

Fundamental analysis

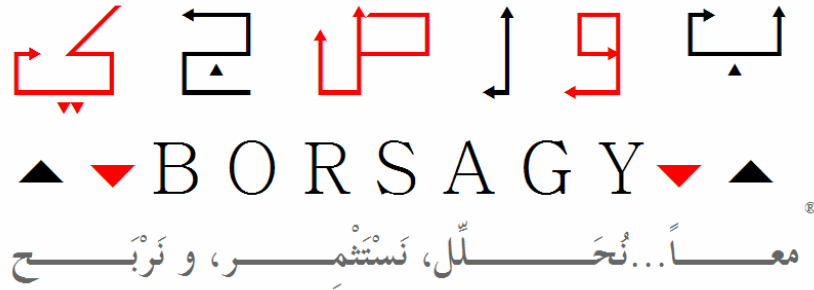
“Value is in the eye of the investor”

Amr El-Alfy

Deputy Research Director | **CI Capital Holding**
Board Member | **CFA Egypt Society**
Founder | **Borsagy.com**

Cairo, Saturday, April 28, 2007

Faculty of Economics & Political Science (FEPS)
Cairo University



التحليل الأساسي

“القيمة في عيون المستثمر”

عمرو الأففي

نائب مدير البحوث | سي آي كابيتال القابضة
عضو مجلس إدارة | الجمعية المصرية لخبراء الاستثمار
مؤسس | بورصجي دوت كوم

القاهرة، السبت، 28 أبريل 2007

كلية الاقتصاد و العلوم السياسية
جامعة القاهرة



ملحوظة:

Disclaimer:

This document is part of an oral presentation and does not constitute a full report of all the information shared during the forum.

هذا العرض جزء من محاضرة شفوية و لا يمثل تقريراً شاملاً لكل المعلومات التي تم تناولها خلال المؤتمر.

Agenda

الأجندة

- I. What is fundamental analysis?
- II. History of fundamental analysis
- III. Value
---Break---
- IV. Valuation models
- V. Conclusion and workshop

- أ. ما هو التحليل الأساسي؟
- ب. تاريخ التحليل الأساسي
- ج. القيمة
---استراحة---
- د. نماذج التقييم
- هـ. الخاتمة و ورشة العمل

I. What is fundamental analysis?

أ. ما هو التحليل الأساسي؟

Fundamental analysis

التحليل الأساسي

- A method to evaluate a stock by measuring its intrinsic value.
- Analysis approaches:
 - ➔ Top-down
 - ➔ Bottom-up
- Fundamental analysts study everything from:
 - ➔ the overall economy
 - ❖ GDP/Population/FX environment/interest rates/inflation
 - ➔ industry conditions
 - ❖ Supply/demand/prices/capacities/exports/imports/regulations
 - ➔ ...
 - ➔ the companies' financial condition
 - ❖ Profitability/liquidity/operating and financial leverage
 - ➔ the companies' management.
 - ❖ Background/prudence/expertise

- هو طريقة لتقييم السهم بقياس قيمته الجوهرية
- طرق التحليل:

➔ من القمة لأسفل

➔ من القاع لأعلى

- المحلل المالي يقوم بدراسة كل شئ من حيث:

➔ الاقتصاد الكلي

❖ إجمالي الناتج المحلي / تعداد السكان / سعر الصرف / أسعار الفائدة / التضخم

➔ أحوال القطاعات المختلفة

❖ قوى العرض و الطلب / الأسعار / الطاقات الإنتاجية / الاستيراد و التصدير / التشريعات و القواعد التنظيمية

