

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



NOTATER TIL MOHNISH PABRAIS

# THE DHANDHO INVESTOR

THE LOW-RISK VALUE METHOD TO HIGH RETURNS

\*\*\*\*\*

UDARBEJDET AF WWW.DHANDHO.DK



[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



### *Patel Motel Dhandho*

- 0,20% af USA's befolkning er fra en lille sub-region af Gujaratis i Indien, kaldet *Patels*. Over 50% af hele USA's motelindustri er ejet af personer fra dette folkefærd. De har opnået denne markedsandel siden 1970. Hvordan kan dette lade sig gøre? *Dhandho*-filosofien.
- Dhandho [dhun-doe] er et Gujaratisk ord. *Dhan* betyder velstand. *Dhan-dho* betyder "bestræbelser, der skaber velstand". I en mere overført forstand, betyder Dhandho *lav risiko, højt afkast*. Filosofien cirkulerer omkring, at minimere risiko mens man maksimerer gevinsten – stik modsat af mantraet om, at høj risiko og højt afkast går hånd-i-hånd. Denne risikoaverse Dhandho forståelsesramme er vævet ind i den stereotype Patels forretningsmindset.
- Et vedvarende mantra, Mohnish udtaler er: "Dhando. Plat, jeg vinder; krone, jeg taber lidt!"

### *Virgin Dhandho*

- Kapitlet omhandler en kendt *Dhandho*-investor, Richard Branson. Richard startede Virgin Atlantic Airlines ved at lease en 747 af et etableret flyfirma for \$2 millioner (Virgins pladeselskab lavede \$12 mio. dét år, og \$20 mio. året efter). Han blev betalt for billetterne 30 dage før afrejse, men benzin og personalet skulle først betales 20-30 dage efter landing. Omsætningskapitalen var derfor særdeles lav, og med den billige leasing-aftale var der ingen grund til, at investere i at opstarte et "reelt" flyselskab, hvilket ville kræve \$200 mio.

### *Mittal Dhandho*

- Lakshmi Mittal var i år 2005 verdens tredje rigeste mand efter to andre store *Dhandho*-investorer: Bill Gates og Warren Buffett. Mittal var ekspert i at købe stålvirksomheder i alvorlige problemer. Han købte eks. Sibalsa Mill, der havde kostet \$2 mia. at bygge, for \$220 mio. At købe én dollars aktiver for 10 cents viste sig, at være en god forretning. Et stereotypisk udgangspunkt for personer fra *Marwaris* er, at man ønsker sin hovedstol tilbagebetalt i udbytte efter 3 år, og at aktivbasen fortsat er det samme eller mere værd end dét, man købte det for.

### *Dhandho Frameworket*

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- Kapitlet gennemgår de 9 principper, der udgør *Dhando*-frameworket:
  - Princip 1: Fokusér på at købe en eksisterende virksomhed.
  - Princip 2: Køb simple virksomheder i industrier med en ultra-langsom forandringsrate. Buffett udtalte: ”Vi ser forandring som investorens fjende, så vi leder efter udeblivelsen af forandring. Vi kan ikke lide at tabe penge. Kapitalisme er temmelig brutal. Vi leder efter mondæne produkter, alle har behov for.”
  - Princip 3: Køb nødstedte virksomheder i nødstedte industrier. Buffett udtalte: ”Sæt aldrig din lid til et godt salg. Sikr dig, at købsprisen er så attraktiv at selv et middelmådigt salg giver gode resultater.” ”Vær frygtsom, når andre er grådige. Vær grådige, når andre er frygtsomme.”
  - Princip 4: Køb virksomheder med en vedvarende konkurrencefordel – en voldgrav.
  - Princip 5: Sats stort, når oddsene er overvældende i din favør.
  - Princip 6: Fokusér på arbitrage. *Arbitrage* er traditionelt defineret som udnyttelsen af forskellen i pris mellem den samme vare på børs *A* og børs *B*. Prisforskellene er ofte flygtige og spredningen er lille, men de er risikofrie. Du får noget for ingenting. Mohnish præsenterer to byer, *A* og *B*. I hver by er der en frisørsalon. En ansat i en af frisørsalonerne bemærker, at der kommer et stigende antal kunder fra by *C*, der ligger 50 km. fra både *A* og *B*. Han bestemmer sig for, at ”udnytte spredningen” og starte en frisørsalon i *C*.
  - Princip 7: Køb virksomheder til en stor rabat ift. deres underliggende fundamentale værdi. Hvis man køber et aktiv til en stor rabat ift. underliggende værdi er oddsene for permanent kapitaltab lave – også selvom fremtiden udfolder sig værre end forventet.
  - Princip 8: Vær på udkig efter virksomheder med lav risiko og høj usikkerhed. Patels motelkøb havde en lav risiko, men udfaldet var meget usikkert. Denne kombination leder til deprimerede priser, hvilket sikrer lav risiko, og udfaldene kan estimeres ved at handicappe scenarierne tilsvarende. *Dhando*-entreprenører fokuseret først på at minimere downside risikoen.

