar sem fyrirtæki eru fá fremur en mörg, e.t.v. á bilinu 15 til liðlega 30.

Val á hlutabréfum á óskilvirkum markaði, kostnaður og fókussöfn eru þrír þættir í virðishugsuninni sem Warren Buffett hefur þróað og lagt áherslu á á 20. öldinni. Þrír af höfuðþáttum virðishugsunarinnar í viðbót eru arðsemi eigin fjár, beiting VH hlutfallsins, og innra verðmæti fyrirtækis og þeir eru viðfangsefni þessa kafla.

Virðisfjárfesting með tímasetningu

Ástæður þess að við beitum virðisleiðinni í virkum söfnum til mót-vægis við hlutlausu leiðina á skilvirkum markaði eru tvær. Sú fyrri er skyldleikinn sem er í hugsun á milli hlutlausu leiðarinnar og virðisleiðarinnar sem leiddi okkur beint frá þeirri fyrri til hinnar síðari. Hin ástæðan er sú að með virðisleiðinni getum við sett há öryggismörk til að verja okkur gegn óvissu. Það er í anda Grahams að beita háum öryggismörkum og þetta kenndi hann lærisveinum sínum fyrir nærri því heilli öld.

Með virðisleiðinni getum við reiknað út innra verðmæti fyrirtækis eftir hagnaði þess og væntum vexti í hagnaði. Með því að setja það skilyrði fyrir kaupum á hlutabréfum í nýju fyrirtæki að innra verðmætið sé langt yfir markaðsverðmæti hlutabréfanna minnkum við áhættuna á því að lenda í lækkun eftir kaup og aukum líkur á því að eigendur safnsins njóti mikillar hækkunar.

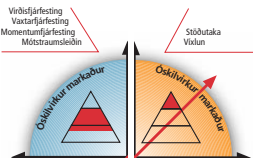
Öryggisbilið getur verið 50% eða ennþá hærra eftir aðstæðum á markaði og atvinnugrein. Tökum dæmi: Áætlað innra verðmæti fyrirtækis er 70 dollarar á hlut en markaðsverðmæti er 35 dollarar á hlut. Ef kaupgengi er aðeins 50% af reiknuðu innra verðmæti er sagt að öryggismörk séu 50%. Hækkun hlutabréfa frá markaðsverði til innra verðmætis leiðir til 100% hækkunar á eignarhlut fjárfestisins. Kenningin um afturhvarf til meðaltalsins segir okkur að ekki geti verið afgerandi mismunur á innra verðmæti á hlut og markaðsverði á hlut til eilífðarnóns. Þetta er kjörstaða fyrir virðisfjárfestinn, – sérstaklega vegna þess að líkur á lækkun þegar markaðsverðmæti er innan við helmingur af innra verðmæti eru að jafnaði óverulegar ef gætt er að öðrum þáttum sem gerð verður grein fyrir hér á eftir.

Öll viðskipti á markaði með hlutabréf byggjast á tveimur mannlegum kenndum, skelfingu eða ótta, og græðgi eða gróðavon. Skelfing veldur framboði og sölu en gróðavon veldur eftirspurn (nema við skortsölu, þá myndast framboð). Hugsjónin að baki virðisfjárfestingu er vænting um jafnvel enn meiri hagnað en búast má við þegar farið er eftir ýmsum öðrum leiðum og um leið eru öryggismörk víðari en

Með því að kaupa hlutabréf í fyrirtæki á verði langt undir innra verðmæti aukast líkur á hárrí ávöxtun að því gefnu að áætlun um innra verðmæti hafi byggst á raunhæfum forsendum.

völ er á annars staðar. Fagleg vinnubrögð einkenna auk þess virðisfjárfestinguna og góðir möguleikar eru á útreikningum þannig að minna hvílir á getspeki en í mörgum öðrum aðferðum.

Öll viðskipti á markaði byggjast á ótta eða gróðavon. Þess vegna er mikilvægt fyrir fjárfesta að láta þessar mannlegu kenndir ekki ná tökum á sér um of og reyna að hugsa sjálfstætt og fylgja sínum eigin aðferðum.



Hefðbundna virðisleiðin situr með réttu í efra horni til vinstri í hlutabréfahringnum en ástæðan er sú að tímasetning á kaupum og sölu er ekki beinn hluti af aðferðinni. Okkar leið, virðisfjárfesting með tímasetningu, er í efra horninu hægra megin í hlutabréfahringnum. Það er vegna þess að við lítum svo á að betra sé að líta á tímasetningu viðskipta sem formlegan hluta leiðarinnar. Ekki verður komist hjá því að taka afstöðu til stöðu markaðarins, stöðu atvinnugreinarinnar og fyrirtækisins sjálfs í 1–2–3–4 sveiflunni (sjá 11. kafla) við kaup og sölu á hverju einasta hlutabréfi. Þess vegna er mikilvægt að beita bæði grunngreiningu og tæknigreiningu við fjárfestingarvinnuna og reyna að flétta saman upplýsingarnar með samræmdum hætti.

Arðsemi eigin fjár er mælikvarði á hve vel tekst til að ávaxta fé hluthafanna. Arðsemi er mæld sem hagnaður tímabils deilt með meðalstöðu eigin fjár.

Til að ná tökum á hugsuninni að baki virðisfjárfestingar þarf að læra að skilja fáein hugtök og aðferðir og ná leikni í að túlka þau. Það mikilvægasta er arðsemi eigin fjár, beiting VH hlutfallsins og innra verðmæti. Á þetta er lögð mikil áhersla í verkum Benjamins Graham, Warrens Buffett, Bills Miller og annarra kunnra virðisfjárfesta. Byrjum á því að líta á arðsemi eigin fjár, tengsl arðseminnar við árlegan vöxt hagnaðar og mikilvægi hennar í augum Warrens Buffett.

Hvers vegna velur Warren Buffett aðeins fyrirtæki með háa arðsemi eigin fjár?

Til að útskýra mikilvægi arðsemi eigin fjár segir Buffett að líta megi á hlutabréf sem ígildi skuldabréfs (e. *equity/bond*). Sú samlíking auðveldar skilning á því hvers vegna Buffett fjárfestir aðeins í fyrirtækjum með mjög háa arðsemi eigin fjár, 15% eða hærri jafnaðarlega til mjög langs tíma. Hlutabréf sem skuldabréfaígildi í skilningi Buffett ber þá ársvexti sem nema árlegum hagnaði fyrirtækisins á hvern hlut en auðvitað verður að hafa í huga að hagnaður fyrirtækis er breytilegur og að því leyti til ólíkur föstum vöxtum af skuldabréfi.

Dæmi: Eigið fé fyrirtækis er 10 dollarar á hlut og hagnaður eftir skatta 2,50 dollarar á hlut. Arðsemi eigin fjár í skilningi Buffett's er þá 25% og jafngildir 25% vöxtum af skuldabréfaígildi hans, þ.e. hlutabréfinu. Hagnaður á hlut er auðvitað ekki ákveðinn fyrir fram eins og vextir eru af skuldabréfi. Buffett lítur á hlutabréfið (skuldabréfaígildið) sem verðbréf með breytilegum vöxtum. Það er jákvætt fyrir fjárfestinn þegar hagnaður fyrirtækisins er að aukast en neikvætt þegar hann fer minnkandi.

Í þessari framsetningu ætti að vera alveg ljóst að fyrirtæki með háa arðsemi eigin fjár er áhugaverðara en fyrirtæki með lága arðsemi eigin fjár. En fyrirtæki sem eru með stöðuga og háa arðsemi eigin fjár til langs tíma hafa líka annan eiginleika. Til að ná að halda til dæmis 20% arðsemi eigin fjár 10 ár í röð verður eigið fé fyrirtækjanna að aukast að jafnaði um 20% árlega og þar með verður hagnaður þeirra líka að aukast árlega um 20%.

Fyrirtæki með 20% árlega arðsemi eigin fjár og eigið fé jafnt og 100 í upphafi

ár	hagnaður	eigið fé í lok árs	aukning í %
1	20	120	20
2	24	144	20
3	29	173	20
4	35	207	20
5	42	249	20
6	50	300	20
7	60	358	20
8	72	430	20
9	86	516	20
10	103	620	20

Í huga Buffett's keppir öll ávöxtun hlutabréfa á endanum við ávöxtun af ríkisskuldabréfum. Stjórnvöld geta gripið til þess að hækka skatta á launþega og fyrirtæki til að standa við skuldbindingar sínar. Þess vegna er lítil hættu á því að fjárfestir tapi höfuðstólnum þegar hann fjárfestir í ríkisskuldabréfum. Vextir af ríkisskuldabréfum eru að jafnaði lægstir á markaði hverju sinni og um leið eru þau viðmiðun fyrir aðra flokka skuldabréfa og hlutabréfa. Buffett álitur að þetta sé helsta skýringin á því að verð á hlutabréfum lækkar yfirleitt þegar vextir hækka en hækkar þegar vextir lækka.

Buffett lítur því þannig á að ávöxtun hlutabréfa verði jafnan að bera saman við þá vexti sem fást af ríkisskuldabréfum hverju sinni. Aðrir virðisfjárfestar kjósa aðrar leiðir, t.d. að bera hlutabréf saman

Fyrirtæki með háa og tiltölulega stöðuga 20% arðsemi er áhugaverðari kostur en fyrirtæki með 5 til 25% arðsemi sem sveiflast mikið á milli ára. Fyrri fyrirtækið sýnir stöðugleika og meiri möguleika á vexti en það síðara.

við skuldabréf fyrirtækja sem hafa einkunnina AAA. Enn aðrir hafa samanburðinn ekki fastan heldur reyna að taka tillit til þess hve áhættusöm hlutabréf í viðkomandi fyrirtæki teljast.

Þegar fjárfestir reiknar innra verðmæti til að meta verðmæti hlutabréfa er mikilvægt að nota fast viðmið, t.d. vexti af ríkisskuldabréfum, því að þannig verður hugsunin og samanburðurinn skýr.

Okkur hefur reynst vel að fara leið Buffetts vegna þess að á þann hátt er viðmiðunin föst og hugsunin skýr. Með breytilegri viðmiðun er erfitt að túlka niðurstöður þegar innra verðmæti er reiknað. Hlutabréf verða að gefa töluvert betri ávöxtun en ríkisskuldabréf til að teljast áhugaverð, bæði vegna þess að ávöxtun hlutabréfa sveiflast meira en skuldabréfa og líka vegna þess að meiri hætta er á því að fjárfestir fái ekki höfuðstól sinn endurgoldinn.

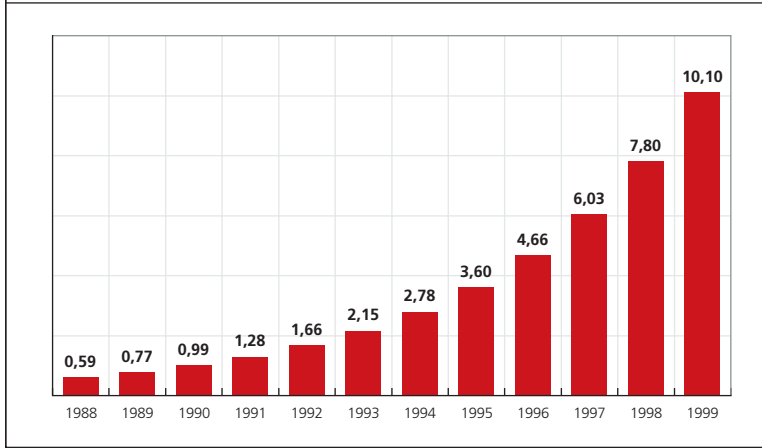
Hvernig fann Buffett út að Coke væri á svo hagstæðu verði árið 1988?

Arðsemi eigin fjár Coca-Cola hefur verið 30 til 40% árlega síðan á miðjum níunda áratugnum og sum árin jafnvel ennþá hærri. Eitt af því sem Warren Buffett hefur lærst á hálfri öld er að hlutabréf í frábærum fyrirtækjum eru stundum fánæg á markaði á mjög hagstæðu verði og það jafnvel þótt hlutfallslegt verð eins og VH hlutfall virðist vera hátt. Þetta er vegna þess að frábæru fyrirtækin njóta mjög sterkar markaðsstöðu, hafa á að skipa úrvalsstjórnendum og skapa eigendum sínum að jafnaði mun hærri ávöxtun en önnur fyrirtæki þegar til langs tíma er litið, samanber skuldabréfaígildi Buffetts. Hann keypti til dæmis hlutabréf í Coca-Cola árið 1988 og næstu átta árin jókst verðmæti hluthafa þar um 32,5% á hverju ári að jafnaði þannig að fjárhæðin nífaldaðist. Buffett fjárfesti raunar fyrir 592,9 milljónir Bandaríkjadollara í Coke það ár fyrir Berkshire Hathaway og sú fjárhæð nífaldaðist síðan til ársins 1996. Hvernig fann Buffett út að Coke væri á svo hagstæðu verði á árinu 1988? Svarið við þeirri spurningu er að finna að hluta í arðsemi eigin fjár fyrirtækisins en ekki síður í mismuni á innra verðmæti þess og markaðsverðmæti þegar hann keypti.

Eitt af mikilvægum framlögum Warrens Buffett til virðisleiðarinnar er að skipta ákvörðuninni um kaup á hlutabréfum í tvennt. Fyrst skoðar hann hvaða fyrirtæki eru álitlegust en síðan á hvaða verði sé hagkvæmt að kaupa hlutabréf í þeim.

Verðmæti eignar í Coca-Cola 1988–1999

(upphæðir í milljörðum dollara)



Hér má sjá hvernig eign Buffetts í Coca-Cola ávaxtaðist m.v. 29,4% árlega meðalávöxtun á árunum 1988 til 1999. Upphaflega fjárfestingin sem nam 590 milljónum dollara árið 1988 hafði ríflega sautjánfaldast og var orðin að rúmlega 10 milljörðum árið 1999.

Aðferð Buffetts byggist á því að ákveða fyrir fram í hvaða fyrirtækjum hann vill eignast hlut en sitja síðan og bíða átekta uns markaðsverðið á hlutabréfum þeirra er komið niður fyrir það sem hann álitur hagkvæmt verð. Þá vill hann helst kaupa fyrirtækið allt eða eins stóran hlut og mögulegt er. Buffett fjárfestir oft fyrir milljarða Bandaríkjadollara þegar rétta verðið er í boði eins og dæmið um Coca-Cola ber vott um.

Buffett hefur lært það af reynslunni að hægt er að ná langtímaávöxtun sem er hærri en 15% á ári að jafnaði með því að kaupa hlutabréf í frábærum fyrirtækjum í öruggum rekstri. Það hvernig hann finnur réttu fyrirtækin og ákveður rétta verðið er aftur á móti hans framlag til fræðanna – hvernig hann leitar að lyklunum og finnur þá í myrkrinu á miðri götunni. Eitt mikilvægasta atriðið er að leyndardómurinn felst ekki bara í arðsemi eigin fjár heldur líka í innra verðmæti fyrirtækisins.

Að reikna innra verðmæti fyrirtækja er ekki einfalt en skilar arði

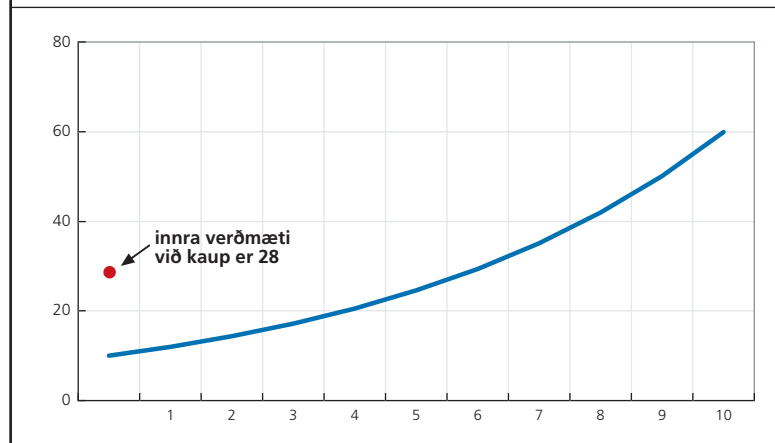
Lykillinn að því að skilja hvernig hlutabréf eru valin eftir virðisleiðinni er að reikna út innra verðmæti fyrirtækja. Nákvæm skilgreining hugtaksins um innra verðmæti hefur verið til umræðu á meðal virðisfjárfesta í næstum heila öld. Þótt ýmis blæbrigði séu til verður alltaf að áætla framtíðarverðmæti fyrirtækisins eða framtíðartekjur þess og oft er miðað við um það bil 10 ár fram í tímann. Tökum mjög einfalt dæmi.

Markaðsverð á fyrirtæki er 10 dollarar á hlut. Áætlað er að eftir tíu ár verði verðið 60 dollarar og gefum okkur að fyrirtækið greiði ekki arð þessi árin. Hækkun úr 10 í 60 gefur 19,6% veldisávöxtun á hverju ári í tíu ár. Segjum að vextir af ríkisskuldabréfum til tíu ára séu 8%. Afvöxtum nú 60 dollara með 8% vöxtum yfir tíu ára tímabil (þ.e. reiknum núvirðið m.v. 8% vexti) og þá fást um 28 dollarar á hlut. Í þessu einfaldaða dæmi getum við sagt að innra verðmæti fyrirtækisins miðað við 8% afkastavexti sé 28 dollarar á hlut. Þá væri núverandi markaðsverðmæti aðeins um $(10/28)$ eða 36% af innra verðmætinu. Öryggisbilið væri 64% sem ætti að nægja jafnvel fyrir girugasta virðisfjárfesti. En við eigum eftir að finna út hvernig framtíðarverðmætið 60 dollarar á hlut er fundið.

Mælistikan á hagstætt verð í augum virðisfjárfestis er núvirði hagnaðar á næstu árum auk áætlaðs söluverðmætis í lok eignartím-

Í dæminu gefum við okkur að verð á hlutabréfinu verði 60 eftir tíu ár en það er 10 núna. Sú hækkun jafngildir 19,6% ávöxtun á ári. M.v. 8% arðsemiskröfu (sem gæti verið vextir af 10 ára ríkisskuldabréfum) fæst innra verðmætið 28 á hlut, þ.e. ef keypt væri á 28 yrði ávöxtun á ári 8%.

Verðmæti hlutabréfs hækkar úr 10 í 60 á tíu árum



ans. Þannig er tekið tillit til áætlaðs árangurs næstu 10 árin eða þar um bil, fremur en að byggja á punktstöðu, t.d. VH hlutfalli, sem aðeins byggist á tölum frá einu eða tveimur árum.

Núvirði tekjustraumsins er reiknað sem summan af núvirði af útgreiddum arði á hverju ári næstu 10 árin að viðbættu núvirði söluverðs eftir 10 ár. Þetta er með öðrum orðum núvirðið af þeim peningstraumi sem fjárfestirinn á í vændum næstu 10 ár við kaup á hlutabréfi núna.