... ➔

➔ الوضع المالي للشركات

❖ الربحية / السيولة / الرافعة التشغيلية و المالية

➔ الإدارة العليا للشركات

❖ الخلفية التاريخية / حرصهم / الخبرة

II. History of fundamental analysis

ب. تاريخ التحليل الأساسي؟

Market frenzies

جنون السوق

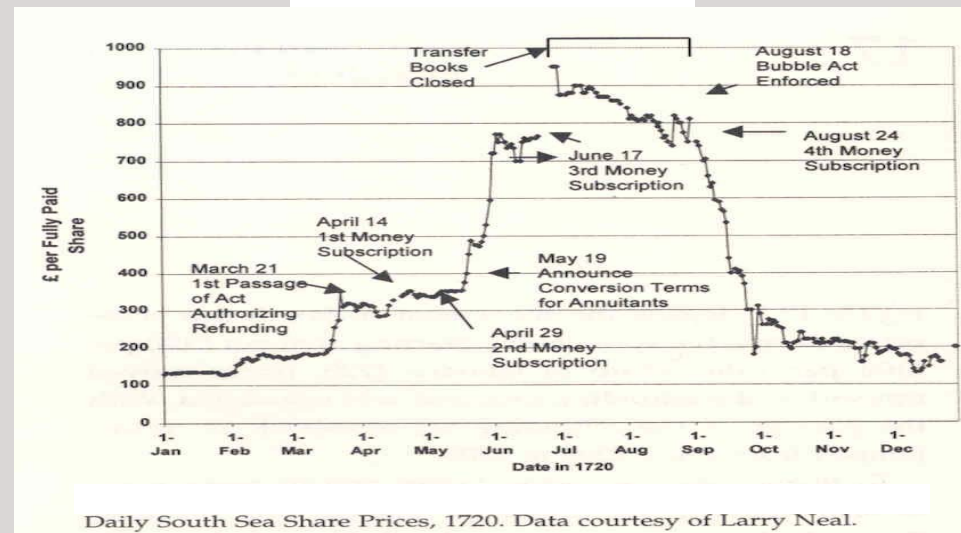
▪ **Tulip mania** in the Netherlands in 1637.



▪ جنون التوليب بهولندا في عام 1637.

▪ **South Sea Company** in England in 1720.

"I can calculate the movement of the stars, but NOT the madness of men."
— Sir Isaac Newton, after losing a fortune (£20,000) in the bubble.



▪ شركة البحر الجنوبي
بإنجلترا في عام 1720.

“أستطيع أن أحسب حركة
النجوم لكن لا أستطيع
حساب جنون الناس”
اسحاق نيوتن بعد خسارته
لثروة (20 ألف جنيه
استرليني) في هذه الفقاعة.

▪ **Souk Al-Manakh** in Kuwait in 1982.

▪ سوق المناخ بالكويت في عام 1982.

Graham & Dodd

جراهام و دود

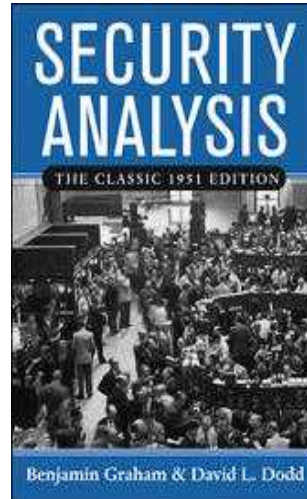
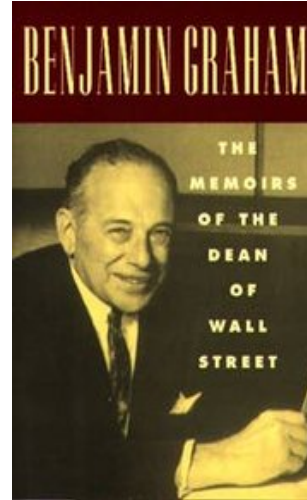
■ Benjamin Graham (1894 - 1976):

was an influential economist and professional investor who is today often called the "Father of Value Investing" and the "Dean of Wall Street. "

■ David LeFevre Dodd (1895 - 1988):

was an American educator, financial analyst, author, economist, professional investor, and in his student years, a protégé of, and as a postgraduate, close colleague of Benjamin Graham at Columbia University.

■ Both co-authored the famous "Security Analysis" book, which spelled out their investment doctrine following the Great Depression.



■ بنيامين جراهام (1894-1976):

■ كان اقتصادياً مؤثراً و مستثمراً خبيراً و هو يدعى الآن بـ "أبو استثمار القيمة" و "عميد وول ستريت".