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- Princip 9: Det er bedre at være en efteraber end en innovator.
- Bogens øvrige kapitler dykker ned i hvert af disse principper.

#### *Dhandho 101: Investér i eksisterende virksomheder*

- Der er seks fordele ved at investere i aktiemarkedet fremfor at købe/sælge hele virksomheder:
  - 1: Der skal noget alvorligt benarbejde til, at få en virksomhed, man ejer og driver, til at blive en succes.
  - 2: Den virksomhed, du tilslutter dig ejerkredsen i via aktier, er allerede kørende. Aktiemarkedet tillader dig, at tilslutte dig ejerkredsen i en masse virksomheder ubesværet.
  - 3: Når hele virksomheder købes og sælges, er det som regel til en rationel pris. Aktiemarkedet er anderledes; det fungerer som en væddeløbsbane. Vi kan vente med at satse til oddsene er i vores favør.
  - 4: At købe en hel virksomhed kræver en alvorlig mængde kapital. På aktiemarkedet kan du blive medejer for ganske små beløb.
  - 5: Du kan ubesværet købe en andel i over 100.000 virksomheder globalt set. Det giver muligheden for kanon risikospredning via diversifikation.
  - 6: Når man køber en virksomhed, er der ofte 5-10% omkostninger forbundet med overdragelsen. Handelsomkostningerne på aktier er væsentligt lavere.

#### *Dhandho 102: Investér i simple virksomheder*

- Det er langt nemmere, at udregne en virksomheds fundamentale værdi, hvis det er en virksomhed med stabil indtjening, simpel forretningsmodel, der befinder sig i en enkel og langsomt forandrende industri.
- Simplicitet er i *Dhandhos* kerne. Den psykologiske krigsførsel finder ofte sted *efter* man har købt en aktie. Det bedste våben i arsenalet mod denne

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



krig er, at købe simple virksomheder på baggrund af simple investeringstester for, hvorfor den sandsynligvis vil give et godt afkast med lav risiko.

### *Dhandho 201: Invester i nødstedte virksomheder i nødstedte industrier*

- EMT-tilhængere mener ikke, at man kan gøre nogle gode køb eftersom prisen altid er rigtig. Aktieanalyse er derfor unødvendigt. Buffetts kommentar hertil: ”Jeg ville være en bum på gaden med en blikdåse, hvis markederne altid var effektive. At investere i et marked, hvor folk tror på effektivitet, er ligesom at spille bridge med en, der er blevet fortalt, at det ikke betaler sig at se på kortene.”
- Mennesker er underkastet følelsesvinger mellem ekstremt frygtsomme og ekstremt grådige. Når mennesker kollektivt agerer på disse følelser, sker der prisudsving, der driver aktivet væk fra dets fundamentale værdi.
- Mohnish foreslår 6 måder hvorpå, man kan finde nødstedte virksomheder i nødstedte industrier:
  - 1: Overskrifterne i medierne.
  - 2: *Value Line* publicerer et ugentligt overblik over de aktier, der har tabt mest i værdi i de seneste 13 uger.
  - 3: *Portfolio Reports* lister de 10 senest købte aktier fra de 80 største value porteføljemanagers., eks. Seth Klarman, Peter Cundill, Bruce Sherman, Warren Buffett, Marty Whitman.
  - 4: Gå ind på [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com) og slå de store value investorers selskaber op, og studér deres beholdninger.
  - 5: Gå ind på [www.valueinvestorsclub.com](http://www.valueinvestorsclub.com). Klubben har omtrent 250 medlemmer, og det kræver et godt investeringspitch, at blive optaget. Man skal som medlem poste mindst 2 idéer af høj kvalitet om året, ellers ryger man ud. Medlemmer kan se andres ideer i realtid, hvorimod ikke-medlemmer kan se dem med 2 måneders forsinkelse.
  - 6: Konfigurer en aktiescreener ud fra de kriterier, Joel Greenblatt præsenterer i sin bog *The Little Book that Beats the Market*.