Útreikningur á núvirði tekjustraums af hlutabréfum

Til að reikna núvirði tekjustraums af hlutabréfi til tíu ára þarf fjórar stærðir:

- 1. Núverandi „normaliseraður“ hagnaður.** Það er sá hagnaður sem búast má við að fyrirtækið skili í ár ef skilyrði eru fullkomlega eðlileg. Þá er hvorki gert ráð fyrir mjög góðu né mjög slöku árfærði og engum sérstökum uppkomum í rekstrinum, hvorki til góðs né ills. Normalhagnað má áætla út frá arðsemi eigin fjár eða hagnaði miðað við veltu. Við göngum oft út frá hagnaði síðustu tímabila, fyrirliggjandi spám um hagnað og stöðu fyrirtækisins á markaði.
- 2. Arðgreiðsluhlutfall.** Þar er miðað við hlutfall síðustu tímabila ef það er þolanlega stöðugt, annars þarf að taka tillit til breytinga eða reikna meðaltal.
- 3. Árleg aukning hagnaðar** (og útborgaðs arðs ef arðgreiðsluhlutfall er fast). Þetta er erfiðasti liðurinn í því að reikna út innra verðmæti, alveg sérstaklega ef um er að ræða ungt og hratt vaxandi fyrirtæki þar sem árleg aukning hagnaðar gæti numið tugum prósentu. Í slíkum tilvikum kemur fyrir að bæði VH hlutfallið og PEG hlutfallið verða hærri en virðisfjárfestar þola almennt en samt kemur á daginn að markaðsverðið er langt undir innra verðmæti fyrirtækisins. Um þetta er hægt að sjá dæmi með því að skoða sögu mikilla vaxtarfyrirtækja aftur í tímann.
- 4. Viðmiðunarvextir**, þ.e. grunnvextir sem notaðir eru við afvöxtun þegar núvirði tekjustraumsins er reiknað. Buffett miðar við vexti af ríkisskuldabréfum til 10 ára og við höldum okkur venjulega við þá aðferð. Sumir bæta við sérstöku álagi sem tengist áhættu viðkomandi fyrirtækis, aðrir nota vexti af fyrirtækja-skuldabréfum með AAA einkunn.

Ýmsar aðferðir eru til við að áætla söluverðið eftir 10 ár en hér er stuðst við að VH gildið taki mið af ávöxtun skuldabréfa, hér 8%.

Tökum sem dæmi útreikning á innra verðmæti Dell Inc. í ágúst 2003:

Normalhagnaður er áætlaður 1,12 dollarar á hlut. Áætlaður vöxtur hagnaðar er 20% á ári næstu tvö árin, 18% á ári þrjú en 15% á ári eftir það. Dell greiðir ekki arð fyrstu árin en frá ári 5 er arðgreiðsluhlutfallið 20%. Viðmiðunarvextir eru 8%. Höfum í huga að allar tölur í

töflunni eru settar fram sem dæmi útreikningsins vegna og hafa ekki spágildi.

Tölurnar í dálknum „Hagnaður á hlut“ sýna áætlaðan hagnað ár fyrir ár ef gengið er út frá normalhagnaðinum 1,12 dollarar á hlut á ári 0 og árlega aukningu eins og sýnt er í öðrum töludálki. Þá kemur hlutfall af hagnaði sem greitt er til hluthafa og síðan útgreiddur arður á hlut. Þá kemur núvirðingarstuðullinn sem miðast við 8% í dæminu. Lengst til hægri eru sýndar núvirtar tekjur á hverju ári þar sem viðmiðunarvextir eru 8%. Á ári 10 er reiknað með arðinum það ár auk söluverðs hlutabréfanna. Söluverðið er fundið sem hagnaður ársins, 5,06 dollarar á hlut, margfaldaður með 100/8, þ.e. því VH hlutfalli sem svarar til 8% ávöxtunarkröfu sem notuð er í dæminu.

Dæmi um útreikning á innra verðmæti á hlut í Dell Inc.

Ár	Vöxtur hagnaðar á hlut, %	Hagnaður á hlut	Hlutfall af hagnaði greitt til hluthafa, %	Arður á hlut	Núvirðingarstuðull	Núvirtar tekjur á hlut m.v. ár 0
0		1,12	0	0,00	1,00	0,00
1	20	1,34	0	0,00	1,08	0,00
2	20	1,61	0	0,00	1,17	0,00
3	18	1,90	0	0,00	1,26	0,00
4	15	2,19	0	0,00	1,36	0,00
5	15	2,52	20	0,50	1,47	0,34
6	15	2,89	20	0,58	1,59	0,36
7	15	3,33	20	0,67	1,71	0,39
8	15	3,83	20	0,77	1,85	0,41
9	15	4,40	20	0,88	2,00	0,44
10	15	5,06	20	1,01	2,16	0,47
Sala á ári 10				63,28	2,16	29,30
Innra verðmæti á hlut						31,71

Þannig fæst innra verðmæti Dell Inc., þ.e. núvirði á hlut sem er 31,71 dollarar en verðið í ágústlok 2003 var 32,62 dollarar á hlut eða lítið eitt hærra en innra verðmætið miðað við forsendur dæmisins. Myndin á næstu síðu sýnir hvernig verðið á Dell hefur þróast. Það hefur u.þ.b. 3,2-faldast síðan í janúar 1998. Sú hækkun svarar til um 22% ársávöxtunar.

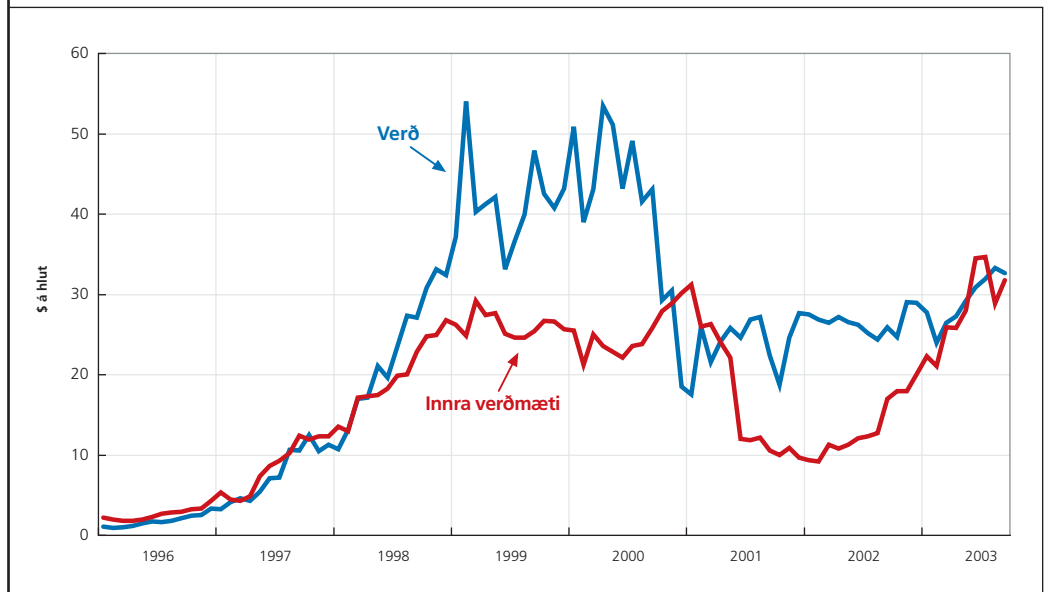
Eftir er að útskýra nánar hvernig lokagildið, söluverðið á ári 10 er fundið. Þar sem hagnaður á ári 10 er þekkt stærð, 5,06 dollarar á hlut í þessu dæmi, er hægt að reikna söluverðmæti með því að gefa sér forsendur um VH hlutfallið sem ríkjandi verður á því ári. Við höfum notað markaðsvextina 8% til að núvirða tekjustreymi árána tíu. Til að ávöxtun hlutabréfa svari til þessara markaðsvaxta þarf HV hlut-

fallið (andhverfa VH hlutfallsins) líka að vera 8%, þ.e. $H/V * 100 = 8,00$ eða $V/H = 100/8,00$ eða 12,5. Söluverðmæti á árinu 10 er því $V = 12,5 * H$, þ.e. $12,5 * 5,06$ eða 63,25 dollarar (63,28 í töflunni vegna þess að fleiri aukastafir eru notaðir í útreikningnum).

Hvers vegna er reiknað með 10 árum en ekki 7, 8 eða 12? Svarið er að ekki er hægt að rökstyðja það að nota áratug öðruvísi en svo að það er viðtekin venja á markaði að halda sig þar í grennd. Áherslan er á það að útreikningur innra verðmætis sé aðferð til að bera saman fyrirtæki fremur en til að segja nákvæmlega til um hvert innra verðmæti hlutabréfs sé í krónum eða dollurum. Ef vöxtur fyrirtækis er langt umfram vextina sem beitt er í núvirðingunni skiptir lokasöluverðið á 10. ári miklu máli eins og tölurnar í töflunni bera með sér. Þegar vöxtur er minni og arðgreiðslur háar skiptir lokasöluverðið og þær forsendur sem þar koma við sögu minna máli.

Hvað gerist ef innra verðmætið er mjög ónákvæmlega áætlað svo að skekkjan nemur mörgum prósentum, jafnvel tugum? Það gæti verið alltof hátt vegna þess að væntur vöxtur er áætlaður of hár, norm-

Verð hlutabréfa og innra verðmæti Dell Inc. 1996 til 2003



Dell er gott dæmi um að frávik geta orðið frá markaðsverði hlutabréfa á hlut og áætluðu innra verðmæti þess á hlut. Það var á árinu 1996 sem Bill Miller hjá Legg Mason Value Fund byrjaði að kaupa Dell. Í áætlun sinni um innra verðmæti Dell tókst honum að sjá fyrir mikla hækkun sem markaðsverðið á hlutabréfunum átti í vændum. Í lok ágúst 2003 var ekki mikill mismunur á milli áætlaðs innra verðmætis Dell og markaðsverðisins, - miðað við þær forsendur sem dæmið í töflunni um útreikning byggist á.

alhagnaður er áætlaður of hár eða vextir of lágir. Hvað gerum við þá? Við notum ýmsar leiðir til að reyna að minnka skaðann sem gæti hlotist af mikilli skekkju í mati á innra verðmæti. Við byrjum á okkar eigin útreikningum og okkar eigin forsendum en berum niðurstöðurnar síðan saman við útreikninga annarra, svo sem VectorVest (sjá 15. kafla) og ValueEngine.com til að þrengja óvissubilið.

Hvaða áhrif á ávöxtun hefur breyting á VH hlutfallinu frá því að hlutabréf eru keypt þar til þau eru seld?

VH hlutfallið – hlutfallið á milli markaðsvirðis fyrirtækis og eins árs hagnaðar, eða verðs á hlut og eins árs hagnaðar á hlut – er sú kennitala sem er hvað mest notuð á hlutabréfamarkaði til að mæla hlutfallslegt verð hlutabréfa. Hún var á meðal þeirra mælikvarða sem Benjamin Graham, frumkvöðull virðisleiðarinnar, notaði fyrir nærri heilli öld. Hann miðaði við mjög lágt VH hlutfall við kaup. Mótstraumsfjárfestar beita aðallega VH hlutfalli sem kennitölu þegar þeir meta kaup og einblína á lágt VH, nú síðast með því að leita að fyrirtækjum með lágsta VH hlutfall í hverri af helstu atvinnugreinunum.

VH hlutfallið er í fullu gildi þótt aðrar kennitölur, bæði PEG hlutfall og innra verðmæti hafi skákað því svolítið til hliðar. Aukið tölvuafl og nútímagagnagrunnar hafa auðveldað útreikninga og mat á flóknari kennitölum. Helsti ókosturinn við VH hlutfallið er að hagnaður á hlut er í nefnara brotsins og það er erfitt að henda reiður á því hvaða skilgreining hagnaðar á best við. Er það sögulegur hagnaður síðasta þekkts tímabils? Eða er það væntur hagnaður fyrir yfirstandandi tímabil? Og hvað ef mjög mikillar aukningar í hagnaði er vænst á næstu árum, hvernig getum við túlkað það með VH hlutfallinu?

Hér er ekki ætlunin að rekja fræðilega kosti og galla þessarar vinsælu kennitölu heldur benda á hvernig hægt er að nota hana sem viðmiðun þegar verið er að mæla vænta ávöxtun við kaup og sölu hlutabréfs. Tökum einfalt dæmi og segjum að arðsemi eigin fjár í fyrirtæki sé 20% árlega. Hagnaður á hlut vex líka árlega um 20% þannig að 20% aukning á eign hluthafans er í jafnvægi í okkar dæmi. Sá sem kaupir hlut í þessu fyrirtæki er að kaupa hlut sem stækkar um 20% á hverju einasta ári. En árangur fjárfestisins, þ.e. heildarávöxtun peninganna hans, er komin undir því á hvaða hlutfallslegu verði hann keypti hlutabréf og á hvaða verði honum tekst að selja aftur.

Hagnaður í nefnara VH hlutfallsins getur verið ýmist hagnaður síðasta tímabils, núverandi tímabils eða væntur hagnaður þess næsta. Af þessum ástæðum þarf að fara gætilega við túlkun VH hlutfallsins.

Fyrirtæki með stöðuga 20% arðsemi eigin fjár í 10 ár

VH gildi við kaup á ári 0	VH gildi við sölu á ári 10	Heildarávöxtun fjárfestis
15	15	20% á ári
10	20	20% á ári *tvöföldun = 29%
20	10	20% á ári *hálföldun = 12%
50	100	20% á ári *tvöföldun = 29%
100	200	20% á ári *tvöföldun = 29%
100	50	20% á ári *hálföldun = 12%
10	5	20% á ári *hálföldun = 12%

Taflan sýnir fyrirtæki sem skilar 20% arðsemi eigin fjár á hverju ári. Þrátt fyrir að eign fjárfestisins og hluthafans vaxi þannig um það hlutfall og ríflega sexfaldast á tíu árum er sú aukning ekki í hendi fjárfestisins nema honum takist að selja aftur á VH hlutfalli sem er að minnsta kosti jafnhátt og það var þegar hann keypti (sjá efstu töflu-línu). Þriðja lína töflunnar sýnir að hann nær ekki nema 12% árs-ávöxtun þrátt fyrir 20% arðsemi fyrirtækisins ef hann kaupir á VH 20 og getur ekki selt nema á VH 10. Í miðlínunni nær hann hins vegar tvöföldun ofan á 20% árlega ávöxtun fyrirtækisins vegna þess að hann kaupir á VH 10 og selur á VH 20 svo að árleg hækkun hans nemur 29% á ári eða ríflega tólföldun á tíu árum.

Þetta eru þau áhrif af breytingum á VH hlutfallinu á milli kaupa og sölu sem fjárfestirinn verður alltaf að hafa í huga hvaða leið sem hann beitir við að verðmeta hlutabréf. Þrátt fyrir ýmsa ókosti VH hlutfallsins er það í fullu gildi að lágt VH við kaup eykur líkur á því að hægt verði að selja á hærra VH hlutfalli síðar. Áhrifin af þeirri hækkun á hlutfallslegu verði bætist þannig við þá ávöxtun sem nemur hreinni arðsemi fyrirtækisins. Sé keypt á VH hlutfalli sem er langt yfir sögulegri viðmiðun getur svo farið að VH hlutfallið hafi lækkað aftur þegar kemur að því að selja. Við það rýrist ávöxtun fjárfestisins. Neðri hluti töflunnar sýnir til viðbótar fáein pör af VH hlutföllum við kaup og sölu vegna þess að í sögulegu samhengi hefur þetta hlutfall leikið á mjög víðu bili, allt frá 5 eða lægra upp í fáein hundruð.

Lágt VH við kaup er þess vegna ekki einhlítt til árangurs, það er samhengi VH hlutfallsins við kaup og sölu sem skiptir máli. Við komum síðar í þessum kafla og í þeim næstu að viðhorfum Bills Miller og Williams O'Neil til VH hlutfalls við kaup og hvernig þeir beita þessu hlutfalli eða sniðganga það algerlega. Látum duga að segja á þessu stigi að ein af meginreglum O'Neils er að líta ekki á VH hlutfall við kaup þótt hann beiti því við sölu á alveg sérstakan hátt. Miller hvetur til þess að við leyfum fjárfestingarhugsuninni að þroskast eftir því

sem umhverfið breytist og við með en höldum þó alltaf fast við virðishugsjónina.

PEG hlutfallið eða VH deilt með vexti hagnaðar (VH/vexti) er einmitt komið til vegna þess að fjárfestar horfast í augu við að mikill vöxtur hagnaðar er meira virði en lítill. Með því að deila vexti hagnaðar (t.d. 15% á ári) upp í hefðbundið VH (þ.e. PE) hlutfall sem er 15 fæst PEG hlutfallið 1. Það er vel þekkt viðmiðun ýmissa virðisfjárfesta að viðunandi sé að kaupa hlutabréf fyrirtæki á hlutfallslegu verði þannig að PEG hlutfallið sé lægra en einn. Þannig gæti VH hlutfallið orðið 25 eða 30 ef árlegur vöxtur hagnaðar er 25% eða 30% en PEG hlutfallið er áfram 1.

Aðrir virðisfjárfestar hafa víkkað sjóndeildarhring sinn ennþá meira í túlkun á lágu hlutfallslegu verði. Segja má að hugtakið innra verðmæti sé hinn endanlegi mælikvarði á verðmæti í þeirra augum. Fræðilega væri okkur óhætt að gleyma alveg VH og PEG og treysta eingöngu á innra verðmæti þegar það er vel ofan við eða langt ofan við markaðsverðmæti fyrirtækisins. Vandinn er sá að óvissa í mati á innra verðmæti er mikil og þess vegna hafa virðisfjárfestar sjálfsagt tilhneigingu til að líta líka á hefðbundnu kennitölurnar VH og PEG. Það skal tekið fram að venjulega er samræmi í mati á innra verðmæti, PEG og VH. Ef innra verðmæti er langt ofan við markaðsverðmæti fyrirtækis er ólíklegt að VH eða PEG hlutföllin séu mjög há nema vöxturinn sé þeim mun meiri, hugsanlega tugir prósentu.

Bill Miller og viðhorf hans til VH hlutfallsins

Bill Miller er ein skærasta stjarnan í skóla virðisfjárfesta nú í upphafi nýrrar aldar. Á árunum 1991 til 2002 náði sjóður hans Value Trust hjá Legg Mason meiri hækkun en S&P 500 vísitalan á hverju einasta ári eða í tólf ár í röð. Ef til vill má segja að hann sé fyrsti kunnir virðisfjárfestirinn sem nær framúrskarandi árangri á sviði nýja hagkerfisins sem svo var nefnt á tíunda áratug 20. aldarinnar vegna umbyltingar í tæknimálum og þeim umbótum sem urðu í rekstri fyrirtækja á þeim tíma. Miller er hagfræðingur að mennt og lauk doktorsprófi í heimspeki frá Johns Hopkins háskólanum. Eftir það heillaðist hann af hlutabréfamarkaði og gerðist sjóðstjóri hjá Legg Mason í Baltimore árið 1981. Miller er íhaldssamur virðisfjárfestir af skóla Grahams og Buffetts en hann er grimmur og leggur áherslu á sveigjanleika í allri hugsun um fjárfestingu til að ná hámarksávöxtun.