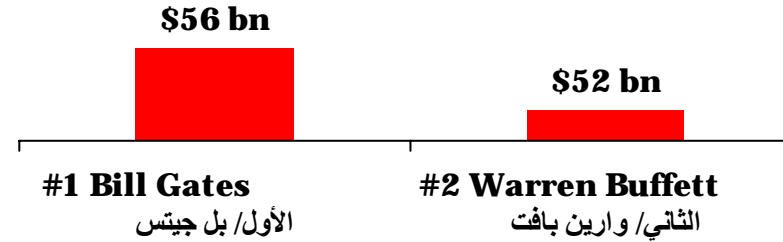
■ دافيد لو فيفر دود (1895-1988):

■ كان معلماً أمريكياً، محللاً مالياً، مؤلفاً، اقتصادياً، و مستثمراً خبيراً. تتلمذ على يد جراهام في جامعة كولومبيا ثم أصبح زميلاً مقرباً له.

■ ألفا معاً الكتاب الشهير "تحليل الأوراق المالية" و الذي ضم سياستهما الاستثمارية بعد بضعة أعوام من الكساد العظيم.

Who wants to be a “billionaire”?

من سيربح “المليار”؟



- Both are:
 - U.S. citizens
 - Self made
 - Own their own companies
 - Married with 3 children
 - Friends!
- But Warren Buffett is a fundamental investor

كلاهما:

- مواطني الولايات المتحدة الأمريكية
- عصاميان
- يمتلكان شركتيهما الخاصة
- متزوجان و لديهم 3 أبناء
- أصدقاء!
- لكن وارين بافت مستثمر أساسي

Warren Buffett

وارين بافت

- Studied under value-investing guru Benjamin Graham at Columbia
- Was the only student in Graham's security analysis class to earn an A+
- Learned to hunt for undervalued stocks.
- Bought control of textile firm Berkshire Hathaway in 1965
- Today his holding company has insurance, apparel, utilities, and home furnishing companies.
- Has non-controlling stakes in:
 - ➔ Anheuser-Busch
 - ➔ Coca-Cola
 - ➔ Wells Fargo
- Is \$10 billion richer than last year; Berkshire stock up 22% in past 12 months.



The Oracle of Omaha

- تعلم على يد بنيامين جراهام بجامعة كولومبيا.
- كان الطالب الوحيد الذي حصل على درجة الامتياز في فصل جراهام في تحليل الأوراق المالية.
- تعلم اصطيات الأسهم الرخيصة.
- اشترى حصة مالكة في شركة منسوجات تدعى بركشاير هاثاواي في عام 1965.
- اليوم، يندرج تحت شركته القابضة شركات عديدة في مجالات التأمين، الملابس، المرافق، و أثاث المنازل.
- يمتلك حصص غير متحكممة في شركات:
 - ➔ أنهويزر- بوش
 - ➔ كوكاكولا
 - ➔ بنك ويلز فارجو
- زادت ثروته بمقدار 10 مليار دولار مقارنة بالعام السابق بعد أن ارتفع سهم بركشاير هاثاواي بـ 22% خلال آخر 12 شهر.

III. Value

ج. القيمة

Fair value

▪ **Fair value** is a concept used in finance and economics, defined as:

A rational and unbiased estimate of the potential market price of a good, service, or asset, taking into account such factors as:

- relative scarcity
- perceived utility
- potential risk/return characteristics
- replacement costs, or costs of close substitutes
- production/distribution costs, including a cost of capital

القيمة العادلة

▪ **القيمة العادلة** هو فكر مستخدم في التمويل و الاقتصاد ك:

تقدير منطقي و غير متحيز لاحتمال سعر السوق لبضاعة، خدمة، أو أصل آخذين في الاعتبار عوامل مثل:

- الندرة النسبية
- المنفعة المدركة
- خواص احتمال المخاطرة/العائد
- تكلفة الاستبدال أو تكلفة البديل القريب
- تكاليف الإنتاج/التوزيع، متضمنة تكلفة الأموال

Fair value vs. market price

- Two schools of thought about the relation between **market price** and **fair value**:
 1. The **efficient market hypothesis** asserts that, in a well organized, reasonably transparent market, the **market price** is generally *equal to* or *close to* the **fair value**, as investors react quickly to incorporate new information available in the market.
 2. **Behavioral finance** asserts that the **market price** often diverges from **fair value** because of various, common cognitive biases among buyers or sellers.