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



### *Dhandho 202: Investér i virksomheder med vedvarende voldgrave*

- Hvordan ved man, at en virksomhed har en stærk konkurrencefordel? Svaret gemmer sig ofte i resultatopgørelserne. En virksomhed, der generer et højt afkast på investeret kapital (ROE/ROA) er ofte i stand til at yngle kapital hurtigt ved at reinvestere overskuddet fra butik *A* til åbning af butik *B*, der nu begge generer kapital mod at åbne butik *C*.
- Virksomheder nyder ofte godt af deres konkurrencefordel i længere perioder, men før eller siden trænger konkurrenterne – ”fjenderne” – forbi voldgraven, og indtager slottet. Af de 50 mest prominente virksomheder i 1911, består kun én i dag: General Electric.
- Da ingen konkurrencefordel varer ved for evigt, bør vi aldrig forudsige mere end 10 år ud i fremtiden, når vi anvender DCF-modellen. Ej heller bør vi antage, at vi kan få en højere salgspris end 15 gange det frie cash-flow efter de 10 år (plus ethvert overskydende kapital i virksomheden).

### *Dhandho 301: Få sats, store sats, sjældne sats*

- Mohnish forklarer, hvordan investeringer bør cirkulere omkring sandsynlighed. Det handler om, at tildele forskellige scenarier en sandsynlighed, og derud fra vurdere, om det er en *Dhandho*-situation (lav risiko, højt afkast). Han anbefaler, at man anvender *Kelly Formularen* til at bestemme, hvor stor en andel af ens portefølje bør postes i en given idé: **Edge / Odds = procentdel af portefølje på idé**. Han anvender Buffetts køb af American Express ovenpå *salatoliekrisen*, hvor Buffett placerede 40% af sine midler i AmEx. Oddsene var som følger:
  - Odds for 200% afkast indenfor 3 år: 90%
  - Odds for at break-even indenfor 3 år: 5%
  - Odds for at tabe op til 10% indenfor 3 år: 4%
  - Odds for total tab af kapital: 1%
  - Baseret på *Kelly Formularen*, burde Buffett have placeret 98,3% af partnerskabets midler i AmEx ([https://en.wikipedia.org/wiki/Kelly\\_criterion](https://en.wikipedia.org/wiki/Kelly_criterion))

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- Mohnishs egen fund fokuserer på 10 positioner af 10% værd.
- ”Investering er ligesom gambling. Det handler alsammen om odds. At være på udkig efter misprissatte betting-muligheder, og satse tungt når oddsene er overhængende i din favør er billetten til velstand.”

### *Dhandho 302: Fokusér på arbitrage*

- Mohnish introducerer en særlig type af arbitrage: *Dhandho arbitrage*. Det cirkulerer omkring, at købe virksomheder med en konkurrencefordel, der sikrer *en eller anden form* for ’spredning’ i konkurrenternes situation vs. virksomhedens. Han anvender CompuLink som eksempel på en virksomhed, der i den tidlige PC-alder kunne producere nye kabler 6 måneder før konkurrenterne og samtidig tilbyde en lavere pris pga. lave omkostninger. I de 6 måneder før konkurrenterne indhentede CompuLink kunne virksomheden kapitalisere på spredningen i kvalitet og pris vis-a-vis konkurrenternes. Ford Motors samlebånds produktion tillod Ford at producere langt flere biler til en langt lavere omkostning, hvilket i mange år sikrede virksomheden en vedvarende konkurrencefordel – en ’spredning’ mellem Ford og konkurrenterne.
- Enhver spredning – konkurrencefordel – forsvinder på sigt. Det er analytikernes opgave at vurdere, om den varer ved i 10 måneder eller 10 år, og hvad konsekvensen af spredningens forsvinden vil betyde. Jo bredere spredningen er, og jo mere vedvarende den synes at være, des bedre. Vær altid på udkig efter arbitragemuligheder. De tillader dig, at tjene et højt afkast på investeret kapital med basalt set ingen risiko.
- Buffett udtaler: ”Vi nyder at eje borge med store voldgrave spækket med hajer og krokodiller, der kan holde indtrængere på afstand – de millioner af mennesker, der ønsker at tage vores kapital. Vi fokuserer på voldgrave, der er umulige at passere, og fortæller vores ledere, at de skal udvide voldgraven hvert år, også selvom profitten ikke øges hvert år.”