Áhersla Millers á sveigjanleika í heimspekilegri greiningu hans á fyrirtækjum og neytendum og gerjun í samfélaginu hefur leitt hann

inn á nýjar brautir í virðisfjárfestingu. Ýmsir áttuðu sig ekki á greiningu Millers í upphafi og hafa ef til vill ekki gert það enn.

Þannig ritaði Mary Rowland, kunnur dálkahöfundur á sviði hlutabréfasjóða, í einum dálka sinna („Is There Still Value in Value Funds?“, *MoneyCentral Investor*, MSN.com, apríl 1999):

Fáeinir sjóðstjórar hjá virðissjóðum, eins og William Miller hjá Legg Mason Value, eru farnir að kaupa annað en það sem okkur sýnist vera virðisfyrirtæki. Árangur Millers er frábær. Ávöxtun hans á hverju ári síðustu þrjú árin er yfir 43%. En er hægt að kalla það virðisfjárfestingu þegar fyrirtæki eins og AmericaOnline, Dell Computer og MCI WorldCom eru á meðal stærstu eigna sjóðsins? Að mínum dómi er það ekki hægt.

Miller fer ótroðnar slóðir vegna þess að hann skilgreinir virðisfjárfestingu að eigin hætti, eins og fram kemur í því sem haft var eftir honum á CNNfn vefnum þann 19. júní árið 2000.

Við reynum að kaupa hlutabréf í fyrirtækjum sem eru verðlögð á markaði langt undir innra verðmæti þeirra. Við erum tilbúin til að leita eftir virðisfyrirtækjum á hvaða sviði sem er og það gerir gæfumuninn. Við útilokum ekki hátækni þegar við erum að leita að hlutabréfum á markaðsverði sem er langt undir innra verðmæti.

Árið 1996 fór Miller að kaupa hlutabréf í Dell Computers. Þau voru þá á mjög hagstæðu verði en engu að síður sjaldséð í söfnum virðisfjárfesta vegna þess að það ár var lægð í sölu á einkatölvum. Skömmu eftir kaup Millers margfaldaðist verðið á Dell og áttu þau hlutabréf stærstan þátt í því að verðmæti Value Trust hækkaði um 15% meira en S&P 500 vísitalan árið 1996.

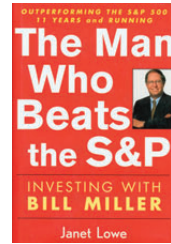
Árið 1997 tók Bill Miller að kaupa hlutabréf í AmericaOnline og beitti þá sömu rökum og við kaupin á Dell árið áður. Við útreikning á innra verðmæti AOL fyrir kaupin notaði hann 30% afkastavexti til þess að taka fullt tillit til áhættunnar sem talin var fólgin í rekstri netfyrirtækja, en engu að síður reyndist markaðsverðið vera langt undir áætluðu innra verðmæti Millers. Það árið hækkaði AOL um 172% og Dell um 216% svo að verðmæti eignarhluta í Value Trust hækkaði um 37%. Þrátt fyrir að verðið á AOL og Dell hefði margfaldast og þau væru orðin mjög stór hluti af eignum Value Trust seldi Miller engin hlutabréf í þessum tveimur fyrirtækjum á árinu 1997. Hann er trúr eigin sannfæringu og heldur áfram að reikna og meta verðmæti hlutabréfa með sínum hætti og lætur ekki VH hlutföll hafa bein áhrif á ákvarðanir sínar um kaup eða sölu hlutabréfa.



Bill Miller.

Heilræði Bills Miller til almennra fjárfesta

Hér eru fáein heilræði frá Bill Miller sem Janet Lowe rekur í bók sinni um Miller, *The Man Who Beats the S&P*, (Lowe 2002) og nefnir Bill Miller's Investment Principles.



1. Leyfum fjárfestingarhugsuninni að þroskast eftir því sem umhverfið breytist og við með en höldum þó alltaf fast við virðishugsjónina.

Aðstæður á markaði eru sibreytilegar og leiða af sér að við verðum alltaf að vera að læra og vera opin fyrir nýjungum og endurbótum á eigin aðferð. Við breytum ekki grunnhugsuninni í virðisleiðinni en reynum að læra af öllu sem við fréttum af og okkur finnst að gæti komið að gagni við að bæta árangurinn.

2. Leitum í sífellu að fyrirtækjum sem skara fram úr á markaðnum. Nýtum okkur styrkleika en ekki veikleika keppinautarins, S&P 500 vísitölunnar.

Í hverjum mánuði, í hverri viku, hækka hlutabréf í fyrirtækjum í verði og veltan eykst. Einhver þessara fyrirtækja geta átt eftir að skara fram úr og tífaldast eða tuttugufaldast í verði á næstu árum. AOL, MBNA og Dell hækkuðu öll meira en tuttugufalt í verði á síðasta áratug og önnur fyrirtæki eiga eftir að leika það eftir. Hlutabréfaverð sumra fyrirtækjanna í S&P 500 eða annarri vísitölu sem við erum að keppa við fer hækkandi en annarra lækkandi. Fylgjumst sérstaklega með þeim sem eru að hækka.

3. Fylgjumst með á markaðnum og í þjóðar- búskapnum en reynum ekki að byggja á spám um framvinduna.

Markaðurinn í heild er nægilega skilvirkur til þess að erfitt eða ómögulegt er að spá fyrir um framvinduna langt fram í tímann. En í tækni- greiningu og jafnvel í grunngreiningu er mikið af kennitölum sem við getum notað til að meta núverandi stöðu út frá nýliðnum tíma-

bilum. Við getum áttað okkur á því hvar við erum stödd í 1–2–3–4 sveiflu markaðarins (sjá 11. kafla) og það felur í sér miklar upplýsingar. Það er næstum ómögulegt að meta hve langan tíma hvert stig tekur eða hvenær við færumst yfir á það næsta.

4. Leitum sérstaklega að fyrirtækjum með háa arðsemi eigin fjár og yfirburðastöðu hvað varðar vörur, þjónustu, nýjungar, tækni og stjórnun.

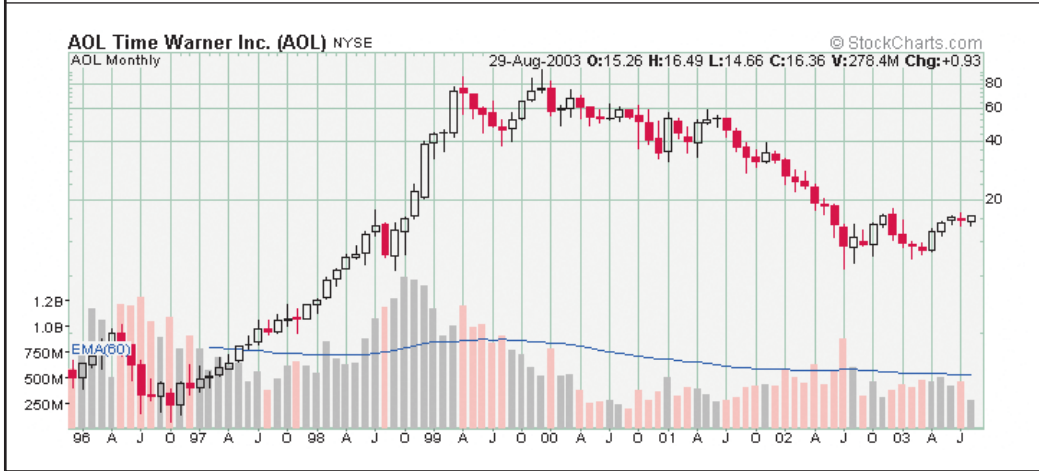
Yfirburðastaða á markaði er það sem Warren Buffett leitar eftir og hann er ekki einn um það. Góðir stjórnendur sem bera hag hluthafanna fyrir brjósti fremur en eigin hag og sterk staða á markaði sem kemur fram í stöðugleika í aukningu hagnaðar og hárrí arðsemi eigin fjár eru góð vísibending um að fjárfesting geti verið áhugaverð.

5. Leitum að hlutabréfum sem eru fánleg á markaði langt undir áætluðu innra verðmæti sem reiknað er út á fáeina mismunandi vegu og getur staðist til langs tíma.

Innra verðmæti fyrirtækis er huglæg stærð vegna þess að byggja þarf á áætlun um norm- alhagnað ársins og um árlegan vöxt hans, arðgreiðslur og loks söluverð í lok áætlunartímabilsins. Ef núvirðing markaðarins á framtíðarhorfum fyrirtækisins eins og hún kemur fram í markaðsverðinu er vel undir áætlunum um innra verðmæti getur það verið merki um góð kaup.

6. Leitumst við að hafa hlutabréf í safni ekki fleiri en brýna nauðsyn ber til, á bilinu 15 til 50.

Hlutabréf í AOL Time Warner frá janúar 1996 til ágúst 2003



Bill Miller byrjaði að kaupa hlutabréf í AmericaOnline á árinu 1996 í mikilli lækkun. Hlutabréfin áttu þá í vændum margföldun í verði á árunum 1997 og 1998 en lækkun varð að sama skapi mikil árin 2000 til 2002 frá hámarksverðinu 80 dollarar á hlut á árinu 1999.

Verjumst þeirri freistingu að kaupa hlutabréf í of mörgum fyrirtækjum. Þá verður ónógur tími til að fylgjast nægilega vel með þeim öllum og þá verður dreifingin í safninu of mikil til að hægt sé að ná framúrskarandi árangri.

7. Leitumst við að hámarka vænta ávöxtun hlutabréfasafnsins, einblínum ekki á það hve oft við hittum á að velja rétt hlutabréf.

Flestir reyna að hámarka skiptin þegar tekst að velja réttu hlutabréfin í safn vegna þess að sársaukinn af að viðurkenna mistök og tap er tvöfaldur á við ánægjuna þegar vel tekst til. En það hve oft okkur tekst að finna réttu fyrirtækin skiptir miklu minna máli en margur heldur. Það mikilvægasta er hve mikið manni tekst að græða í þau skipti sem maður veðjar rétt. Miller fer því að eins og Buffett og leggur gríðarlega mikið undir þegar hann telur miklar líkur á að hann hafi veðjað rétt.

8. Leyfum góðu fyrirtækjunum að hækka í verði og vaxa í safninu en fylgjum hækkunum eftir með hækkandi tapsölumörk-

um þegar þau virðast vera að færast yfir í stöðu þrjú (sjá 11. kafla).

Við seljum hlutabréf þegar:

- verðmæti fyrirtækis hefur hækkað upp í innra verðmæti en athugið að innra verðmætið fer líka hækkandi með tím-anum
- betra fyrirtæki finnst með miklu betri væntingum um hækkun í verði
- grundvallarbreyting verður í einhverju þeirra skilyrða sem við settum þegar gengið var til kaupanna.

Margir virðisjáfrestar hafa tilhneingingu til að selja hlutabréf þegar VH hlutfallið er orðið óþægilega hátt eftir góða hækkun, t.d. 20 eða 50%. Slík hækkun er vissulega ágæt en hún gæti orðið miklu meiri og það er vel þess virði að taka þá áhættu að selja ekki. Beitum hækkanlegum tapsölumörkum til að ná sem mestu af hækkuninni. Höfum í huga að með þessari aðferð erum við í reynd komin yfir í stöðutöku sem kallar á að fylgst sé með markaðnum að minnsta kosti daglega.

Er verið að brjóta vinnureglur með því að fara úr virðisleiðinni með tímasetningu yfir í stöðutöku í miðri á? Nei, engan veginn. Gleymum því ekki að allir fjárfestar verða að tímasetja við kaup og sölu hlutabréfa, það verður ekki umflúið. Aftur á móti er ekki nauðsynlegt að halda stöðu í hækkandi hlutabréfum sem eru að komast úr mikilli hækkun í stöðu tvö alla leið yfir í stöðu þrjú, ef það reynir af mikið á taugarnar eða ef tími og viðvera fjárfestisins leyfa það ekki.

Heilræði Millers eru hugsanlega þau merkustu sem nefnd eru í þessari bók. Heilræði eru stundum þess eðlis að maður skilur þau ekki til fulls eða skynjar ekki boðskap þeirra við fyrstu sýn. Sá sem les heilræði Millers yfir mörgum sinnum á löngum tíma og lærir þau utanbókar (þau eru aðeins átta talsins) og reynir að komast til botns í merkingu þeirra, hann er skrefi nær því að verða góður fjárfestir.

Hvað gerum við þegar hækkun upp að innra verðmæti gengur ekki eftir?

Loks komum við að gerólíkri spurningu. Hvað gerist þegar við kaupum hlutabréf í fyrirtæki með lágt VH hlutfall, lágt PEG og innra verðmæti langt yfir markaðsverðmæti – en síðan verður ekkert úr þeirri hækkun á markaðsverðmæti fyrirtækisins sem vænst var og þessar mælingar benda að jafnaði til?

Þessa spurningu hafa virðisfjárfestar glímt við allt frá dögum Grams og í 6. kafla nefndum við hana martröð mótstraumsfjárfestisins. Það var Charlie Munger, nánasti samstarfsmaður Warrens Buffett í áratugi, sem beindi þeim síðarnefnda inn á rétta braut í þessu efni með því að benda á mikilvægi þess að fyrirtæki njóti yfirburðastöðu á markaði. Þau fyrirtæki hafa betri möguleika á að vaxa og vernda arðsemi eigin fjár (samanber til dæmis Coca-Cola, McDonalds og IBM) en vöxtur hagnaðar og arðsemi eigin fjár eru einmitt forsenda sífelldrar og varanlegrar hækkunar á verði hlutabréfa.

Nú á dögum er orðið æ algengara að fjárfestar beiti fyrir sig tæknigreiningu til að finna svarið við þessari spurningu, auk grunngreiningar, hvort sem þeir fara eftir virðisleiðinni, vaxtarleiðinni eða einhverjum öðrum leiðum, jafnvel í hlutlausri stýringu. Beitt er tapsölmörkum og síðan er einfaldlega selt aftur ef sú hækkun sem búist var við gengur ekki eftir.

Áður en lengra er haldið til að kanna hvernig tæknigreiningu er beitt til að laða fram svarið við þessari erfiðu spurningu skulum við líta á tvo bandaríska fjárfesta og gagnakerfi þeirra. Þeir eru dr. Bart DiLiddo hjá VectorVest og William O'Neil hjá *Investor's Business Daily*.

Framlag þeirra til dýpri hugsunar og betri mælinga í hlutabréfum á síðasta hluta 20. aldarinnar og í byrjun nýrrar aldar er ómetanlegt.

Grundvöllinn í virðisleiðinni með tímasetningu er að rekja til Buffetts og skólans sem kenndur er við Graham og Dodd. Í tímans rás verður þó að taka tillit til nýrrar tækni, alveg sérstaklega til áhrifa tölvutækninnar við að miðla upplýsingum um hlutabréf með örskotshraða um alla veröldina og greina þær á sekúndubrotum á skjánum fyrir framan fjárfestinn, hvar sem hann kann að vera staddur. Hér er yfirlit um það helsta sem við höfum lært af Warren Buffett og stefnu hans í virðisfjárfestingunni og tekið upp í okkar eigin aðferð en tímasetningarhliðinni er lýst nánar í 15. og 16. kafla.

1. Að meta arðsemi eigin fjár mjög mikils og leggja þá stærð til grundvallar við val á hlutabréfum sem fjárfest er í.
2. Að leggja mikla áherslu á vöxt hagnaðar á hlut. Við verðum alltaf að líta á löng tímabil, marga ársfjórðunga eða fáein ár, en sambandið á milli vaxtar hagnaðar á hlut og arðsemi eigin fjár er náíð (sjá töflu framar í þessum kafla).
3. Að velja fyrirtæki sem hafa sterka markaðsstöðu því að öðruvísi er erfitt að halda hárrí arðsemi eigin fjár til langs tíma og þeim háa vexti hagnaðar sem slíkri arðsemiskröfu fylgir. Fyrirtæki sem eru háð hagsveiflunni í rekstri sínum (t.d. fyrirtæki í ferðageiranum, bílaframleiðendur og framleiðendur ýmissa varanlegra neysluvara) ná að jafnaði síður að halda hárrí arðsemi eigin fjár vegna samdráttar í eftirspurn sem þau verða fyrir annað veifið.
4. Að kaupa aðeins þegar markaðsverð fyrirtækis er hlutfallslega lágt miðað við áætlað innra verðmæti þess. Þetta er það sem Warren Buffett hefur nýtt sér í gegnum árin svo að stundum hefur aðferðum hans verið líkt við „sértæku“ mótstraumsleiðina (sjá nánar í 6. kafla).

15

2.373% ávöxtun í skóla VectorVest hjá dr. DiLiddo

Við David Darton erum sammála um að afturhvarf til meðaltalsins, þ.e. sú tilhneiging hjá ávöxtun verðbréfa að leita alltaf til baka í langtíma meðaltal hvers flokks, sé eitthvert mikilvægasta aflið í heimi fjárfestingarinnar.

Barton Briggs

-
- *VectorVest Inc. og dr. Bart DiLiddo*
 - *Hvað einkennir aðferðir dr. DiLiddos við val á hlutabréfum?*
 - *Gagnagrunnur VectorVest og áhugaverðustu kennitölurnar*
 - *Fjárfestingarhugsun VectorVest*
 - *Hvaða ávinningur er af kerfi VectorVest?*
 - *Lífsglöðu táníngarnir: Sum sex dollara fyrirtæki slá í gegn og verða risar*
 - *Gott hjálpartæki við mat á innra verðmæti og stöðu markaðarins*
-

Aðferðir Warrens Buffett við val á hlutabréfum hafa haft mikil áhrif á að móta hugsun okkar um virðisleiðina með tímasetningu, hvernig hlutabréf eru valin og um ákjósanlegustu eiginleika fyrirtækja. Hann og aðrir þeir sem aðhyllast skóla virðisfjárfestanna hafa reynst góð fyrirmynd. Við tímasetningarhluta aðferðarinnar höfum við lært af þremur öðrum erlendum fjárfestum og fyrirtækjum þeirra og eitt þeirra er Pristine sem greint er frá í 12. kafla.

Í þann mund sem atvinnugreinasjóðum ÍSB var hleypt af stokkunum í febrúar 2001 varð okkur ljóst að við gætum bætt árangur okkar við stýringu á söfnum og við að tímasetja kaup og sölu á hlutabréfum með því að bæta upplýsingum um tæknigreiningu við í aðferð okkar. En það var ekki fyrr en við kynntumst skóla VectorVest skömmu síðar að við áttuðum okkar á því hvernig hægt er að fella saman niðurstöð-

ur úr grunngreiningu og tæknigreiningu í eina heildstæða mynd þannig að hvor styrki aðra.