القيمة العادلة مقارنة بسعر السوق

▪ هناك مدرستان فكريتان تتحدثان عن العلاقة بين سعر السوق و القيمة العادلة:

1. نظرية السوق الكفاء تقول عامة أنه في سوق شفاف و منظم يكون سعر السوق قريب من أو يساوي القيمة العادلة حيث يقوم المستثمرون برد فعل سريع تجاه المعلومات الجديدة المتاحة في السوق.

2. التمويل السلوكي يقول أن سعر السوق غالباً ما يبتعد عن القيمة العادلة لوجود تحيز عام بين المشترين و البائعين.

Tools to reach value

▪ Fundamental analysis studies:

- ➔ revenues
- ➔ earnings
- ➔ future growth
- ➔ return on equity
- ➔ profit margins
- ➔ other data

to determine a company's **underlying value** and **potential for future growth**.

▪ Main financial statements are:

- ➔ Balance sheet
- ➔ Income statement
- ➔ Cash flow statement

الأدوات المستخدمة للوصول للقيمة

▪ يتم دراسة الآتي في التحليل الأساسي:

- ➔ الإيرادات
- ➔ الأرباح
- ➔ النمو المستقبلي
- ➔ العائد على حقوق الملكية
- ➔ هوامش الربح
- ➔ بيانات أخرى

لتحديد القيمة الضمنية و احتمالات النمو المستقبلي.

▪ أهم القوائم المالية هي:

- ➔ الميزانية
- ➔ قائمة الدخل
- ➔ قائمة التدفقات النقدية

Balance sheet (B/S)

الميزانية

Assets = Liabilities + Equity

Current assets

- Cash & cash equivalent
- Accounts receivable
- Inventory

Long-term assets

- Fixed assets
- Goodwill

Current liabilities

- Short-term debt (STD)
- Current portion of long-term debt (CPLTD)
- Accounts payable

Long-term liabilities

- Long-term debt

Equity

- Paid-in capital
- Retained earnings
- Reserves

Operating working capital = Current assets (excl. cash) LESS Current liabilities (excl. debt)

الأصول = الإلتزامات + حقوق الملكية

الأصول المتداولة

- النقدية و ما شابهها
- أوراق قبض
- المخزون

الأصول طويلة الأجل

- الأصول الثابتة
- شهرة المحل

الإلتزامات المتداولة

- ديون قصيرة الأجل
- أقساط مستحقة السداد خلال العام
- أوراق دفع

الإلتزامات طويلة الأجل

- ديون طويلة الأجل

حقوق الملكية

- رأس المال المدفوع
- الأرباح المرحلة
- الإحتياطات

الرأسمال العامل التشغيلي = الأصول المتداولة (عدا النقدية) ناقص الإلتزامات المتداولة (عدا الديون)

Income statement (I/S) Accrual accounting

قائمة الدخل النظام الاستحقاقى

Sales

Less: Cost of goods sold

= **Gross profit (GP)**

Less: Selling, general & administrative expenses

= **EBITDA***

Less: D&A

= **EBIT****

Less: Net interest expense

= **Net profit before tax**

Less: Income tax

= **Net income**

EPS = Net income / No. of outstanding shares

*Earnings before interest, taxes, depreciation & amortization

**Earnings before interest and taxes

المبيعات

ناقص: تكلفة البضاعة المباعة

= **مجمّل الربح**

ناقص: مصروفات بيعية، عمومية وإدارية

= **الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك**

ناقص: الإهلاك والإستهلاك

= **الربح قبل الفوائد والضرائب**

ناقص: صافي المصروفات التمويلية

= **صافي الربح قبل الضرائب**

ناقص: ضريبة الدخل

= **صافي الربح**

نصيب السهم من الأرباح = صافي الربح / عدد الأسهم المصدرة

Cash flow statement (CF/S) Cash accounting

Operating activities (OperCF)

- Net income
- Change in working capital

Investing activities (InvCF)

- Capex
- Sale of assets

Financing activities (FinCF)

- Change in debt
- Dividends
- Capital increase

▪ **Change in cash**
= **OperCF + InvCF + FinCF**

Beginning of period cash

+/- change in cash
= **End of period cash → BS**

قائمة التدفقات النقدية النظام النقدي

التدفقات النقدية من التشغيل

- صافي الربح
- التغير في رأس المال العمل

التدفقات النقدية من الاستثمار

- النفقات الرأسمالية
- بيع أصول

التدفقات النقدية من التمويل

- التغير في الديون
- توزيعات المساهمين
- زيادة رأس المال

▪ **التغير في النقدية = التدفقات النقدية من التشغيل**
+ **التدفقات النقدية من الاستثمار**
+ **التدفقات النقدية من التمويل**