### *Dhandho 401: Sikkerhedsmargin – altid!*

- I 2006 blev Buffett spurgt hvilke bøger, han ville anbefale. Han svarede: ”*The Intelligent Investor* er stadig den bedste bog om investering. Den indeholder de eneste tre ideer, du virkelig behøver:



[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- 1) *Mr. Market* analogien. Lad aktiemarkedet tjene dig ved at drage nytte af Mr. Market's tendens til at udbyde gode virksomheder til røverkøbspriser.
- 2) En aktie er en andel af en virksomhed. Glem aldrig, at du køber en del af en virksomhed, som har en værdi på baggrund af hvor mange kontanter, der går ind og ud.
- 3) Sikkerhedsmargin. Vær sikker på, at du betaler en pris, du mener er langt under dét du konservativt vurderer, at virksomheden er værd.
- Grahams perspektiv på sikkerhedsmargin er i Dhandho filosofiens ånd:
  - Jo større rabatten til fundamental værdi, des lavere er risikoen.
  - Jo større rabatten til fundamental værdi, des højere er afkastet.
- ”Jo lavere risiko, des højere gevinst”.
- Da Buffett købte *Washington Post* i 1973, blev den solgt til en P/B på 0,20. Dens markedsværdi var \$100 mio., og den havde aktiver for \$500 mio. Buffetts position på \$10,6 mio. var i 2006 \$1,3 mia. værd. Dét WP udbetaler i udbytte overstiger dét, Buffett gav for sin andel i sin tid.
- Buffett vidste dét, Graham udtalte for en senatskomité: ”Før eller siden indhenter markedet fundamental værdi.” Mohnish egne erfaringer fortæller, at der oftest ikke går mere end 18 måneder inden markedet genvinder sin fornuft og indser værdien.
- ”Minimering a downside risiko mens man maksimerer upside potentialet, er et kraftfuldt koncept.”

#### *Dhandho 402: Investér i lav-risiko, høj-usikkerhed virksomheder*

- *Lav risiko* defineres som chancen for tab af kapital. *Høj usikkerhed* tolkes som mange mulige udfald og en ikke-forudsigelig fremtid.
- Wall Street er ofte forvirret over sondringen mellem risiko og usikkerhed, hvilket man kan kapitalisere enormt på.



[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- Der er fire scenarier, der kan lede til deprimerede priser:
  - Høj risiko, lav usikkerhed.
  - Høj risiko, høj usikkerhed.
  - **Lav risiko, høj usikkerhed.**
  - Lav risiko, lav usikkerhed.
  - Wall Street elsker den fjerde kombination, hvilket ofte leder til høje pris-værdi ratioer – undgå disse! Den eneste en Dhandho-investor er interesseret i, er mulighed 3). Dette er nøglen bag mantraet: ”Plat, jeg vinder; krone, jeg taber lidt!”
- Mohnish præsenterer nogle aktievalg ham og Buffett har lavet, hvor *usikkerheden* var enorm ift. industrien, politiske forhold, konkurrence etc. Men *risikoen* var lav, siden en analyse af balancen røbede, at der var en stort set 100% chance for break-even eller mere ved likvidering. Sandsynligheden for, at det skulle komme dertil, var dog usandsynlig lille, siden virksomhederne var profitable og sagtens kunne stå imod stormvejret, bl.a. ved blot at likvidere 5% for at holde sig oven vande i eks. 18 yderligere måneder. På side 113-114 uddyber Mohnish hans sandsynlighedstildeling – odds – på fem forskellige scenarier; alle indikerede, at der var stort set ingen risiko.

#### *Dhandho 403: Investér i efteraber fremfor innovatorer*

- Mohnish starter kapitlet ud med at præsentere en bred vifte af virksomheder, der alle har efterabet/opkøbt andres idéer, eks. McDonalds, Microsoft og sin egen fond, *Pabrai Investment Funds*. Hans egen fonds struktur og aflønning er en eksakt kopi af Buffetts partnerskaber.
- Der er for meget risiko forbundet ved *innovatorer*: virksomheder, der er afhængige af innovation eller start-ups. Gevinsten kan være stor, men det er ikke *Dhandho* – det er ikke lav risiko, høj usikkerhed; det er høj risiko, høj usikkerhed. Søg efter virksomheder, der er ledet af personer, der har demonstreret en evne til at efterabe, løfte og skalere. Dét er *Dhandho*.