Eins og kemur fram í 10. kafla byggist tæknigreining á úrvinnslu á gögnum um verð, viðskiptaveltu og tíma. Vixlarar (e. *traders*) og skammtímafjárfestar nota margir hverjir eingöngu upplýsingar úr tæknigreiningu vegna þess að grunngreining vísar að jafnaði til lengra tímasviðs en þeir eru að vinna á. Það liggur því í augum uppi að tæknigreining getur alltaf bætt árangur fjárfestis, í það minnsta við að tímasetja kaup og sölu á hlutabréfum. Þegar betur er að gáð er hafsjór af upplýsingum sem hægt er að vinna með tæknigreiningu en grunngreining nær alls ekki til. Fjárfestar ættu því jafnan að vera betur settir með því að beita báðum þessum aðferðum. Lítum nánar á VectorVest og frábæra stefnu þeirra.

VectorVest Inc. og dr. Bart DiLiddo

Dr. Bart DiLiddo (f. 1931) stofnaði VectorVest Inc. árið 1976. Á námskeiði snemma árs 2003 sagði hann söguna af því hvernig fyrirtækið varð til. Hann var starfandi sem efnaverkfræðingur í Cleveland í Ohio í Bandaríkjunum og hafði látið verðbréfasalann sinn sjá um að ávaxta sparifé þeirra hjónanna í hlutabréfum. Hann var engan veginn ánægður með árangurinn og fannst verðbréfasalinn kaupa á háu verði og selja aftur á lágu verði. Loks gafst hann upp og seldi öll hlutabréfin sem hann átti í desember 1974, nákvæmlega þegar verðið var lægst á botni bjarnarmarkaðarins sem hófst árið 1973 við olíuverðshækkanirnar og rétt áður en hlutabréfaverðið tók að hækka aftur.

Dr. DiLiddo eignaðist ekki hlutabréf aftur fyrr en á árinu 1977. Þá hafði S&P 500 vísitalan náð að hækka aftur um þau 50% sem lækkunin nam á árunum 1973 og 1974. Vetrarkvöld eitt árið 1976 þegar kafaldsbylur geisadi í Cleveland ákvað hann að beita þeirri þekkingu sem hann hafði öðlast í námi og starfi í efnaverkfræðinni til að ráða fram úr frumskógi upplýsinga fjármálafyrirtækja um hlutabréf. Honum fannst þær óaðgengilegar og ruglingslegar, svo að ekki sé meira sagt. Þetta kvöld stofnaði hann VectorVest.

Hvað einkennir aðferðir dr. DiLiddos við val á hlutabréfum?

Dr. DiLiddo kennir fleiri en eina aðferð við að fjárfesta í hlutabréfum og kerfi VectorVest byggist á því að beita mismunandi aðferðum eftir því hver staðan er á markaði hverju sinni. Við eigum eftir að kynna því hvernig hann nýtir sér hugsun virðisfjárfesta til hins ýtrasta. „Peningarnir leita þangað sem ávöxtunin er best“ (e. *Money Goes*

„Meira kaup en pabbi og mamma“

Í formála að litlu kveri fyrir börn og unglinga sem VectorVest gaf út ásamt PoetsRoad Inc. fyrir jólin 2002, *Make More Than Your Parents*, segir dr. DiLiddo frá því hvernig hugsjónir hans urðu til. Árið



DiLiddo.

1940, þegar hann var aðeins barn að aldri, hét hann sjálfum sér því að hann skyldi ná því marki að vinna sér inn eitt cent á mínútu eða 0,60 dollara á klukkustund. Þetta hljómar ekki hátt í upphafi 21. aldarinnar en fyrir níu ára snáða sem var með aðeins 10 cent á tímann fyrir að bursta skó árið 1940 var það sexföldun á aflafé og mun meira en faðir hans hafði í laun. Í krafti heitstrengingar sinnar hélt hann áfram að bursta skó og vann síðan líka við að fylla á hillur í verslunum, bera út blöð – eins og kollegi hans Warren Buffett gerði um svipað leyti nokkru sunnar í landinu, slá gras, moka snjó og draga golfkerrur. Hann lét ekkert tækifæri ónotað til að vinna sér inn peninga.

Hann var 17 ára þegar hann náði takmarki sínu um 60 cent á klukkutímann og hafði þá 30 dollara í laun á viku við að draga golfkerru sex

daga vikunnar. Þá urðu tímamót í lífi hans. Hann strengdi þess heit að láta sér ekki nægja að vinna líkamlega vinnu allt sitt líf, hann ætlaði að nota kollinn líka. Hann fór í háskóla, lauk doktorsprófi í efnaverkfræði frá CIT í Cleveland í Ohio og stundaði síðan nám við Harvard Business School og MIT Sloan School of Management. Hann vann með náminu og vann einnig til styrkja og þannig tókst honum að kosta nám sitt algerlega sjálfur og án þess að taka lán.

Í *Make More Than Your Parents* gefur dr. DiLiddo lesendum sínum eftirfarandi heilræði.

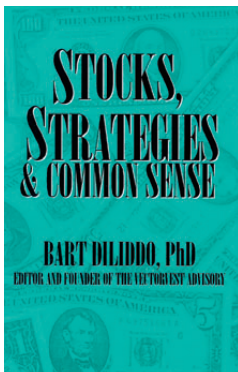
Besta fjárfestingin í lífi mínu var að fara í háskóla. Námið gerði mér kleift að ná árangri langt umfram það sem mig hafði nokkru sinni órað fyrir. Þér stendur opið að fara sömu leið. ... Lífið er fullt af tækifærum. Leggðu hart að þér, leggðu stund á það sem þér finnst skemmtilegt og haltu þér frá vandræðum.

Bókin heitir *Make More Than Your Parents* eða *Meira kaup en pabbi og mamma* til minningar um heitstrengingu dr. DiLiddos frá því að hann var níu ára að bursta skó í Cleveland árið 1940.

Where Money Grows) er hans mottó. Hugsunin að baki aðferðum hans er frjórri og ríkari en svo að hana megi fella í einfalt mót momentumleiðarinnar eða annarra.

Í aðferð VectorVest sameinar hann grunngreiningu fyrirtækja að hætti virðisfjárfesta, stöðugleika þeirra og stefnufestu, tæknigreiningu á verð- og veltugögnum, greiningu á þjóðarbúskapnum, atvinnugreinum hans og undirgreinum. Allt þetta fellir hann saman í eitt, samfelt og rökrænt kerfi sem er ítarlegra en völ er á annars staðar þar sem við þekkjum til. Gagnagrunnur VectorVest nær til flestra skráðra fyrirtækja á Bandaríkjamarkaði, alls um átta þúsund á árinu 2003. Hluti af greiningunni og hluti af bók dr. DiLiddos, *Stocks, Strategies and Common Sense* er til reiðu án endurgjalds á opnum vef fyrirtækisins, VectorVest.com.

Aðferðir VectorVest eru markvissar og örugglega á austurvæng hlutabréfahringisins okkar. Þær eru einkum í efri hluta hringsins þar



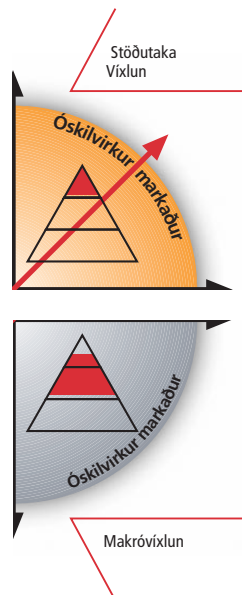
Heimasíða VectorVest Inc., VectorVest.com.

Á vefnum er að finna mikil fræðslufni og upplýsingar um greiningu og gagnagrunna fyrirtækisins. Þar er líka að finna marga kafla úr bók dr. DiLiddos, Stocks, Strategies and Common Sense sem fáanlegir eru án endurgjalds.

sem byggt er á hlutabréfatínslu og tímasetningu markaðarins. Þó bregður dr. DiLiddo sér niður í suðasturhlutann í makrófjárfestingu þegar þannig ber við. Þegar stríð geisaði í Írak vorið 2003 ríkti mikil óvissa á markaðnum og þá var látið duga að fara í makróvixlun til að taka minni áhættu. Að taka áhættu við að velja hlutabréf á þeim tíma auk þess að tímasetja viðskipti á markaðnum var vandasamara en svo að það teldist skila árangri og þess vegna var aðeins veðjað á markaðinn í heild. Að tímasetja kaup og sölu er aftur á móti grunnþáttur í fjárfestingarhugsun VectorVest og er *Riding The Wave* ein af helstu leiðunum. Gefum dr. DiLiddo orðið:

Hugsum okkur að hlutabréfamarkaðurinn sé eins og hafið. Sjórinn er á sífelldri hreyfingu. Stundum er hann lygn, reglubundinn og friðsamlegur. Stundum ofsafenginn og ruglingslegur með hvítfyssandi öldum sem brotna út og suður. Ef maður horfir út á hafið frá ströndinni sér maður það frá vissu sjónarhorni. Óreglulegar og ruglingslegar hreyfingar verða þá stefnubundnar og öldurnar falla eins og í röð í átt að ströndinni. Stundum eru þær litlar og fingerðar, stundum stórbrotnar og ógnvænlegar. Sjóbrettakappar þekkja þessi skilyrði og hafa yndi af því að ríða öldufaldinn inn á ströndina aftur og aftur (*Riding the Wave to Explosive Profits in Up and Down Markets*, dr. DiLiddo, sjá „*Riding the Wave*“, VectorVest.com).

Markaðurinn er síbreytilegur eins og hafið. Stundum fer verðið hækkandi og stundum lækkandi. Fréttir úr fjármálaheiminum, af stjórnámum eða úr þjóðfélagsmálum, bylja í sífellu á fjárfestum. Eins



Hluti af VectorVest Online þar sem aðgangur er að allri þjónustu VectorVest á vefnum gegn gjaldi. Gagnagrunnur og greiningartæki VectorVest eru einhver þau fullkornustu sem völ er á. Takið eftir Market Timing Indicator (MTI) neðst í horninu til hægri. MTI og verðvísitalan VVC til vinstri við hana sýna að í lok ágúst 2003 hafði verið nær samfelld verðhækkun í sex mánuði á markaði í Bandaríkjunum.



og á við um hafið virðast hreyfingar á markaðnum í fyrstu fullkomlega óreglulegar, en svo er ekki. Verðið á markaði hækkar og lækkar í reglubundnu öldumynstri. Þetta mynstur sést greinilega með sérstökum tæknivísi VectorVest sem nefnist Market Timing Indicator (MTI).

Gagnagrunnur VectorVest og áhugaverðustu kennitölurnar

Í gagnagrunni VectorVest eru um 8.000 fyrirtæki árið 2003. Auk þess að gefa margvísleg yfirlit og greiningu um hvert og eitt þeirra eru öll fyrirtækin líka reiknuð saman í eitt fyrirtæki sem nefnist *VectorVest Composite*. Þannig er fundið verð á hlut í þessu „meðalfyrirtæki“, hagnaður á hlut, aukning á hagnaði, VH, PEG og allar aðrar kennitölur sem reiknaðar eru fyrir önnur fyrirtæki í gagnagrunninum. VectorVest leggur áherslu á að veita aðgang að reiknuðum stærðum sem óviða eru fáanlegar annars staðar. Þannig er til dæmis innra verðmæti reiknað út fyrir hvert og eitt fyrirtæki svo og fyrir VVC, ekki aðeins fyrir nýjasta tímabilið heldur líka fyrir hvern einasta dag, viku eða mánuð svo langt aftur sem tölur um fyrirtækin eru til í gagnagrunninum, oftast fimm til tíu ár. Þannig má rekja þróun innra verðmætis á hlut í fyrirtæki eða markaðarins í heild langt aftur í tímann og bera það saman við skráð verð á markaði (sjá nánar um útreikning á innra verðmæti fyrirtækis í 14. kafla).

Allar sérstakar kennitölur VectorVest og einnig tæknivísar eru umreiknuð þannig að gildi þeirra liggja á bilinu frá 0 til 2 þar sem 1

Coach Inc. sýndi frábæran vöxt og góðan árangur árin 2001 til 2003

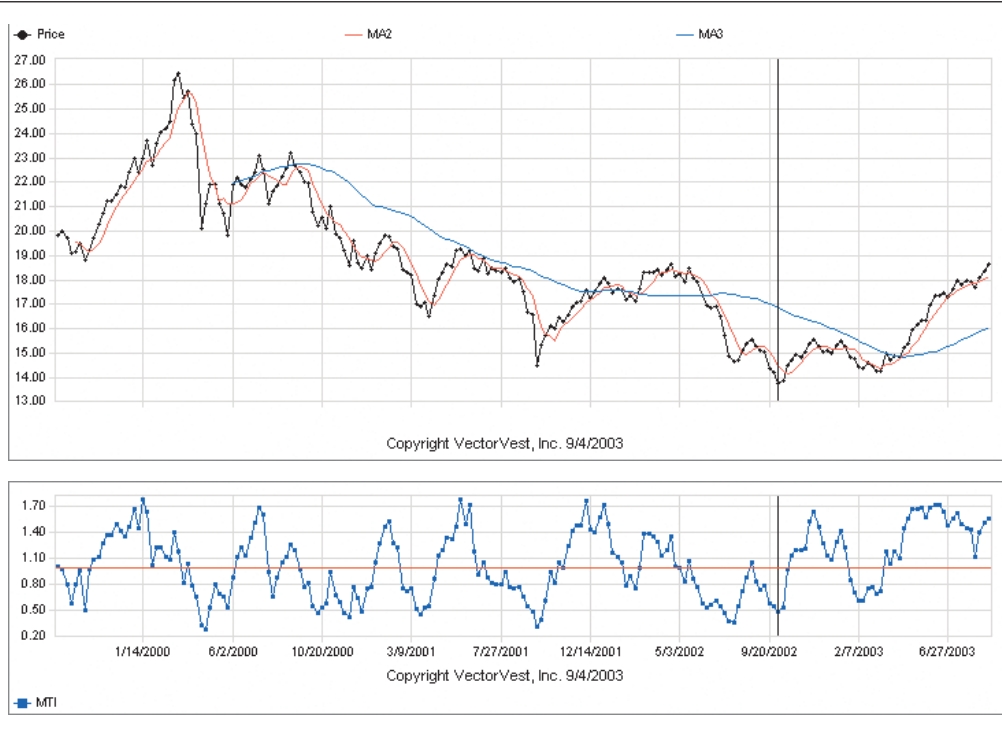


Coach Inc., bandarískt fyrirtæki sem framleiðir og selur leðurvörur og fylgihluti, sýndi frábæran árangur á hlutabréfa-markaði á bjarnarmarkaðnum sem ríkti árin 2001 til mars 2003. Bláa línan efst á efri myndinni sýnir áætlað innra verðmæti hlutabréfanna en svarta línan sýnir hlutabréfaverðið í vikulegum gögnum. Fyrir mitt árið 2002 tekur innra verðmæti á hlut að hækka yfir markaðsverð hlutabréfanna og helst langt yfir því allt til ágústloka 2003 er myndin endar. Takið líka eftir hvað Relative Timing, rauða línan á neðri hluta myndarinnar, segir glögglega til um væntanlegar verðbreytingar Coach. RT fer nærri aldrei niður fyrir 0,3 og nærri aldrei yfir 1,7. Þegar RT er yfir 1,0 er mjög líklegt að hlutabréfaverðið á markaði sé hækkanði.

er í miðjunni. Þannig er vísirinn RSI (e. *Relative Strength Indicator*) reiknaður fyrir hvaða fyrirtæki sem er en RSI fyrir VVC gegnir alveg sérstöku hlutverki þar sem um er að ræða „hlutfallslega stöðu“ á markaðnum í heild. Hjá VectorVest nefnist sú stærð *Market Timing Indicator* og það er staða þess vísis sem lögð er til grundvallar þegar staða markaðarins er mæld. MTI mælir þannig mjög vel stöðuna í undirsveiflum markaðarins en þær ásamt VVC, markaðsvísitölunni, eða „markaðshlutabréfinu“ sýna stöðu markaðarins á hverjum degi.

Mikilvægur þáttur í starfsemi VectorVest er dagleg ráðgjöf dr. DiLiddos sem er að finna í VectorVest Views hluta vefsins. Þessi hluti er ekki án endurgjalds en reynsluáskrift í fáeinar vikur er ekki dýr. Þar er jafnan að finna sérstök skilaboð til þeirra sem „ríða öldufaldinn“ í fjárfestingu sinni (e. *Riding The Wave*).

Langa lækkunarskeiðið 2000 til 2003 og greining þess í undirsveiflur



Svarta línan á efri myndinni sýnir VectorVest Composite eða VVC en það er verðvísitala allra fyrirtækjanna í gagnagrunni VectorVest, um 8.000 talsins. Tímabilið eru fjögur árin frá september 1999 til ágústloka 2003 í vikulegum gögnum. Þann 10. mars árið 2000 var verðið hæst en eftir það tók við lengsti bjarnarmarkaður í 70 ár. Lægsta verðið var 10. apríl 2003, þremur árum og einum mánuði síðar (m.v. vikuleg gögn, sjá lóðréttu linuna á myndinni). Rauða línan á myndinni sýnir 10 vikna hlaupandi meðaltal og bláa línan sýnir 40 vikna meðaltal. Á neðri myndinni er Market Timing Indicator, MTI, sem er Relative Strength Indicator fyrir VVC. Takið eftir hve náð samband er á milli hreyfinganna í MTI og verðsveiflnanna í VVC. Vegna þess að MTI fer mjög sjaldan yfir 1,70 eða undir 0,30 gefur hann mjög glögga vísendingu fyrir fram um breytingar á VVC, þ.e. verðbreytingar á markaðnum í heild. Þetta er grunnurinn undir „Riding the Wave“ aðferð VectorVest.

Fjárfestingarhugsun VectorVest

En hver er þá fjárfestingarhugsun dr. DiLiddos? Skýrt svar við þeirri spurningu er að finna í skilaboðum hans í bókinni *Make More Than Your Parents* (2002:91) til barna og unglinga sem eru að alast upp. Hann víkur hvergi frá upphaflegri hugsjón sinni. Í bókinni gefur hann þrjár ábendingar um val á hlutabréfum og þær lýsa fjárfestingarhugsun hans vel í stuttu máli. Um leið eru þetta reglurnar þrjár sem lagðar eru til grundvallar í hlutabréfakerfi VectorVest.

1. Leitið að hlutabréfum sem eru undirverðlögð á markaði

Fyrsta skrefið til að velja hlutabréf er að leita eftir fyrirtækjum sem hagnast verulega og græða mikla peninga. Kynnið ykkur allt um

hlutabréf fyrirtækja þar sem hagnaður er að aukast mjög hratt og veljið fyrirtæki sem sífellt auka hagnað sinn staðfastlega ár eftir ár.

Þessi hlutabréf eru oft mjög hátt verðlögð á markaðnum. Ef innra verðmæti þeirra er engu að síður hærra en markaðsverðið þá geta þau samt verið á góðu verði. Það er ekki einfalt að reikna út innra verðmæti fyrirtækis og til þess þarf mikilvægar upplýsingar (sjá 14. kafla).

2. Leitið að öruggum hlutabréfum

Þið munið fljótt veita því athygli að verð á vissum stórfyrirtækjum, eins og til dæmis McDonalds, vekja ekki mikla hrifningu eða æsing á markaðnum en verðið hækkar þó alltaf ár eftir ár. Önnur, eins og til dæmis Chrysler, eru alltaf í fréttunum en verðið breytist í sífellu til skiptis til hækunar eða til lækkunar, án þess að hækka mikið til lengdar.