النقدية في بداية الفترة

+/- التغير في النقدية
= **النقدية في آخر الفترة**

Selected financial ratios

بعض النسب المالية

Profitability

- ROE = Net income / Equity
- Gross margin = Gross profit / Sales
- EBITDA margin = EBITDA / Sales
- Net margin = Net income / Sales

Liquidity & financial leverage

- Debt-to-Equity = Debt / Equity
- Interest coverage = EBITDA / Net interest expense
- Debt load = Debt / EBITDA

الربحية

- العائد على حقوق الملكية = صافي الربح \ حقوق الملكية
- هامش مجمل الربح = مجمل الربح \ المبيعات
- هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك \ المبيعات
- هامش صافي الربح = صافي الربح \ المبيعات

السيولة و الرافعة المالية

- الديون إلى حقوق الملكية
- معدل تغطية المصروفات التمويلية = الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك \ صافي المصروفات التمويلية
- حجم الديون = الديون \ الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك

Compounding & discounting

العائد المركب و الخصم

Compounding

▪ Future Value = Present Value $(1 + k)^n$

Discounting

▪ Present Value = $\frac{\text{Future Value}}{(1 + k)^n}$

Note:

k = return to the investor

n = number of years

العائد المركب

▪ القيمة المستقبلية = القيمة الحالية $(1 + k)^n$

الخصم

▪ القيمة الحالية = $\frac{\text{القيمة المستقبلية}}{(1 + k)^n}$

ملاحظة:

ع = العائد للمستثمر

ن = عدد الأعوام

---Break---

---استراحة---

IV. Valuation models

د. نماذج التقييم

Egyptian Company for Fundamental Analysis (ECFA)

الشركة المصرية للتحليل الأساسي

Balance sheet (LE mn)	2005	2006	الميزانية (مليون جم)
Assets			الأصول
Current assets			الأصول المتداولة
Cash & cash equivalent	178	378	النقدية و ما في حكمها
Accounts receivable	68	90	عملاء
Inventory	5	7	مخزون
Total current assets	251	475	إجمالي الأصول المتداولة
Long-term assets			الأصول طويلة الأجل
Net fixed assets	1,000	1,100	صافي الأصول الثابتة
Goodwill	-	-	شهرة المحل
Total long-term assets	1,000	1,100	إجمالي الأصول طويلة الأجل
Total assets	1,251	1,575	إجمالي الأصول
Liabilities & equity			الإلتزامات و حقوق المساهمين
Current liabilities			قروض قصيرة الأجل
Short-term debt (STD)	10	15	أقساط مستحقة السداد خلال عام
Curr. portion of LTD (CPLTD)	25	50	موردون
Accounts payable	10	7	إجمالي الإلتزامات قصيرة الأجل
Total current liabilities	45	72	
Long-term liabilities			إجمالي الإلتزامات طويلة الأجل
Long-term debt (LTD)	500	450	قروض طويلة الأجل
Others	-	-	أخرى
Total long-term liabilities	500	450	إجمالي الإلتزامات طويلة الأجل
Total liabilities	545	522	إجمالي الإلتزامات
Equity			حقوق المساهمين
Paid-in capital	600	800	رأس المال المدفوع
Reserves	8	20	الإحتياطيات
Retained earnings	98	233	الأرباح المرحلة
Total equity	706	1,053	إجمالي حقوق المساهمين
Total liabilities & equity	1,251	1,575	إجمالي الإلتزامات و حقوق المساهمين

Egyptian Company for Fundamental Analysis (ECFA)