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



### *Abhimanyus dilemma – kunsten at sælge*

- For at være en god investor, skal man have et robust framework til at købe og sælge. *Køb* er den nemme del; et køb skulle gerne skriges dets attraktivitet til dig.
- Man bør stille sig selv syv spørgsmål inden et køb. Kun hvis svaret er et rungende ja, bør man slå til.
  - 1: Er det en virksomhed jeg forstår; er den indenfor min kompetencecirkel?
  - 2: Kender jeg virksomhedens fundamentale værdi i dag, og kan jeg med en høj grad af selvsikkerhed vurdere, hvordan det vil ændres over de næste par år?
  - 3: Er virksomheden prissat med en stor rabat ift. dets fundamentale værdi?
  - 4: Ville jeg være villig til at investere en stor portion af min formue i virksomheden?
  - 5: Er downsiden minimal?
  - 6: Har virksomheden en konkurrencefordel?
  - 7: Er den drevet af kompetente og ærlige ledere?
- Mohnish undrer sig over, at personer er hunderød, når en aktie man har købt til \$10 kort efter falder til \$8. Man bør give en aktie 2-3 år for at udspille sig. Hvis ikke aktien har nået sin fundamentale værdi inden da, skil dig af med den *uanset tab*. *Mulighedsomkostningen* er for stor til, at vente i evighed – og mulighedsomkostninger er meget svære at indhente.
  - *Mulighedsomkostning*: De alternative investeringer, du kunne have foretaget med dén kapital, du har bundet i andre aktiver.
- Man bør løbende analysere/vurdere virksomhedens fundamentale værdi for at identificere, om ændringer i omstændighederne berettiger en ny fundamental værdi, hvorfor enten endnu et køb eller salg bør foretages.

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- Det er vigtigt, dog, at du giver aktien 2-3 år; det er en regel. ”En kritisk regel er, at enhver aktie du køber, kan ikke blive solgt med et tab indenfor 2-3 år fra købstidspunktet *medmindre* du med en høj grad selvsikkerhed kan fastslå, at den nuværende fundamentale værdi er mindre end den nuværende pris markedet tilbyder.”
- Man bør være meget opmærksom på, ikke at sælge med et tab. Især hvis industrier er i knibe, og din aktie falder, bør du give virksomheden tid til at cyklussen vender.
- Buffetts to regler: 1) Tab aldrig penge. 2) Glem aldrig regel nr. 1.

#### *At indekse, eller ikke at indekse – det er spørgsmålet*

- Mohnish forklarer, at min. 80% af kapitalforvaltere underperformer markedet. Man bør derfor i stedet investere i en lavomkostnings indeksfond.
- Men, man kan gøre det bedre temmelig enkelt. Skab en screener ud fra Joel Greenblatts simple kriterier, og udvælg 20-30, hvor du udsifter hver aktie efter et år.
- Mohnish præsenterer 9 steder, hvor ”50-cents dollars gemmer sig”:
  - 1: Value Investor’s Club ([www.valueinvestorsclub.com](http://www.valueinvestorsclub.com)), hvor 250 ’godkendte’ value investorer deler deres idéer.
    - Mohnish anbefaler, at man finder nogle gode aktier via screeners, og dernæst læser analysen på VIC.
  - 2: Få et abonnement til Value Line, der hver uge har en liste over de aktier, der er faldet mest i værdi de seneste 13 uger; dem der handles til laveste P/E og P/B.
  - 3: Screen efter de aktier, der har ramt 52-ugers lavpunkt.
  - 4: Abonnér på *Outstanding Investor Digest* ([www.oid.com](http://www.oid.com)) og *Value Investor Insight* ([www.valueinvestorinsight.com](http://www.valueinvestorinsight.com)).

[Følg dhandho.dk på Facebook!](#)

[Læs flere bogsammendrag på www.dhandho.dk!](http://www.dhandho.dk)



- 5: Abonnér på *Portfolio Reports*. Det er en liste over de aktier, kendte value investorers fonde køber. Disse kan også findes på Nasdaq.com ved at se på fondenes beholdninger.
- 6: Besøg [www.gurufocus.com](http://www.gurufocus.com). Denne side tracker også køb og salg af kendte value investorer.
- 7: *Super Investor Insight* er en anden publicering, der tracker superinvestorenes transaktioner.
- 8: Abonnér på de store forretnings- og finanstidsskrifter: *Fortune*, *Forbes*, *Wall Street Journal*, *Barron's*, *BusinessWeek*.
- 9: Deltag i den årlige *Value Investing Congress* i New York eller Hollywood.

#### *Arjunas fokus: Investeringslektioner fra en stor kæmper*

- Bogens sidste kapitel understreger vigtigheden af tålmodighed og slagkraft, når den exceptionelle investeringsmulighed byder sig. Dyk ned i aktien, og blok alt andet ude. Svar dig selv ærligt på, om det i sandheden er et *Dhandho*-køb. Sommetider er det ikke så billigt, som du tror, eller der en hage, du ikke bryder dig om. Meld da nej tak, og vend tilbage til radaren.