Ástæðan er einföld. Fyrirnefnda fyrirtækið hefur sýnt stöðuga aukningu hagnaðar um árabíl en hagnaður þess síðarnefnda hefur verið fremur óstöðugur.

Mikið flökt í verði er þekkt sem „rússíbanaáhrifin“ en orsök þeirra eru skelfing og óöryggi sem eiga rót sína í óvissu og breytileika í rekstri fyrirtækis. Þetta eru einkenni margra fyrirtækja sem háð eru breytingum í eftirspurn vegna áhrifa frá hagsveiflunni, þ.e. frá því hvernig heildareftirspurn í hagkerfinu breytist með hagvexti og tekjum frá einum stað í sveiflunni til þess næsta.

3. Leitið að hlutabréfum sem eru sífellt að hækka í verði

Reynið ekki að velja hlutabréf sem eru alveg niðri á botni í verðþróuninni (í stöðu 1 eða 4, sjá 11. kafla). Veljið hlutabréf sem eru aðeins byrjuð að hækka í verði í stöðu 2 í markaðssveiflunni. Það er hér sem tæknigreiningarþáttur VectorVest kemur til skjalanna.

Við vitum aldrei hvar botninn er að finna, þ.e. hvaða verði hlutabréfið nær lægst, þegar við kaupum hlutabréf sem er að lækka í verði. Sleppum því að kaupa hlutabréf sem eru enn að lækka. Hlutabréf sem farið er að hækka í verði er þegar byrjað á því sem þú vilt að það geri. Þetta er um leið fjárfestingarhugsun dr. DiLiddos í hnotskurn: *Money Goes Where Money Grows*. Ekki henda peningum í hlutabréf sem ekki eru að hækka. Finnið hlutabréf fyrirtækja sem græða mikið og hafa sýnt stöðugan og sívaxandi hagnað.

Dr. DiLiddo leitar að hlutabréfum sem eru örugg (þ.e. hlutabréfum í fyrirtækjum þar sem sveiflur í rekstri og afkomu eru ekki of miklar), hlutabréfum þar sem hlutfallslegt verð á markaði er mjög lágt á mæli-

kvarða innra verðmætis og hlutabréfum sem munu fara síhækkandi í verði og eru þegar lögð af stað á þeirri braut. Í kerfi hans hjá VectorVest eru þrjár kennitölur sem eru hannaðar til að mæla einmitt þessa þrjá eiginleika. Þær nefnast hlutfallslegt verðmæti (e. *relative value*) sem er að rekja beint til virðisfjárfestanna, hlutfallslegt öryggi (e. *relative safety*) og hlutfallsleg tímastaða eða tímasetning (e. *relative timing*).

Fyrirnefndu stærðirnar tvær byggjast á grunngreiningu fyrirtækja en sú þriðja, hlutfallsleg tímastaða, byggist á hreinni tæknigreiningu. Gildi þessara þriggja kennitalna eru reiknuð út þannig að þau liggja á bilinu frá 0 til 2 og miðgildið er því 1. Hlutfallslegt verðmæti, öryggi og tímasetning (e. *value, safety, timing*) eru síðan vegin saman í eina kennitölu sem nefnist VST. Í vegna meðaltalinu eru vogirnar ekki 0,33/0,33/0,33 heldur fær tímasetningin yfirvægi og hlutfallslegt verðmæti undirvægi en öryggið um það bil þriðjungs vægi.

Hvaða ávinningur er af kerfi VectorVest?

Ef til vill mætti segja að meira megi læra af kerfi VectorVest og kerfi *Investor's Business Daily* sem sagt er frá í 16. kafla en nokkrum öðrum kerfum til að velja hlutabréf sem við þekkjum til. Það er heillandi og ótrúlega lærdómsríkt að kynnast því hvernig dr. DiLiddo fléttar saman upplýsingar úr grunngreiningu fyrirtækja, tæknigreiningu og um stöðu hagkerfisins í heild til að skilja og skýra framvinduna á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum. Minnumst orða hins virta og þrautreynda seðlabankastjóra Bandaríkjamanna, Alans Greenspan, en eftir honum er haft: „Engin leið er að skilja ganginn í þjóðarþúskapnum nema með hliðsjón af því hvað er að gerast á hlutabréfamarkaði.“ (Sjá *The Equity Culture*, B. Mark Smith, 2003:3).

Árangurinn hefur ekki látið á sér standa fyrir þá fjárfesta sem hafa gerst áskrifendur að gögnum VectorVest og notfært sér þau í fjárfestingarvinnu sinni. Á VectorVest.com er að finna lýsingu á því hvernig ímynduðum fjárfesti hefði reitt af hefði hann farið „brettakappaleið“ VectorVest (e. *Riding the Wave*) og byrjað með 100.000 dollara. Miðað er við að hlutabréf séu keypt þegar markaðurinn er í hækkun en skortseld þegar hann er í lækkun. Valin eru 10 bestu fyrirtæki eftir tiltekinni leið á hækkunartíma, en þau 10 verstu eftir annarri skilgreindri leið til að skortselja í lækkun. Þannig er fjárfestirinn alltaf að hagnast, hvort sem markaðurinn er í hækkun eða lækkun. Tölurnar ná yfir rúmlega fjögurra ára tímabil, frá 22. janúar 1999 til 21. mars 2003, en þá hefði 100.000 dollara eign fjárfestisins hækkað í 2.372.611 dollara sem er 2.373% eða ríflega 23-faldast. Miðað var við 9,95 dollara kostnað í



Þeir sem hefðu fylgt bretta-kapparáðleggingum Vector Vest (e. riding the wave) hefðu á rúmum fjórum árum náð 2.373% hækkun á fjárfestingu sinni.

hverri víxlun. Þess má geta að 23-földun eignar á rúmum fjórum árum nemur meira en tvöföldun eignanna á hverju ári.

Lífsglöðu táningarnir: Sum sex dollara fyrirtæki slá í gegn og verða risar

Áður en við kveðjum VectorVest er hér stutt lýsing á einni af uppáhaldsleiðum dr. DiLiddos sem einnig er að finna á VectorVest.com en hann kallar þessa aðferð „*Teeny Boppers*“, eða „lífsglöðu táningana“. Þessa aðferð hefur hann þróað í tímans rás en hún er til þess fallin að finna hlutabréf sem eiga eftir að margfaldast í verði, til dæmis tífaldast eða jafnvel þrítugfaldast.

Hann byrjar á því að fylgjast með hlutabréfum á lágu verði í dollurum sem ná hæsta verði ársins í viku hverri (hæsta verð síðustu 52 vikur). Höfum í huga að dr. DiLiddo kaupir aldrei hlutabréf sem eru að lækka og að hlutabréf sem margfaldast í verði gera það ekki í einu stóru stökki. Athyglin beinist að hlutabréfum á lágu verði í dollurum, allt frá fáeinum dollurum upp í 20 til 30 dollara en hér miðar hann við hlutabréf sem ekki hafa náð 6 dollara verði. Þess vegna minna þessi hlutabréf hann á „lífsglaða unglinga“. Þeir eru fullir orku, lífsgleði og metnaðar. Þeir hafa ferskar hugmyndir og gera hlutina öðruvísi. Sum þessara fyrirtækja slá í gegn og verða risar en önnur ekki.

Dr. DiLiddo tekur saman slíkan lista yfir hlutabréf á innan við 6 dollara með ný hæðarmet á síðustu 52 vikum í hverri viku, viku eftir viku. Smám saman myndast listi af fyrirtækjum sem slá hæðarmetið ekki aðeins einu sinni í eina viku heldur aftur og aftur. Þannig myndast smám saman listi yfir fyrirtæki sem hafa slegið metið tvisvar, þrisvar og jafnvel oft. Hann merkir við fyrirtæki með þrjú hæðarmet en þau þurfa ekki að vera slegin þrjár vikur í röð. Um leið og fjórða hæðarmetið er slegið tekur hann að rannsaka fyrirtækið nánar. Höfum í huga að fyrirtæki á lágu verði koma oft slaklega út í grunngreiningu og því þarf að vera vakandi fyrir því hvaða nýjungar þau eru með í vörum eða þjónustu og í hverju styrkur þeirra gæti legið að öðru leyti.

Stundum eru þessi fyrirtæki ennþá í tapi á meðan verðið tvöfaldast, þrefaldast eða fjórfaldast. Þá eru nýjungar þeirra að jafnaði orðnar nokkuð kunnar og hægt er að meta framtíðarhorfur einnig út frá þeim. Þannig myndast smám saman safn hlutabréfa sem öll hafa slegið verðmet, eru á fremur lágu verði í dollurum og geta margfaldast í verði. Dr. DiLiddo leggur mikla áherslu á að þetta sé nokkuð áhættusöm aðferð vegna mikilla verðsveiflna „krakkanna“. En aðferðin er ódýr og skemmtileg og getur leitt til mjög mikils hagnaðar.

„Lífsglöðu táningarnir“ sem slá í gegn gera það sjaldnast í einu stóru stökki.

Gott hjálpartæki við mat á innra verðmæti og stöðu markaðarins

Kerfi VectorVest er mjög gott til að greina innra verðmæti fyrirtækis og hvernig það breytist með tímanum, og einnig til að rannsaka stöðu markaðarins í heild en þær upplýsingar skipta miklu máli þegar taka þarf ákvörðun um að kaupa hlutabréf eða selja.

Nú erum við líka nær því að geta svarað spurningunni sem nagar alla virðisfjárfesta og mótstraumsfjárfesta: Hvað gerist ef hlutabréf sem keypt er á markaði á verði sem er 50% undir áætluðu innra verðmæti hækkar síðan ekkert í langan tíma? Það gæti gerst að fyrirtæki með innra verðmæti 50% yfir markaðsverði hækki alls ekkert meira í verði og ef til vill gæti innra verðmætið jafnvel lækkað ef væntingar um vaxandi hagnað á næstu árum lækka en þannig færi öryggisbilið minnkandi.

Við beitum tæknigreiningu við að draga úr hættunni á því að þetta

Mismunur á aðferðum og tækni þriggja fjárfestingaskóla

	Hver er staðan á markaði?	Hvernig eru hlutabréfin valin?
Pristine (14. kafli)	Hún er metin út frá bjöllumaga 1–2–3–4 ferlinum sem endurtekur sig aftur og aftur. Greint er á milli heillar sveiflu (fáein ár frá stöðu eitt til fjögur) og skammtímasveiflna sem taka fáeinar vikur.	Aðeins með tæknigreiningu. Grunngreining kemur ekki við sögu. Áhersla er ekki á fyrirtæki heldur rétta tímann til að kaupa og selja hvaða hlutabréf sem er. Mikil velta og örugg verðmyndun eru skilyrði.
VectorVest (15. kafli)	Hún er metin út frá bjöllumaga 1–2–3–4 ferlinum sem endurtekur sig aftur og aftur. Greint er á milli heillar sveiflu (fáein ár frá stöðu eitt til fjögur) og skammtímasveiflna sem taka fáeinar vikur.	Eftir þremur kennitölum aðallega. Ein mælir verðmæti, önnur stöðugleika og þriðja hve góður tími er til að kaupa. Þær þrjár eru síðan vegnar saman í eina kennitölu.
Investor's Business Daily (16. kafli)	Hún er metin út frá bjöllumaga 1–2–3–4 ferlinum sem endurtekur sig aftur og aftur. Greint er á milli heillar sveiflu (fáein ár frá stöðu eitt til fjögur) og skammtímasveiflna sem taka fáeinar vikur.	Hlutabréfaval er skilið frá tímasetningu kaupa. Val á fyrirtækjum fer eftir CAN SLIM, sérstakri aðferð sem O'Neil hefur þróað. Fyrirtækjum er ráðað á lista eftir sérstakri einkunnagjöf.

gerist. Einfaldasta leiðin er að beita tveimur hlaupandi meðaltölum markaðsverðsins, einu stuttu og einu löngu, eins og lýst var í 11. og 12. kafla. Til viðbótar mætti nota RSI vísinn, eða hlutfallslega stöðu hlutabréfsins á markaði, en af honum er hægt að lesa hvort hlutabréfið sé í hækkunarfasa eða lækkunarfasa. Í þriðja lagi er alltaf sjálfsgagt að nota bjöllumyndina af 1–2–3–4 sveiflu hlutabréfs og markaðarins (sjá 11. kafla) og meta hvort hlutabréfið sé í stöðu 1, 2, 3 eða 4. Í næsta kafla er líka greint frá leiðum til að meta stöðu hlutabréfa á markaði en það er einmitt einn meginþátturinn í kerfi Williams O'Neil hjá *Investor's Business Daily*.

Hér er að lokum að finna töflu með yfirliti um aðferðir Pristine, VectorVest og *Investor's Business Daily*. Henni er ætlað að auðvelda skilning á mismuninum á þessum þremur leiðum og draga fram sér-einkenni þeirra.

Hvernig eru kaupin tímasett?	Hver er viðskiptaáætlunin við kaup á hlutabréfum?	Hvaða aðferð er beitt við að taka ákvörðun um sölu?	Hvaða aðferð er beitt við að mæla árangur?
Hjá Pristine er megináhersla lögð á rétta tímasetningu við kaup og sölu með niðurstöðum úr þróðu kerfi tæknigreiningar.	Nákvæm viðskiptaáætlun er gerð vegna þess að oft eru tvær leiðir í gangi (tekjuleið og eignamyndunarleið). Oft er aðeins sóst eftir litlum hagnaði í einu og því mikilvægt að fyrir liggja fyrir fram eftir hverju er sóst.	Ákvörðun um sölu er alfarið tekin út frá tæknigreiningu eins og ákvörðun um kaup. Áhersla er lögð á að fyrir fram sé búið að skipuleggja í viðskiptaáætlun hvað gera skuli í hverri stöðu sem tæknigreining sýnir.	Árangur er mældur út frá markmiðum sem sett eru fram með skýrum hætti í viðskiptaáætlun. Árangur umfram markmið er ekki endilega betri en árangur undir markmiðum.
Þriðji vektorinn, tímasetning, mælir hlutfallslegan styrk hlutabréfsins á markaði með tæknigreiningu. Kaup og sala eða skortsala taka mið af „relative timing“.	Minni áhersla á viðskiptaáætlun en hjá Pristine vegna þess að fylgt er nokkrum vel reyndum leiðum sem þegar hafa verið margprófaðar. Útkoma er hverju sinni óviss.	Tímasetning markaðarins eftir skammtímasveiflum hans (fáeinir vikur í senn) ræður mestu um sölu hlutabréfa eins og um kaup eða skortsölu.	Árangur er mældur í tugum prósentna en ekki í samanburði við vísitölu markaðarins né heldur fyrir fram framsetta viðskiptaáætlun.
Tímasetning kaupa ræðst af tæknigreiningu og þá er aðeins keypt af lista yfir hlutabréf sem þegar hafa verið valin og gefin einkunn.	Fjárfesting IBD er í líkingu við safnastýringu eftir að fyrstu hlutabréf hafa verið keypt. Þau sem lækka í verði eru alltaf seld við 8% tapstopp. Bætt er við vægi þeirra sem eru að hækka og þannig aðeins sóst eftir þeim bestu.	Ákvörðun um sölu fer eingöngu eftir upplýsingum frá tæknigreiningu. Aðferðin er mjög þróuð og áhersla er lögð á að læra af reynslunni því að sagan endurtekur sig aftur og aftur.	Árangur er mældur sem bein hækkun í prósentum og miðað er við marga tugi prósentna á ári á stigi tvö. Á fjórða stigi eru allir peningar í bankanum ef ekki finnst tækifæri.

16

Investor's Business Daily er dagblað almennra fjárfesta: Skóli Williams O'Neil

Ég held að það verði að viðurkennast að þótt fólk haldi í æskugáska sínum að það sé að búa til betri heim, þá byggir maður ansi mikið á því sem aðrir hafa gert.

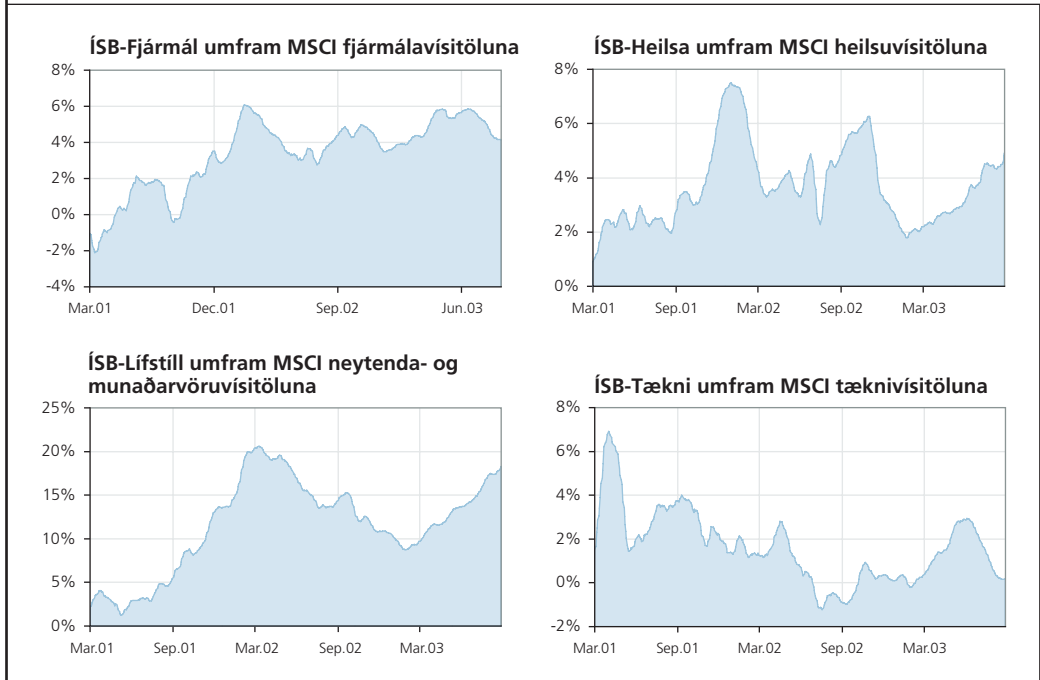
Sveinn Einarsson leikstjóri og leikhúsfræðingur

-
- *William O'Neil, Investor's Business Daily og CAN SLIM*
 - *Hvernig CAN SLIM aðferðinni er beitt við að velja hlutabréf*
 - *2.000% ávöxtun eða 20-földun á aðeins 26 mánuðum*
 - *Val á hlutabréfum er eitt og tímasetning við kaup og sölu er annað*
 - *Boðorðin tíu í hlutabréfaviðskiptum*
 - *Er rétta leiðin að segja nei takk, Michael Jordan er of dýr fyrir okkur?*
 - *Val á fyrirtækjum í leitarvélum eftir skilyrðum virðisleiðarinnar*
 - *Virðisfjárfesting með tímasetningu í stuttu máli*
-

Að grunni til má rekja aðra af aðferðum okkar, virðisleiðina með tímasetningu, til virðisskólans. Tímasvið okkar við rekstur hlutabréfasafna er oftast fáein misseri eða ár. Virðisáðferðin er staðsett í norðvesturhluta hlutabréfahringins en vegna þess að við bætum tímasetningu við mætti segja að aðferð okkar liggja beggja vegna við ásinn á efri hluta hringsins. Eins og taflan í lok 15. kafla ber með sér höfum við lagt okkur eftir að læra af vinnubrögðum Pristine, Vector-Vest og IBD (*Investor's Business Daily*), ekki síst þegar um er að ræða aðferðir við að tímasetja kaup og sölu.