الشركة المصرية للتحليل الأساسي

Income statement (LE mn)	2005	2006	قائمة الدخل (مليون جم)
Sales	500	600	المبيعات
Cost of goods sold (COGS)	(175)	(180)	تكلفة البضاعة المباعة
Gross profit (GP)	325	420	مجمّل الربح
Selling, general, & admin (SG&A)	(25)	(30)	مصروفات بيعية، عمومية، و إدارية
EBITDA	300	390	الربح قبل الفوائد و الضرائب و الإهلاك و الإستهلاك
Depr. & amort. (D&A)	(10)	(12)	الإهلاك و الإستهلاك
EBIT	290	378	الربح قبل الفوائد و الضرائب
Net interest expense	(68)	(65)	صافي المصروفات التمويلية
EBT	222	313	صافي الربح قبل الضرائب
Taxes	(55)	(78)	ضريبة الدخل
NPAT	166	235	صافي الربح بعد الضرائب

Cash flow statement (LE mn)	2005	2006	قائمة التدفقات النقدية (مليون جم)
NPAT	166	235	صافي الربح بعد الضرائب
Plus: D&A	10	12	زائد: الإهلاك و الإستهلاك
Less: Increase in accounts receival	(68)	(22)	ناقص: الزيادة في العملاء
Less: Increase in inventory	(5)	(3)	ناقص: الزيادة في المخزون
Less: Increase in accounts payable	10	(2)	ناقص: الزيادة في الموردون
Operating cash flow	113	220	التدفق النقدي التشغيلي
Payments for the purchase of fixed	(1,010)	(112)	مدفوعات لشراء أصول ثابتة
Investing cash flow	(1,010)	(112)	التدفق النقدي الاستثماري
Proceeds from capital increases	600	200	متحصلات من إصدار رأس المال
Proceeds from loans & long-term li	535	(20)	متحصلات من القروض و إلتزامات طويلة الأجل
Payments for dividends	(60)	(88)	مدفوعات لتوزيعات المساهمين
Financing cash flow	1,075	92	التدفق النقدي التمويلي
Change in cash	178	200	التغير في النقدية
Beginning of period cash	-	178	النقدية أول الفترة
End of period cash	178	378	النقدية آخر الفترة

Dividend discount model

نموذج خصم التوزيعات للمساهمين

Return to the shareholder

$$\begin{aligned} \bullet k &= \frac{D_1}{P} + g \\ &= 5\% + 15\% \\ &= 20\% \end{aligned}$$

Finding the price

$$\bullet P = \frac{D_1}{(k - g)}$$

$$= \frac{1.10 * (1 + 10\%)}{(20\% - 10\%)}$$

$$= \frac{1.21}{10\%}$$

$$= 12.1 < 15 \text{ market price} \rightarrow \text{SELL}$$

Note:

k = return to the shareholder

D₁ = dividend payment expected at end of next year

g = growth rate

العائد للمساهم

$$\begin{aligned} \bullet \text{العائد} &= \text{عائد الكوبون} + \text{العائد الرأسمالي} \\ &= 5\% + 15\% \\ &= 20\% \end{aligned}$$

إيجاد السعر

$$\bullet \text{السعر} = \frac{\text{التوزيع النقدي خلال عام}}{(\text{العائد} - \text{معدل النمو})}$$

$$= \frac{(1 + 10\%) * 1.10}{(20\% - 10\%)}$$

$$= \frac{1.21}{10\%}$$

$$= 12.1 < 15 \text{ سعر السوق} \rightarrow \text{بيع}$$

Discounted cash flow (DCF) model (1/4)

نموذج خصم التدفقات النقدية (1/4)

Net income	235	صافي الربح
<u>Plus: D&A</u>	<u>12</u>	زائد: الإهلاك و الإستهلاك
Gross cash flow (1)	247	إجمالي التدفق النقدي (1)
<hr/>		
Operating working capital investment	27	الاستثمار في الرأسمال العامل التشغيلي
<u>Plus: Capex</u>	<u>112</u>	زائد: النفقات الرأسمالية
Gross investment (2)	139	إجمالي الاستثمار (2)
<hr/>		
(1) Gross cash flow	247	(1) إجمالي التدفق النقدي
Less		ناقص
<u>(2) Gross investment</u>	<u>(139)</u>	(2) إجمالي الاستثمار
= FCFF	108	= التدفق النقدي المتاح للشركة

Discounted cash flow (DCF) model (2/4)

نموذج خصم التدفقات النقدية (2/4)

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

المتوسط المرجح لتكلفة الأموال

$$12\% * (1 - 25\%) = 9\%$$

After-tax cost of debt
تكلفة الديون بعد الضرائب

20%

Cost of equity
تكلفة حقوق الملكية

X
30%

Weight of debt
الوزن المرجح للديون

X
70%

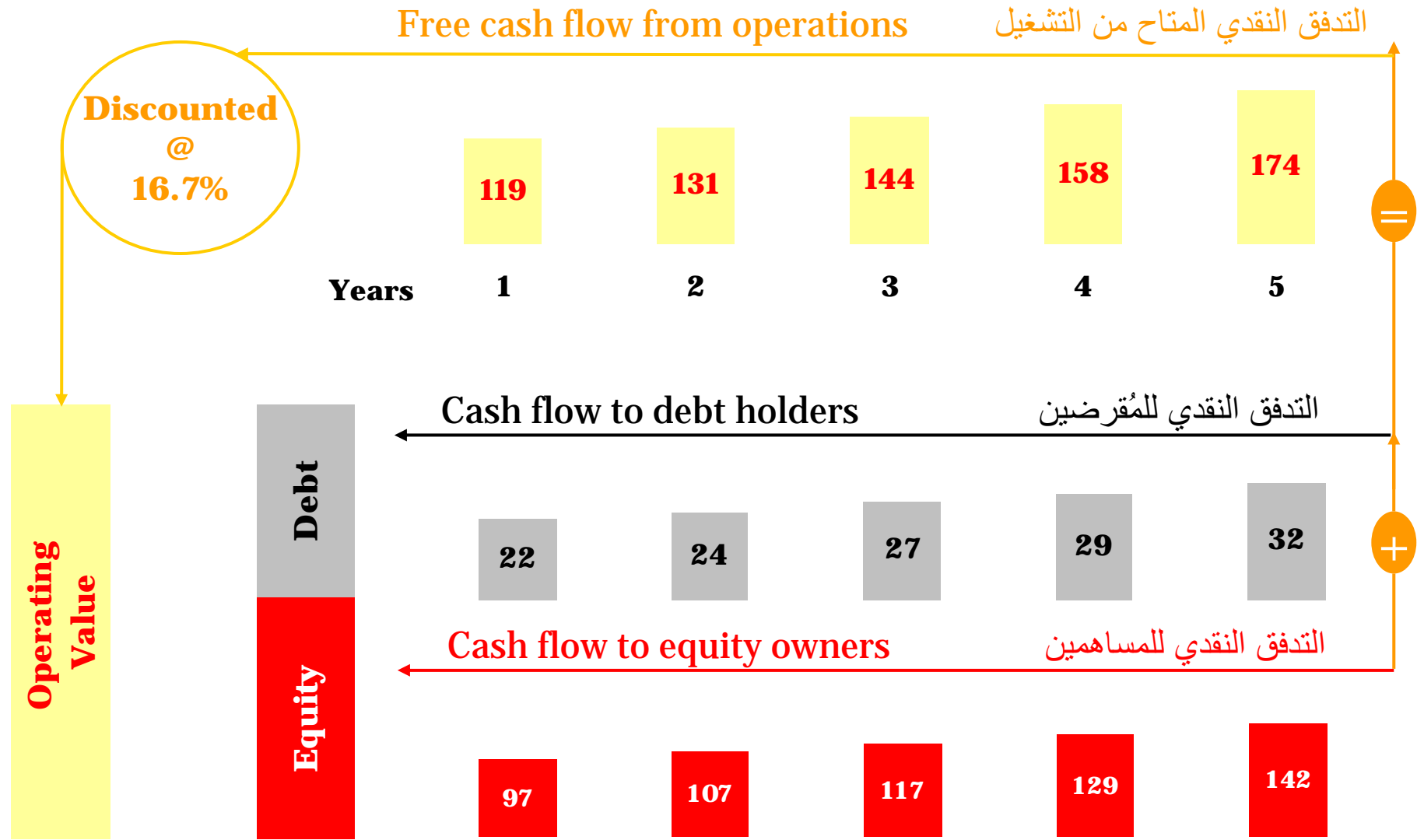
Weight of equity
الوزن المرجح لحقوق الملكية

16.7%

WACC
المتوسط المرجح
لتكلفة الأموال

Discounted cash flow (DCF) model (3/4)

نموذج خصم التدفقات النقدية (3/4)