Í söfnum okkar, t.d. í atvinnugreinasjóðum ÍSB, stefnum við að því að auka verðmæti umfram viðmiðun með því að velja hlutabréf

Árangur atvinnugreinasjóða Íslandsbanka umfram viðmiðunarvísitölur frá stofnun í febrúar 2001 til september 2003

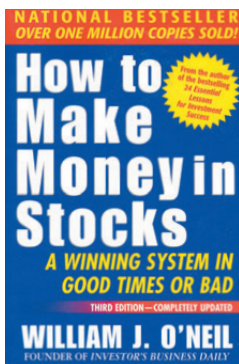


Við rekstur atvinnugreinasjóða ÍSB er stefnt að meiri hækkun árlega en meðaltali viðkomandi atvinnugreina. Umframárangurinn myndast af því að hlutabréf sem valin hafa verið, og síðan keypt eftir tímasetningu viðskipta, hafa gefið meiri hækkun en viðkomandi markaðsmeðaltal. Ekki er reynt að tímasetja markaðinn í þeim skilningi að laust fé sé stundum stór hluti eignanna enda ekki heimilt samkvæmt lögum um verðbréfasjóði.

sem hækka meira í verði en markaðsmeðaltalið sem við keppum við en sjaldan með því að tímasetja. Með orðalaginu að „tímasetja viðskipti“ er almennt átt við að stór hluti safna sé seldur og lausafé aukið á móti þegar búist er við að hlutabréf lækki á markaði, en lausafé minnkað niður í ekki neitt þegar reiknað er með að verð á hlutabréfum fari almennt hækkandi. Þetta á sjaldan við í söfnum okkar. Aldrei verður þó komist hjá því að tímasetja markaðinn fyrir einstök hlutabréf þegar kemur að því að kaupa eða selja hlutabréf úr safni og þar hefur okkur reynst gagnlegt að nýta okkur reynslu *Investor's Business Daily*.

William O'Neil, *Investor's Business Daily* og CAN SLIM

Kerfi IBD er hugsanlega eitt það fullkomnasta sem völ er á fyrir fjárfesta til að velja hlutabréf og til að tímasetja kaup og sölu með hæstu ávöxtun að markmiði. Taflan í lok 15. kafla sýnir að ýmislegt er



sameiginlegt með aðferðum VectorVest og IBD en annað er gerólikt. Það er þess vegna mjög lærdómsríkt að setja sig inn í fjárfestingarhugsun Williams J. O'Neil stofnanda og aðaleiganda dagblaðsins *Investor's Business Daily*, en það verður best gert með því að lesa bækur hans, *How to Make Money in Stocks* (O'Neil 2002 en fyrsta útgáfa bókarinnar er frá árinu 1988) og *24 Essential Lessons for Investment Success* (O'Neil 2000). Síðari bókin er byggð á greinaflokki sem höfundurinn skrifaði í blað sitt, IBD, og naut mikilla vinsælda.

O'Neil (f. 1933) hefur hugsanlega lagt meira af mörkum til að uppræða einstaklinga í Bandaríkjunum um viðskipti með hlutabréf og hjálpa þeim til að efnast en nokkur annar fjárfestir. Köllun hans er að kenna venjulegu fólki á bandarískt efnahagslíf og fjármálamarkaðinn og skýra á alþýðumáli hvernig það getur fjárfest og efnast. O'Neil er kunnastur fyrir útgáfu IBD og bækurnar sem nefndar voru hér að framan.

O'Neil telst í hópi vaxtarfjárfesta þótt hann sækist áreiðanlega eftir því að kaupa hlutabréf á lágu verði ekki síður en hver annar fjárfestir. Hugmyndafræði hans byggist á því að velja hlutabréf í fyrirtækjum sem eru að þróa og markaðssetja nýjar vörur, nýja þjónustu eða nýjar uppfinningar. Hann hefur rannsakað þau fyrirtæki sem hafa skarað fram úr á hlutabréfamarkaði síðustu fimmtíu árin í Bandaríkjunum og í niðurstöðum hans kemur fram hvað það er sem þau eiga sameiginlegt. O'Neil notar skammstöfunina CAN SLIM til að hjálpa lærisveinum sínum að muna það sem þeir þurfa jafnan að hafa í huga þegar leitað er að nýjum fyrirtækjum til að fjárfesta í. CAN SLIM er formúla O'Neils fyrir góðum árangri og byggist á ítarlegum rannsóknum hans. Í formúlunni stendur:

- C fyrir hagnað á ársfjórðungnum (e. *current quarterly earnings*)
- A fyrir aukningu í árlegum hagnaði (e. *annual earnings increase*)
- N fyrir nýjungar (e. *new products, new management and new highs*)
- S fyrir framboð og eftirspurn (e. *supply and demand*)
- L fyrir leiðandi eða að sitja eftir (e. *leading or lagging*)
- I fyrir hlut stofnanafjárfesta meðal hluthafa (e. *institutional sponsorship*) og loks
- M fyrir stefnu markaðarins (e. *market direction*).

O'Neil leggur áherslu á að líta til langs tíma og að leiðbeiningar í CAN SLIM formúlunni séu túlkaðar út frá því hugarfari. Að hans áliti mun

INVESTORS.COM
powered by
INVESTOR'S BUSINESS DAILY®

FREE ADMISSION ...REVEAL THEIR TOP STOCK PICKS FOR 2003
(ATTEND AND RECEIVE FREE GIFTS VALUED AT OVER \$700)

Home Today In IBD IBD Power Tools IBD Learning Center Customer Service Try 2 Free Weeks

Click Here to Register for investors.com

Home
Get IBD (2 Free Weeks)
IBD Subscribe/Renew
Subscribe to eIBD™ (IBD's digital eBike)
eIBD™ - Fri 9/5

Today In IBD
IBD WebLink
IBD Power Tools
IBD Learning Center
Investor's Corner
Archives
Expanded IBD Data
Ask Bill O'Neil
Customer Service
About Us
IBD Reader Stories
Contact Us
Newsstand Locations
Events & Workshops
IBD Meetup
Advertising Media Kits
My Profile

IBD's 'Where The Big Money's Flowing Now'

9/4/2003 (Market Close) [Help](#)

These stocks are experiencing unusually high volume. Click "Get Ratings" for a company analysis.

Stock Symbol	Price (20 min. delay)	Price Change	Volume (1000s)	Volume % Change	SmartSelect® Ratings
Up					
PLMD	54.00	+7.00	1,631	+610	Get Ratings
ADVP	48.49	+1.04	8,896	+410	Get Ratings
BONZ	17.38	+1.51	1,164	+331	Get Ratings
NSM	31.99	+3.17	12,999	+281	Get Ratings
ADTN	68.99	+2.92	3,816	+240	Get Ratings
BSMA	24.22	+3.43	324	+212	Get Ratings
STCR	37.75	+2.77	189	+155	Get Ratings
Down					
NVEC	31.00	-1.15	2,353	+1,016	Get Ratings
ORLY	38.47	-0.50	2,692	+878	Get Ratings
ICE	35.99	-3.24	1,996	+596	Get Ratings
YCC	23.35	-0.73	1,665	+548	Get Ratings
FINL	27.15	-0.75	2,852	+530	Get Ratings
NETA	22.30	-2.03	458	+485	Get Ratings
ANPI	39.60	-2.00	1,405	+328	Get Ratings

TIP: Click the Stock Symbols to view Detailed Quotes. Click your browser's refresh or reload button to update this page.

Headlines from Investor's Business Daily
[Retailers' Sales Strong, Service Sector On Fire, But Jobless Claims Up](#)

Q&A
Ask Bill O'Neil
How much emphasis do you put on alpha and beta figures? Do you consider them a secondary measurement in analyzing a

Member Log In
User Name [Go!](#)
Password Save log in as a cookie (Just click "Go" on next visit).
[Click here](#) for user name/ password help.

IBD Power Tools [Help](#)
[Go!](#)

Symbol Lookup
 Stock Quote
 IBD Stock Checkup®
 IBD Charts: Daily & Weekly
[IBD Forums](#) **NEW!**
[Screen Of The Day](#)
[My Stock Lists](#)
[Search IBD Archives](#)

Premium Services
Daily Graphs Online®:
[Premium Stock Graphs](#)
[Custom Screen Wizard](#)
[Industry Groups](#)
[Fund Center](#)

Hluti af investors.com, vefsíðu Investor's Business Daily. Á vefsíðunni er hluti af efni dagblaðsins á hverjum degi og margt annað fræðsluefni. Þar er líka hægt að fá vefáskrift af IBD sem nefnist eIBD. Þannig hafa allir fjárfestar hvar í veröldinni sem þeir eru staddir sama aðgang að upplýsingum IBD.

bandaríska hagkerfið halda áfram að vaxa og viðhalda stefnu sinni til bættrar afkomu fyrir alla þegna landsins. Verð á hlutabréfum í bandarískum fyrirtækjum mun samkvæmt því halda áfram að hækka, rétt eins og það hefur gert í 200 ár, eða svo langt aftur sem mælingar ná. Hvernig getur hagkerfið stöðugt haldið áfram að vaxa og þjóðartekjur að aukast? O'Neil telur að skýringarinnar sé að leita í því að þjóðin búi við frjálsan markað í frjálsu landi og í fólkinu búi bjartsýni og vilji til að gera sífellt betur.

Aðferðir O'Neils og *Investor's Business Daily* við að velja hlutabréf eru heildstætt kerfi sem hægt er að beita til að ná góðum árangri eins og dæmin sýna. Kerfi hans byggist á samsettum aðferðum vegna þess að hann leiðir saman það sem hann telur best í grunngreiningu, tæknigreiningu og í stjórnunar- og öryggisþáttum. Áhugasamir einstaklingar í Bandaríkjunum sem ekkert kunnu fyrir í viðskiptum með hlutabréf hafa náð undraverðum árangri. Þeir hafa getað ávaxtað eignir sínar svo að skiptir tugum prósentu, stundum jafnvel hundruðum eða þúsundum. Ástæðan er sú að með CAN SLIM og IBD bendir O'Neil fólki á hlutabréf sem eiga eftir að margfaldast í verði og gefur síðan líka leiðbeiningar við að tímasetja sölu þessara hlutabréfa áður en þau taka að lækka aftur.

O'Neil hefur aldrei verið hræddur við að ganga gegn almenningsálitinu. Hann telur að helsta ástæðan fyrir því hve árangursrík aðferð hans hefur reynst þúsundum fjárfesta sé að hún er einstök og í henni er ekki reynt að líkja eftir því sem aðrir hafi gert. Óþarft er að taka

Hvernig CAN SLIM aðferðinni er beitt við að velja hlutabréf

C (*e. current quarterly earnings*). Ársfjórðungslegur hagnaður á hlut þarf að sýna minnst 25% hækkun og aukningin ætti helst að vera með vaxandi hraða einhvern tíma á nýliðnum ársfjórðungum. Ársfjórðungsleg sala ætti líka að aukast hraðar en áður og um minnst 25%. Rannsóknir O'Neils sýna að vöxtur hagnaðar er sú kennitala sem sýnir best möguleikana á því að hlutabréf fyrirtækis margfaldist í verði. Þetta á við um aukningu hagnaðar á hlut á ársfjórðungi í samanburði við sama ársfjórðung árið áður og aukningin þarf að ná tugum prósentu. Þrjú af hverjum fjórum fyrirtækjum með bestan árangur í gagnagrunni IBD náðu minnst 70% aukningu hagnaðar á hlut á ársfjórðungi rétt áður en hlutabréfin tóku að margfaldast í verði.

A (*e. annual earnings increase*). Árlegur hagnaður á hlut þarf að hafa aukist um 25% eða meira síðustu þrjú árin. Þrjú af hverjum fjórum fyrirtækjum sem náðu bestum árangri í rannsókn IBD juku hagnað sinn sýnilega síðustu fimm árin áður en hlutabréfaverðið margfaldaðist. Fyrirtæki sem hækkuðu mest í verði árin 1980 til 2000 juku hagnað sinn árlega um 36% að jafnaði árin áður en hlutabréfaverðið tók verulega við sér. Arðsemi eigin fjár þarf að vera minnst 17% og helst að hafa haldist þannig í mörg ár.

N (*e. new product or service*). Fyrirtæki sem skarar fram úr svo að vænta má mikillar hækkunar á hlutabréfaverði þarf að bjóða nýjar vörur eða þjónustu sem seljast mjög

vel og leiða til þess að hagnaður á hlut fer sívaxandi. Áður en hlutabréf eru keypt á verðið að vera byrjað að hækka aftur eftir að hafa myndað traustan grunn í tæknigreiningunni sem stundum er nefndur bolli með haldi, undirskál eða flatur grunnur.

S (*e. supply and demand*). Framboð og eftirspurn ráða framvindu á markaði. Fjöldi hluta á markaði getur verið lítill eða mikill en viðskiptaveltan þarf að vera hlutfallslega mikil. Verðið tekur þá fyrst á rás svo að um munar þegar eftirspurn fer langt fram úr framboði og til þess þarf öflug og kraftmikla veltu. Besta leiðin til að mæla framboð og eftirspurn eftir hlutabréfum í fyrirtæki er að fylgjast með daglegri veltu á markaði. Þegar verðið fer hækkandi viljum við að veltan aukist líka mikið á sama tíma en það getur bent til þess að stofnanaþjárfestar séu á ferðinni. Kaup þeirra eru að jafnaði forsenda mikillar aukningar í eftirspurn sem leiðir til mikillar verðhækkunar. Reynsla IBD er að hlutabréf á lægra verði en 20 dollarar á hlut séu ekki vænleg til árangurs. Þau bestu kosta að jafnaði 30 til 40 dollara á hlut þegar verðið tekur að margfaldast. Þetta er vegna þess að það tekur að jafnaði fáein ár fyrir fyrirtæki að sýna sig og sanna á markaði og á meðan er verðið að fíkra sig upp í 30 til 40 dollara á hlut.

L (*e. leading or lagging*). Rannsóknir O'Neils sýna að 37% af hækkun hlutabréfaverðs má að jafnaði rekja til árangurs undirgreinarinnar sem viðkomandi fyrirtæki er

í og 12% til viðbótar að jafnaði til atvinnugreinarinnar. Þess vegna er svo mikilvægt að fylgjast nákvæmlega með atvinnugreinum og undirgreinum og verðbreytingum þar. Við erum að leita að bestu fyrirtækjunum í bestu atvinnugreinum og undirgreinum á hverjum tíma. Atvinnugreinar (e. *sectors*) í bandarískri flokkun eru um 10 til 12 talsins en undirgreinar (e. *industry groups*) eru um 200 talsins. Þannig eru að jafnaði um 10 undirgreinar í hverri atvinnugrein en þetta meðaltal hefur að vísu mikla dreifingu.

I (e. *institutional sponsorship*). Hlutabréfasjóðir og aðrir fagfjárfestar standa að baki bróðurhluta viðskipta á hlutabréfamarkaði á hverjum tíma. Þess vegna eru áhrif þeirra á eftirspurn og framboð afar mikilvæg. Áður en verð hlutabréfa í fyrirtæki margfaldast hefur fagfjárfestum sem eiga hluti í því að jafnaði fjölgað jafnt og þétt síðustu ársfjórðunga. Í hverju góðu fyrirtæki þurfa helst að vera fáeinir fagfjárfestar. Best af öllu er að leita eftir hlutabréfum sem bestu sjóðstjórar bestu hlutabréfasjóðanna eru þegar búnir að kaupa.

Tökum dæmi til að skýra þetta aðeins nánar. Markaðsvirði fyrirtækis er 4.000 milljónir dollara, markaðsverðið er 50 dollarar á hlut og hlutirnir eru því 80 milljónir. Sjóðstjóri í stórum hlutabréfasjóði telur fyrirtækið mjög áhugavert og tekur stefnu á að eignast 2,5% hlut í því eða tvær milljónir hluta. Veltan er ein milljón hlutir á dag. Sjóðstjórinn þarf því að fara gætilega og reynir að valda ekki mikilli verðhækkun á markaðnum á meðan hann er að eignast fleiri hluti. Ef hann

kaupir 30 þúsund hluti að jafnaði á dag er hann meira en þrjá mánuði að eignast þau 2,5% sem hann ætlaði sér. Höfum í huga að mjög stórir hlutabréfasjóðir á markaði í Bandaríkjunum eru yfir 2.000 talsins. Þetta snýst síðan allt við þegar stóru sjóðirnir taka ákvörðun um að selja hluti í tilteknum fyrirtækjum. Salan tekur þá líka marga mánuði og leiðir til offramboðs og verðlækkunar allan þann tíma. Stundum taka þeir ákvörðun um að hefja sölu á hlutabréfum í fyrirtæki ef verðið fer niður fyrir 200 daga hlaupandi meðaltalið. Það skiptir því miklu máli að fylgjast nákvæmlega með því hvað þessir stóru fagfjárfestar eru að kaupa og selja hverju sinni.

M (e. *market direction*). Undirstaða þess að ná góðum árangri í hlutabréfaviðskiptum er að átta sig á því hver staðan er hverju sinni. Nærri því öll hlutabréf sem hækkuðu mest í verði síðustu hálfu öldina náðu þeirri hækkun á tímabili þegar hlutabréf í heild voru að hækka. Sögulega er það einfaldlega þannig að verð á þremur af hverjum fjórum hlutabréfum hækkar þegar markaðurinn í heild er að hækka og lækkar þegar markaðurinn í heild er að lækka. Markaðurinn fylgir sínum bjöllum-laga sporbaug, 1–2–3–4 sveiflunni, með síendurteknum hætti (sjá 11. kafla). Það krefst nokkurrar leikni að átta sig á því hver staðan er hverju sinni en nauðsynlegar upplýsingar eru alltaf að verða betri og aðgengilegri (sjá til dæmis investors.com eða VectorVest.com).

2.000% ávöxtun eða 20-földun á aðeins 26 mánuðum

William O'Neil ólst upp í Texas og Oklahoma. Eftir að hafa lokið prófi frá Southern Methodist University í Dallas og gegnt herþjónustu um skeið hóf hann störf sem verðbréfasali í Los Angeles seint á sjötta



William O'Neil

áratugnum. Snemma byrjaði hann að rannsaka hvað þau fyrirtæki eiga sameiginlegt sem hækka mest í verði á hlutabréfamarkaði. Hann fann út að sjö þættir áttu við um þau öll, þeir sem nefndir eru í CAN SLIM formúlunni. Með sinni eigin aðferð náði hann að skara fram úr í árangri við fjárfestingu með því að ná 2.000% ávöxtun (um 20-földun) á sína eigin peninga á aðeins 26 mánuðum. Talið er að verðmæti hlutabréfasafns O'Neils sé um milljarður Bandaríkjadollara um mitt árið 2003.