Discounted cash flow (DCF) model (4/4)

نموذج خصم التدفقات النقدية (4/4)

Total value (FCF from Operations)	1,064
Less: Debt	515
Plus: Cash	378
Equity value	927
No. of shares	80
Fair value per share	11.59

Comparable valuation models

نماذج التقييم المقارن

P/E multiple

- The number of years it takes investors to recover their investment from the company's annual earnings

P/BV multiple

- The number of times investors are valuing the company's equity in the market vs. its book value on the balance sheet

Enterprise value (EV) multiples

- Enterprise value = market cap + debt – cash

Examples:

- To EBITDA (all companies)
- To capacity (cement and steel companies)
- To number of subscribers (telecom companies)

Note:

Market cap = the number of outstanding shares x market price

مضاعف الربحية

- عدد الأعوام التي سيستغرقها المستثمرون لإستعادة استثماراتهم من أرباح الشركة السنوية

مضاعف القيمة الدفترية

- عدد المرات التي يقيم بها المستثمرون حقوق الملكية في السوق مقارنة بالقيمة الدفترية على الميزانية

مضاعفات قيمة المنشأة

- قيمة المنشأة = القيمة السوقية + الديون - النقدية

أمثلة:

- إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك (كل الشركات)
- إلى الطاقة الإنتاجية (شركات الأسمنت والحديد)
- إلى عدد المشتركين (شركات الإتصالات)

ملاحظة:

القيمة السوقية = عدد الأسهم المصدرة x سعر السوق

Egyptian Company for Fundamental Analysis (ECFA)

الشركة المصرية للتحليل الأساسي

Share data	2005	2006	بيانات السهم
No. of shares outstanding (mn)	60	80	عدد الأسهم المصدرة (مليون)
Closing price (July 13, 2006)		15.00	إقفال السهم 13 يوليو 2006
EPS	2.77	2.93	نصيب السهم من الأرباح
DPS	1.00	1.10	نصيب السهم من التوزيعات
Book value per share	11.77	13.16	القيمة الدفترية للسهم
		1.16	7.7%
Ratios	2005	2006	المعدلات
P/E	5.4	5.1	مضاعف الربحية
P/BV	1.3	1.1	مضاعف القيمة الدفترية
Dividend yield	6.7%	7.3%	العائد على السهم
Gross margin	65.0%	70.0%	هامش مجمل الربح
EBITDA margin	60.0%	65.0%	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
Net margin	33.3%	39.1%	هامش صافي الربح
Return on Equity (ROE)			العائد على حقوق الملكية
Debt-to-equity	0.76	0.49	الديون إلى حقوق الملكية
Interest coverage	4.4	6.0	معدل تغطية المصروفات التمويلية
Debt load	1.8	1.3	حجم الديون
Equity %	62.7%	70.0%	نسبة حقوق الملكية
Debt %	37.3%	30.0%	نسبة الديون
Market cap	900	1,200	القيمة السوقية
Debt	535	515	الديون
Cash	178	378	النقدية و ما في حكمها
EV	1,257	1,337	قيمة المنشأة
EBITDA	300	390	الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
EV/EBITDA	4.2	3.4	قيمة المنشأة/الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك

V. Conclusion

هـ. الخاتمة

"Price is what you pay. Value is what you get."

"It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."

"If a business does well, the stock eventually follows."

"I never attempt to make money on the stock market. I buy on the assumption that they could close the market the next day and not reopen it for five years."

"Great investment opportunities come around when excellent companies are surrounded by unusual circumstances that cause the stock to be misappraised."

- Warren Buffett (1933-)

"Mr. Market"

"Margin of Safety"

- Benjamin Graham (1894 - 1976)

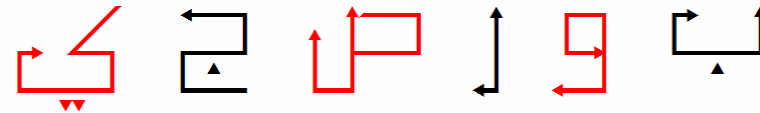
End.

Workshop ▲ ▼

النهاية.

▼ ▲ ورشة العمل

This presentation and the workshop materials are also available on



▲ ▼ B O R S A G Y ▼ ▲

<http://www.borsagy.com>