Fyrirtæki sitt, William O'Neil & Co., stofnaði hann árið 1963 og hóf þá þegar að byggja upp tölvutækan gagnagrunn fyrir upplýsingar um hlutabréf. Árið 2003 nær gagnagrunnur fyrirtækisins til 200 stærða í yfir 10 þúsund fyrirtækjum. Árið 1984 einsetti O'Neil sér að veita einstaklingum aðgang að jafnöflugu upplýsingakerfi og fagfjárfestar einir höfðu haft til þess tíma. Til að ná markmiði sínu stofnsetti hann dagblaðið *Investor's Business Daily* sem berst á hverjum morgni til áskrifenda og sölustaða um gervöll Bandaríkin. Vorið 2003 var fyrst boðið upp á vefútgáfu af IBD á investors.com (á pdf formi) og við það fengu fjárfestar um víða veröld sama aðgang að upplýsingum IBD eins og þeir sem búsettir eru í Bandaríkjunum og á nákvæmlega sama tíma.

fram að aðferð hans er umdeild á margan hátt en stutt yfirlit um helstu þætti hennar er að finna í opnunni hér á undan.

Val á hlutabréfum er eitt og tímasetning við kaup og sölu er annað

CAN SLIM aðferðin er grunnurinn að vali hlutabréfa í aðferðafræði O'Neils og *Investor's Business Daily*. Í mánudagsútgáfu IBD sem kemur raunar út á laugardögum (vefútgáfan á föstudagskvöldi eftir lokun hlutabréfamarkaðarins kl. 16 á austurströnd Bandaríkjanna), birtist í hverri viku listi yfir 100 bestu fyrirtækin, raðað eftir mati O'Neils, auk umtalsverðra upplýsinga um hvert fyrirtæki. En þá er leikurinn rétt að hefjast.

Það er eitt að velja bestu hlutabréfin á hverjum tíma, en allt annar hlutur að velja rétta tímann til að kaupa hvert og eitt hlutabréf. Þar beitir O'Neil eingöngu tæknigreiningu og sérstökum aðferðum sem hann hefur þróað. CAN SLIM aðferðin styðst með öðrum orðum við grunngreiningu að mestu og þannig eru ákjósanlegustu fyrirtækin valin svo að listi yfir þau liggi fyrir þegar rétti tíminn kemur til að kaupa. Sá tími er fundinn með því að beita tæknigreiningu á verð, veltu og tíma á markaðnum fyrir hvert og eitt hlutabréf og stöðu markaðarins í heild.

Boðorðin tíu í hlutabréfaviðskiptum

Í *Investor's Business Daily* hefur birst yfirlit um tíu þætti sem eru sameiginlegir með því fólki sem þótt hefur ná lengst á sínu sviði. O'Neil nefnir þá boðorðin tíu í hlutabréfaviðskiptum:

1. Það skiptir öllu máli hvernig við hugsum. Verum alltaf jákvæð. Hugsum um árangur, ekki mistök. Reynum að sniðganga neikvætt umhverfi.
2. Finnum út hverjir draumar okkar í lífinu eru í raun og hver markmiðin eru. Skrifum markmiðin nákvæmlega niður og vinnum að leið til að ná þeim.
3. Framkvæmum. Markmið eru gagnslaus ef við gerum ekkert til að ná þeim.
4. Hættum aldrei að læra. Förum aftur í skóla eða lesum bækur. Förum í hvers konar þjálfun og náum færni og leikni.
5. Verum staðföst og vinnusöm. Það að ná árangri er eins og að hlaupa marabon, ekki spretthlaup. Við eigum aldrei að gefast upp.

6. Lærum að setja okkur inn í smáatriðin. Leitum að öllum staðreyndum, öllu sem hefur áhrif. Lærum síðan af mistökum okkar.
7. Verum nákvæm varðandi það hvernig við notum peninga okkar og tíma. Látum ekki annað fólk eða hluti afvegaleiða okkur.
8. Verum ekki hrædd við að fara inn á nýjar brautir. Verum öðruvísi. Það að láta berast með straumnum er örugg leið til meðal-mennskunnar.
9. Verum hrein og bein í samskiptum og samningum okkar við annað fólk. Lærum að hvetja aðra til dáða.
10. Verum heiðarleg og traust. Verum ábyrg. Annars skipta öll hin boðorðin engu máli.

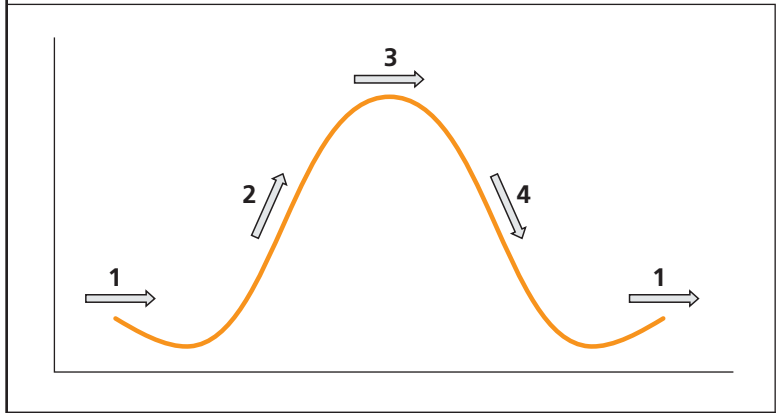
Þessi atriði kunna að hljóma eins og sjálfsagður hlutur í eyrum margra, segir O'Neil, en höfum í huga að aðeins þeir sem ná lengst hafa fylgt þeim öllum út í hörgul. Hinir telja sér aðeins trú um að þeir fari eftir þeim.

INVESTOR'S BUSINESS DAILY													IBD WEEKLY SPECIAL													MONDAY, MAY 19, 2003												
INVESTOR'S BUSINESS DAILY 100																																						
Tech Wreck? Not Among Top Companies																																						
BY CHRIS GOSSEL																																						
The medical and technology sectors dominate the Investor's Business Daily 100. About half the names on this week's list of top companies hail from these two important areas of the economy. They lend credence to the current stock market rally. It's a positive sign when dynamic sectors are leading the market, rather than defensive and/or declining industries. It also says a lot about the resilience of the American economy. Despite sluggish growth, a major bear market and all the external shocks of the past two years (terror, Iraq, and more), investors in a live and well. Given the tech meltdown, you might be surprised to see technology leading the economy and market. However, if you scan through the names, you'll find few that were recognized leaders in the late 1990s. Yahoo is one exception. As an investor, you should always be open to new companies and unfamiliar names. The leaders of one cycle rarely repeat in the next. Otherwise, you'll get stuck in fad																																						
Rank	Company	Symbol	Price	% Chg	1W	1M	3M	YTD	5Y	Div	P/E	EPS	EPS Chg	EPS Gr	EPS Yr	EPS 5Y	EPS 10Y	EPS 20Y	EPS 30Y	EPS 40Y	EPS 50Y	EPS 60Y	EPS 70Y	EPS 80Y	EPS 90Y	EPS 100Y												
1	Hi-Tech Pharma	HTK	36.44	-7.98	99	-	+85	+70	15	17	43	2																										
2	Strava Inc	STRV	29.37	-3.97	99	-	+100	+133	43	30	21	3																										
3	Hi-Tech Retail	HTR	51.32	+1.99	99	-	+40	+150	414	14	22	14																										
4	American Pharma	AMP	27.77	-3.99	99	-	+21	+250	+23	-51	29	73	3																									
5	Group 1 Software Inc	GSF	22.24	+2.95	98	-	+17	+57	+29	+21	8	-	19	2																								
6	Sandip Jha & Son	SJS	26.55	13.99	-8.78	99	-	+77	+447	+42	+8	4	3																									
7	Dicks Sporting Goods	DKS	26.50	+1.98	98	-	+41	+11	+24	+16	29	5	11																									
8	Eni Labs	ENL	31.44	-2.98	99	-	+9	+42	+7	+47	31	37	3																									
9	Qualis Systems	QSI	36.48	-1.99	99	-	+33	+36	+10	-30	14	19	48	3																								
10	Global Dimensions	GD	32.32	-1.99	99	-	+44	+46	+16	+29	2	4	0																									
11	UTStarcom	UTSI	25.99	-1.99	99	-	+27	+41	+25	+80	17	15	31	2																								
12	Alcatel Lucent	ALU	59.17	0.99	99	-	+68	+100	+79	+16	33	28	18	3																								
13	Bay	BA	16.31	+1.99	99	-	+10	+10	+10	+10	10	10	10	10																								
14	Coach	COACH	45.25	+1.99	99	-	+40	+113	+41	+36	43	19	3	10																								
15	Heinenan Enterprise	HEI	45.4	+3.99	99	-	+24	+125	+48	+38	31	4	35	9																								
16	Target Brands	TGT	49.6	-1.99	99	-	+38	+38	+38	+38	38	38	38	38																								
17	Delek Financial	DF	36.25	+1.99	98	-	+36	+48	+27	+27	24	29	20	12																								
18	Par Pharmaceutical	PAR	49.6	-1.99	99	-	+43	+49	+17	+17	17	17	17	17																								
19	VeriFone International	VFI	27.85	-1.99	99	-	+43	+43	+17	+17	17	17	17	17																								
20	Caracat Financial	CF	16.95	-1.99	99	-	+27	+28	+19	+44	32	3	3																									
21	Coverity Health Care	CHC	43.37	+1.99	99	-	+47	+44	+43	+26	22	2	5																									
22	Career Education	CE	60.53	+3.99	98	-	+25	+34	+41	+39	19	13	1																									
23	Apollon Energy	APOL	44.89	+4.99	98	-	+73	+56	+42	+44	33	2	4																									

Investor's Business Daily, blað O'Neils, þykir vera meira í ætt við greiningartæki fyrir fjárfesta en hefðbundni dagblað. Blaðið þótti vera mikil bylting á sínum tíma og með því fengu almennir fjárfestar aðgang að upplýsingum sem áður voru einungis aðgengilegar fagfjárfestum.

Ýmsir hafa haldið því fram að O'Neil sé dæmigerður momentumfjárfestir en það er fjarri öllu lagi eins og sést af lýsingunni á aðferðum hans hér. Hann einbeittir sér vissulega að því tímabili í sögu hlutabréfa þegar þau eru í stöðu tvö. En hann velur fyrirtækin fyrst af kostgæfni og tímasetur síðan bæði kaup og sölu með sérstökum aðferðum. Hann kaupir ekki hlutabréf fyrir en þau eru að koma út úr vel mynduðum grunni, bolla með haldi, undirskál eða föstum grunni.

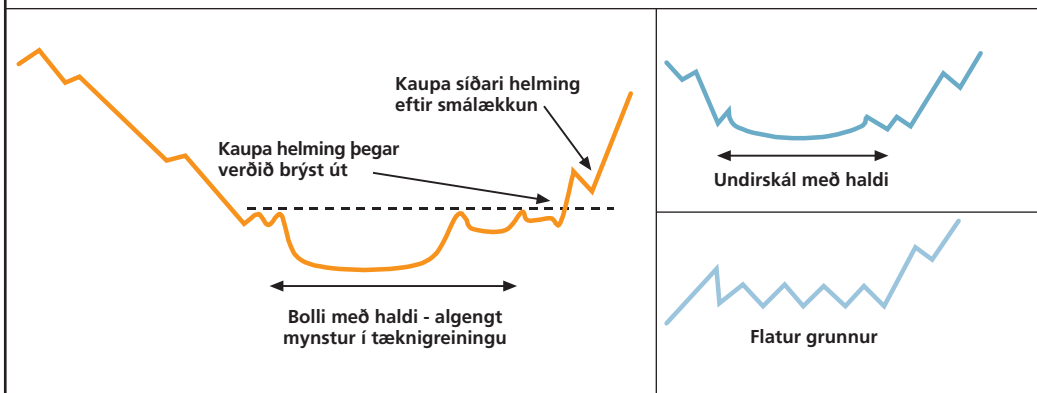
Markaðurinn í 1-2-3-4 sveiflunni



Með nokkurri einföldun má segja að O'Neil beiti bjöllulaga sporbaugnum sem sýndur er á myndinni (sjá 11. kafla) og hann kaupir aðeins hlutabréf sem hann telur að séu í stöðu tvö. Hann leitast við að kaupa þau snemma í stöðu tvö og halda þeim allt þar til þau komast í stöðu þrjú en selja þau síðan. Sú aðferð hans að velja aðeins þau hlutabréf sem hækka mest á markaði leiðir til þess að tími þeirra í stöðu tvö er oft mjög langur og felur í sér margföldun í verði, eða hundruð ef ekki þúsundir prósentu.

Nánar tiltekið mælir IBD með því að hlutabréf séu ekki keypt fyrir en verðið er að koma út úr leiðréttingartímabili, svonefndum grunni eða aðlögunarskeiði sem oft verða í stöðu tvö í raunveruleikanum.

Bolli með haldi, undirskál með haldi og flatur grunnur



Það var O'Neil sem fyrstur gaf nafn þessu fyrirbæri sem algengt er í tæknigreiningu og nefndi það bolla með haldi. Bollann má sjá á öllum tímasviðum en nokkra leikni þarf til að greina mynstrið sem ekki er alltaf jafnskýrt í raunveruleikanum og hér á myndinni. IBD mælir ekki með kaupum fyrir en hlutabréfið er á leið út úr slíkum grunni. Tvær aðrar tegundir grunna eru undirskál með haldi og flatur grunnur sem sýnd eru á minni myndunum.

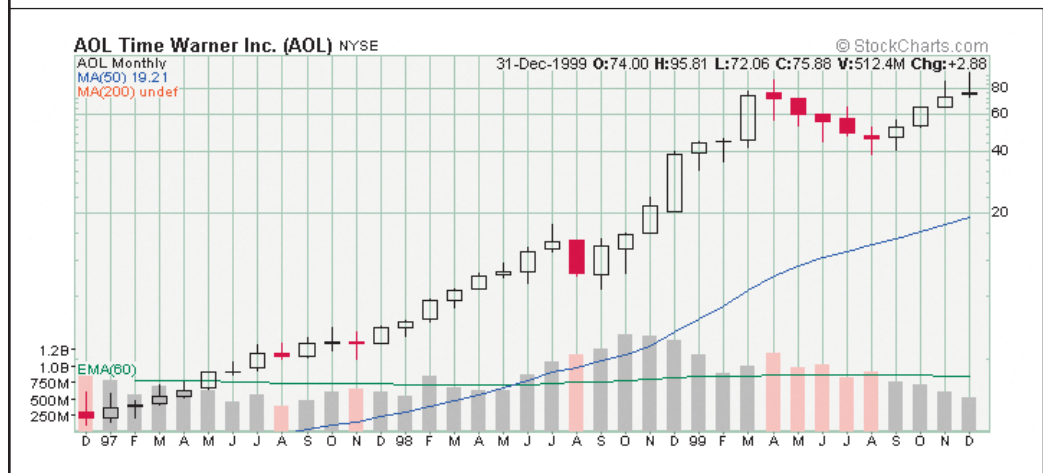
Þrír algengir grunnar eru bolli með haldi, undirskál með haldi og flatur grunnur sem sýnd eru á myndinni. Þessi aðlögunarskeið eða grunnar geta tekið allt frá sjö upp í 65 vikur.

Er rétta leiðin að segja nei takk, Michael Jordan er of dýr fyrir okkur?

Eitt af sérkennum á aðferð O'Neils er að hann lítur aldrei á VH hlutfallið þegar hann kaupir hlutabréf. Það gæti verið 20, 50 eða 100, það skiptir hann engu máli. Hann hefur komist að þessari niðurstöðu eftir margra áratuga rannsóknir á þeim fyrirtækjum sem hafa hækkað mest í verði á Bandaríkjamarkaði. O'Neil hefur gaman af samlíkingum við keppnisíþróttir. Körfuboltalið ætlar sér stóra sigra á leiktíðinni. Ef í boði væri að Michael Jordan léki með liðinu, væri þá rétta leiðin að segja nei takk, hann er of dýr fyrir okkur? Líklega væri það ekki vænlegt til árangurs. Reynslan hefur kennt O'Neil að VH hlutfallið felur ekki í sér gagnlegar upplýsingar við að velja þau hlutabréf sem eiga eftir að hækka mest í verði. Bestu fyrirtækin eru dýr en aðeins bestu fyrirtækin hækka mest.

VH hlutfallið er þó notað í einu tilviki í aðferðum IBD. Hlutabréf er búið að geysast upp alla vinstri hlið bjöllusporbaugsins í stöðu tvö, hefur hækkað margfalt í verði og er tekið að nálgast stöðu þrjú. Nú eru góð ráð dýr vegna þess hve erfitt er að tímasetja sölu hlutabréfa

AOL Time Warner á árunum 1997 til 1999



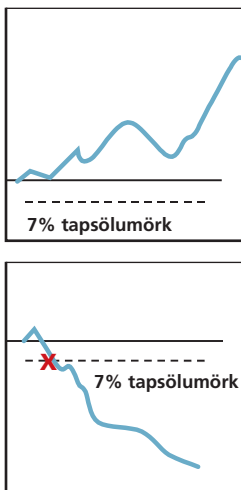
VH hlutfall hlutabréfanna í AOL hækkaði um 160% á árunum 1997 til 1999 áður en það tók að lækka aftur og hafði þá náð yfir 500. Meðaltalshækkun VH hlutfalls fyrirtækja sem skarað hafa fram úr á markaði í Bandaríkjunum er 130% samkvæmt rannsóknun Williams O'Neil. Hækkun VH hlutfallsins er ein af vísbendingunum sem hann beitir til að taka ákvörðun um sölu en VH hlutfalli er aldrei beitt við ákvörðun um kaup.

eftir margföldun í verði. Heldur hækkinin áfram eða er örugglega komið að stöðu þrjú og ekkert nema lækkinin og staða fjögur framundan? Parna grípur IBD til þess að beita VH hlutfallinu. Það er notað til leiðbeiningar við ákvörðun um sölu þegar grunur er um að hlutabréf hafi runnið sitt skeið á stigi tvö. Meðaltalshækkin á VH hlutfalli bestu fyrirtækja er 130%. Sem dæmi má nefna að VH hlutfall AmericaOnline hækkaði um 160% áður en hlutabréfaverðið tók að lækka og var þá komið í 532 úr 205.

Önnur viðmiðunarregla í líkum dúr um sölu er að byrja að fara gætilega þegar verðið er komið 100% yfir 200 daga hlaupandi meðaltalið. Aðeins 5% bestu fyrirtækja ná því að fara 200% yfir 200 daga línuna og undantekning er að þau fari hærra. Hlutabréfin í Charles Schwab náðu að fara 226% yfir 200 daga línuna áður en þau tóku að falla í verði. Meðaltalslækkin bestu fyrirtækja eftir að þau ná toppnum er 72%, reiknað eftir gögnum síðustu 50 ára og þess vegna er eins gott að átta sig á því í tæka tíð þegar markaðurinn er kominn á stig þrjú. Hjá IBD eru hlutabréf seld vegna þess að þau sjálf eða markaðurinn í heild eru komin í stöðu þrjú eða vegna þess að aðstæður hafa breyst verulega.

Þriðja ástæðan fyrir sölu í kerfi IBD er raunar þegar hlutabréf falla í verði niður fyrir fyrir fram ákveðin tapsölumörk. O'Neil er kunnur fyrir mjög ströng skilyrði um 7 til 8% tapsölumörk. Mörgum þykja þetta þröng mörk við fyrstu sýn. Mótbárurnar eru þær að dagleg sveifla margra hlutabréfa á markaði er meiri en 7 til 8% og svo þröng tapsölumörk gætu leitt til ónaúðsynlegrar veltu. En mörkin leiða ekki til sölu nema sjaldan vegna þess að oft hækka hlutabréf eftir kaup nægilega hátt yfir kaupverð til að lenda ekki í tapsölumörkum við fyrstu lækkin. Fjárfestirinn er þá í hagnaði og þolir 7 til 8% lækkin ef því er að skipta. O'Neil vill hafa mörkin þröng vegna þess að nauðsynlegt er að losa sig við hlutabréf strax þegar dæmið gengur ekki upp. Jafnvel þeir bestu verða fyrir því að eitt af hverjum fjórum fyrirtækjum sem valin eru reynist ekki góður fjárfestingarkostur og þá er best að selja áður en tapið verður meira en 8%.

Tökum dæmi um víxlara eða fjárfesti sem kaupir hlutabréf í fimm fyrirtækjum eftir að hafa vandað sig eins mikið og hann gat við að velja hlutabréfin og að tímasetja kaupin. Hlutabréf í fjórum fyrirtækjanna hækka smám saman í verði og fjarlægjast tapsölumörk sín. Eftir fáeina daga hafa þau hækkað um 10% eða þar um bil og þola því nokkra lækkin á slæmum degi án þess að nálgast mörkin um of. Hlutabréf í einu fyrirtækjanna hækka ekkert í byrjun en lenda síðan



Hlutabréf í tveimur fyrirtækjum eru keypt.

Á efri myndinni hækkar verðið eftir kaupin og er komið vel yfir kaupverð áður en lækkin ríður yfir og helst því ofan tapsölumark.

Á neðri myndinni gekk dæmið ekki upp. Eftir smá hækkin tók við lækkin og því var selt við 7% tapsölumörk þar sem enginn veit hvar lækkinin tekur enda.

einn daginn í lækku þegar allur markaðurinn er að lækka og fara þá niður fyrir 93% af kaupverði. Þá er nauðsynlegt að selja strax vegna þess að við getum aldrei vitað hvar lækkuin endar. Ef lækkuin er aðeins tímabundin og hlutabréf eins frábær og virtist við kaupin má alltaf kaupa aftur. Sjónarmið O'Neils er þetta. Vörnin verður að vera í lagi þótt sóknin sé mikilvæg. Bestu sóknarmenn veraldar duga ekki til í fótboltaliði ef vörnin er í molum. Þess vegna þurfum við reglur um tapsölumörk sem aldrei er vikið frá.

Óhætt er að segja að aðferðir IBD og O'Neils séu árangursríkar og spennandi. Í formála *How to Make Money in Stocks* er sagt frá fjölmörgum ánægðum fjárfestum, sumum hverjum alveg óreyndum í hlutabréfaviðskiptum, sem hafa margfaldað eignir sínar með því að fara eftir aðferðum IBD. O'Neil skipar sér í þann hóp fjárfesta sem óhætt er að reyna að læra sem mest af. Fáir hafa náð jafngóðum árangri við að ávaxta peninga í hlutabréfum eins og hann og líklega hefur engum öðrum tekist að miðla eins miklum upplýsingum og fróðleik til áhugasamra einstaklinga.

CANSLIM.net "Essential Services for the CANSLIM Investor"		THE SEPTEMBER ISSUE OF CANSLIM.net News <i>Due Out in Less Than 3 Days!</i> <i>It Will Contain Top CANSLIM Based Buy Candidates</i> TO LEARN MORE CLICK HERE OR CALL 1-800-965-8307 or 1-954-785-1121			
Home What is CANSLIM? CANSLIM.net Stock News Membership Break Outs Stock Screener Premium Services Help CANSLIM.net Help Line - 1-800-965-8307 or 954-785-1121 - Call Today with Your Questions					
<ul style="list-style-type: none"> Premium Content Index Featured Stocks Break Outs Portfolios Message Board The Leaders List Articles & News What's New! John Murphy INM Newsletter Market Sense Investor's Edge Strategies What is CANSLIM? Knowledge Base Screening Tools Screen Leaders Cup Watch Login Corporate Current Partners About Us F.A.Q. Inquiries 	<p>"CANSLIM has been one of the most consistent and strongest-performing [stock selection] screens during both bull and bear markets."</p> <p>- The American Association of Individual Investors (AAII) 5 year study</p>		<p>CANSLIM.net</p> <p>★ ★ ★ ★ ★</p> <p>Rated 3 Stars! 3 years in a row by</p> <p>AAII.com</p> <hr/> <p>Today's BreakOut Report</p> <p>FREE Sign Up!</p> <hr/> <p>Find a Broker That Uses CANSLIM</p> <hr/> <p>CANSLIM.net SEMINARS</p> <hr/> <p>REGISTER FOR FREE Premium</p>		
	<p>Get a Free Daily BreakOuts Report</p> <p>MECHANICAL SCREEN OF OUR STOCK DATABASE</p> <p>Sign up Here See a Sample Today's Report</p>			<p>Get a CANSLIM.net Stock News Membership</p> <p>HAND PICKED STOCKS, NEWS, ADVICE, FROM OUR EXPERTS</p> <p>Enter Sign up Here See a Sample</p>	
	<p>MORNING MARKET COMMENTARY - Friday, September 5th, 2003</p> <p>Bullish Action Continues to Drive Indices Higher</p> <p><i>By James Taylor, Editor in Chief, and the staff of - CANSLIM.net News</i></p> <p>On Thursday the Dow Jones Industrial Average gained 19.44 points or +0.20%, closing at 9,587.90 while the bellwether S&P 500 Index closed up 1.70 points or +0.17% ending the session at 1,027.97. The New York Stock Exchange volume total decreased 12% from the prior session total to 1.45 billion shares as big board advancers led decliners 1,823 to 1,408 and there were 318 new 52-week highs and 12 new lows. The Nasdaq Composite gained 16.07 points or +0.87%, closing at 1,868.97 and the Nasdaq exchange's trading volume total decreased 19% from the prior session to 1.89 billion shares. On Nasdaq advancers led decliners 1,821 to 1,359 with 395 new 52-week highs and 6 new lows. There were 55 high-ranked Leaders List stocks that hit new 52-week highs and made it to the CANSLIM.net BreakOuts page.</p>				
	<p>Interpore Intl (BONZ) NIM</p> <p>BONZ Daily 4-Sep-2003 Close: 17.36 Chg:+1.49</p>			<p>© StockCharts.com</p> <p>Thursday's economic reports included a better than expected</p>	

CANSLIM.net er rekin af fylgismönnum CAN SLIM aðferðar O'Neils. Á vefnum er að finna mikinn fróðleik um CAN SLIM aðferðina og líka ábendingar um val á fyrirtækjum, siur til að leita í gagnagrunnum, fróðleik um tæknigreiningarhlíðina, t.d. bolla með haldi, undirskál og margt fleira. Önnur vefsíða fyrir áhugamenn um aðferðir IBD er [cup-watch.com](#) sem hefur að geyma margt áhugavert fyrir IBD áhugamenn.

Val á fyrirtækjum í leitarvélum eftir skilyrðum virðis-leiðarinnar

Hvernig berum við okkur að við að velja hlutabréf? Við getum ekki reitt okkur á djúptækar grunnrannsóknir á ársreikningum, markaði eða heimsóknir til forstjóra erlendra fyrirtækja. Vegna staðsetningar okkar yrði kostnaðarsamt að byggja upplýsingaöflun á heimsóknum í fyrirtæki eins og Peter Lynch gerði á sínum tíma en hann hafði aðsetur

í höfuðstöðvum Fidelity Investments í Boston á austurströnd Bandaríkjanna. Við getum heldur ekki byggt ákvörðunartöku á ítarlegum rannsóknnum á ársreikningum fyrirtækja. Til þess þyrfti meiri mannskap og stærri greiningardeild en er yfirleitt á færi fyrirtækja á Íslandi.

Þess í stað byggjum við val hlutabréfa eingöngu á tölulegum upplýsingum úr tölvutækum gagnagrunnum, okkar eigin og annarra, sem eru uppfærðir á hverri mínútu. Við beitum leitarvélum sem eru aðgengilegar fyrir alla fjárfesta sem á annað borð hafa aðgang að netinu, t.d. á zacksadvisor.com eða smartmoney.com. Þannig síum við úr fyrirtæki sem fullnægja grunnskilyrðum okkar, skilyrðum sem eru hluti af virðisleiðinni. Helsta skilyrðið er mjög há arðsemi eigin fjár sem haldist hefur í þrjú, fimm og helst í tíu ár. Arðsemin þarf að vera minnst 15% á ári en helst 20% eða ennþá hærri.

Til að halda svo hári arðsemi í langan tíma verður aukning hagnaðar á hlut í fyrirtæki að vera jafnhá að jafnaði. Fyrirtæki sem eru í hvað örustum vexti, eins og þau sem O'Neil leitar eftir, auka hagnað sinn árlega svo að nemur mörgum tugum prósentu. Á lækkunar-skeiðinu langa frá mars 2000 til 2003 notuðum við löngum 12% vöxt sem lágmark. Líta verður á mörkin sem nefnd eru hér sem viðmiðanir. Þannig er eðlilegt að lítil fyrirtæki geti notið miklu hærri vaxtar hagnaðar og veltu en 12%. Stundum er hagkvæmt að eiga líka hluti í stærri fyrirtækjum og vöxtur þeirra er stundum í grennd við 12% lágmarkið.

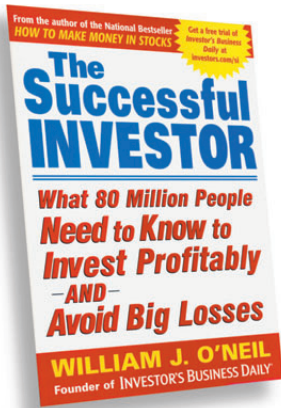
Vandlega þarf að fara yfir helstu rekstrartölur þeirra fyrirtækja sem fundist hafa við leit og fullnægja frumskilyrðum og fleiri tölulega þætti í rekstri þeirra þarf að skoða svo sem skuldsetningu, hagnaðarhlutfall, stöðugleika í vexti hagnaðar og stöðugleika í söluaukningu.

Á markaði í Bandaríkjunum er eftirfarandi skilgreining notuð um stærð fyrirtækja eftir markaðsverðmæti þeirra.

Lítill fyrirtæki (e. <i>small caps</i>)	undir einum milljarði dollara
Millistór (e. <i>medium caps, mid-caps</i>)	frá einum upp í fimm milljarða dollara
Stórfyrirtæki (e. <i>large caps</i>)	yfir fimm milljarða dollara að markaðsverðmæti

Minnstu fyrirtækin eru stundum nefnd smáfyrirtæki (e. *micro cap*). Markaðsverðmæti þeirra er aðeins nokkur hundruð milljónir dollara en stundum er miðað við að neðri mörk lítilla fyrirtækja séu við 500 milljónir dollara. Við kaupum sjaldan hluti í mjög litlum fyrirtækjum en mikilvægt er að viðskiptavelta með hlutabréfin á markaði sé að minnsta kosti nokkur hundruð þúsund dollarar á dag þannig að kostnaður við kaup og sölu sé ekki alltof hár og seljanleiki nægilegur.

Fjárfestar á Íslandi eiga ekki auðvelt með að heimsækja fyrirtæki út um allan heim en geta þess í stað nýtt sér upplýsingar á vefnum og öflugar leitarvélar til að finna fyrirtæki að eigin óskum.



Nýjasta bók O'Neil, *The Successful Investor*, kom út í september 2003. Bókin er skrifuð í lok þriggja ára lækkunarskeiðsins á bandaríska hlutabréfamarkaðnum, frá mars 2000 til mars 2003 og þar fjallar O'Neil um það sem 80 milljónir fjárfesta þurfa að vita til að ná góðum hagnaði og forðast stórfellt tap. O'Neil skýrir út hvernig fjárfestar geta fylgt hækkun markaðarins í stað þess að berjast á móti í niðursveiflu og hvernig þeir geta aukið hagnað sinn með því að reiða sig á þrautreyndar aðferðir í stað þess að láta stjórnast af tilfinningum og getspám.

Virðisfjárfesting með tímasetningu í stuttu máli

Okkur fannst rökrétt og eðlilegt að virðisleiðin yrði fyrir valinu þegar við byrjuðum að fjárfesta í hlutabréfum á alþjóðlegum markaði og beita virkri stýringu. Hún byggist á faglegu mati á verðmæti fyrirtækja sem unnið er úr tölulegum upplýsingum um rekstur fyrirtækja og árangur þeirra. Leiðirnar okkar tvær við val á hlutabréfum, hlutlaus leiðin og virðisfjárfesting með tímasetningu, eru vissulega ólíkar og standa andspænis hvor annarri í hlutabréfahringnum. Jafnvel þótt þær séu ólíkar eiga þær margt sameiginlegt, ekki síst það að hve miklu leyti niðurstöður eru fengnar með tölulegum útreikningum fremur en huglægu mati eða getspám.

Við útfærslu okkar á virðisleiðinni höfum við lært mikið af Warren Buffett. Hann hefur helst haft áhrif á fjárfestingarhugsun okkar með kenningum sínum um arðsemi eigin fjár. Buffett líkir hlutabréfi við skuldabréfsígildi. Betra er að eiga skuldabréf sem ber 20% árlega vexti en annað sem ber aðeins 5% árlega vexti. Betra er fyrir fjárfesti að eiga hlut í fyrirtæki sem stækkar úr 100 í 120 á ári heldur en í öðru fyrirtæki þar sem hluturinn stækkar úr 100 í 105 á ári.

Til að halda hárrí arðsemi árum og jafnvel áratugum saman verður hagnaður fyrirtækis að aukast að jafnaði um jafnháa prósentu og arðsemin. Til að halda mjög hárrí aukningu hagnaðar ár eftir ár í langan tíma verður fyrirtæki að hafa mjög sterka markaðsstöðu og góða og örugga stjórnendur. Allt þetta er beint úr skóla Buffetts og raunar fleiri virðisfjárfesta.

Af Buffett lærum við líka að greina alveg á milli þess að velja

áhugaverðustu fyrirtækin og reyna síðan að finna rétta tímann til að kaupa hlutabréf. Þegar öllu er á botninn hvolft er erfiðasti hlutinn við rekstur virkra hlutabréfasafna að finna rétta tímann til að kaupa og selja. Þar kemur tímasetningarhluti okkar inn. Áhersla Bills Miller á sveigjanleika sem mikilvægan hlekk í fjárfestingarhugsuninni sýnir okkur að sífellt þarf að leita nýrra leiða, bæði við val á fyrirtækjum og líka hvenær hlutabréf eru keypt og seld. Markaðurinn er síbreytilegur og samfélagið líka. Grunnþættir aðferðanna breytast ekki en útfærsluna verður að laga að nýjum tímum.

Í leit að bættum leiðum til að tímasetja fannst okkur skóli Pristine heillandi og spennandi. Þar er að finna aðferðakerfi sem hægt er að beita á fjórum tímasviðum við víxlun og fjárfestingu allt frá fáeinum mínútum upp í nokkur ár með því að beita tæknigreiningu einni saman og alls engri grunngreiningu við val á fyrirtækjum. Samt eru aðferðir Pristine nákvæmar og agaðar eins og best gerist. Það er gagnlegur skóli fyrir hvaða víxlara og fjárfesti sem er að ná leikni í að fara bara eftir gögnum um verð og veltu og tíma við að velja hlutabréf og tíma til að kaupa og selja. Bjöllulaga sporbaugurinn í verðmyndum fyrirtækja, undirgreina og heilla atvinnugreina er undirstöðuatriði fyrir alla sem vilja ná góðum árangri við vinnu í hlutabréfum.

Forvitnilegast og fróðlegast er þó að sameina á formlegan hátt úrvinnslu upplýsinga úr grunngreiningu og tæknigreiningu í heilsteyppt kerfi til að velja hlutabréf í fyrirtækjum og tímann til að kaupa þau og selja. Þetta er það sem bæði dr. Bart DiLiddo hjá VectorVest og William O'Neil hjá *Investor's Business Daily* hafa leyst en þó með mjög ólíkum hætti. Í aðferð VectorVest er virðisáðferðin lögð til grundvallar eins og við reynum að gera en tæknigreiningu beitt til að finna hlutabréfin sem best er að kaupa eða selja í hverri stöðu í 1–2–3–4 sveiflu markaðarins. Með VectorVest fengum við nýja innsýn í innra verðmæti fyrirtækja með því að draga upp mynd af framvindu þess yfir tíma í stað þess að reikna það aðeins í einum tímapunkti. Kerfið sem VectorVest notar til að meta stöðu markaðarins á hverjum degi er eitt það öflugasta sem við höfum kynnst.

O'Neil gengur jafnlangt í því og Warren Buffett að skilja á milli þess að velja fyrirtæki og að taka ákvörðun um kaup á hlutabréfum þótt aðferðir þeirra séu að öðru leyti ólíkar. Herbragð O'Neils er að skeyta engu um VH hlutfall við kaup á hlutabréfum. Hann veit að það kann að vera hátt við kaupin en kærir sig kollóttan vegna þess að hann stefnir að því að hlutfallið verði miklu hærra þegar að því kemur að selja aftur. Buffett fer gerólíka leið og bíður fram í rauðan dauð-

ann, enda er hann sannur mótstraumsfjárfestir sem kaupir síðan stóran hlut í fyrirtæki þegar verðið hefur lækkað mjög mikið á markaði. Hann er búinn að greina kosti fyrirtækisins og lætur mat annarra fjárfesta eins og vind um eyru þjóta.

Hver og einn fjárfestir og víxlari verður að móta og þróa eigin hugsun varðandi fjárfestingu og vinnuaðferðir við kaup og sölu eins og honum hentar. Það höfum við gert og aðferð okkar verður í sífelldri mótun svo lengi sem við getum haldið áfram að læra eitthvað nýtt. Aðferðir Bills Miller og O'Neils sem fela í sér að kaupa hlutabréf þótt VH hlutfallið sé hátt byggjast á því að innra verðmæti sé engu að síður langt yfir skráðu markaðsverði. Enginn vafi er á því að sú leið getur leitt til árangurs langt umfram meðalhækkun markaðarins. Hún kallar á viðbótarupplýsingar úr tæknigreiningu til að finna rétta tímann til að kaupa og selja. Með því að beita grunngreiningu til að finna bestu fyrirtækin og tæknigreiningu til að finna rétta tímann til að kaupa og selja fæst mjög áhugaverð leið til að taka þátt í „hraðasta leiknum í bænum“.