

Nekonzistentnost ve finančních ukazatelích BMW

BMW je velice dobře řízená společnost. Možná nejlépe ze všech automobilek. Její hospodářské výsledky za posledních 15 let tomu také odpovídají. Přesto právě ve finančních výkazech lze vystopovat nekonzistentnost v tom, jaké finanční cíle si management BMW dává a jak jejich plnění potom sám vyhodnocuje.

BMW se skládá ze dvou businessů. Tím prvním je samozřejmě automobilová divize, která vyvíjí, vyrábí a prodává automobily a motocykly. Tím druhým je často přehlížená BMW Bank. Ta financuje přibližně polovinu prodejů BMW prostřednictvím leasingů a spotřebních úvěrů a také poskytuje financování dealerům. Oba businessy se sice navzájem dobře doplňují, ale jsou natolik rozdílné, že jsou ve finančních výkazech uváděny i samostatně. Každý z nich hodnotí management na základě jiného finančního ukazatele.

Pro banku je základním ukazatelem výnos vlastního jmění (ROE). Ten činil za posledních pět let v průměru 18,7 %. To je na banku v dnešním světě velmi vysoké číslo a pro většinu velkých evropských a amerických bank nedosažitelná hodnota. Vysoká hodnota ROE vyniká obzvláště tehdy, pokud si uvědomíme nízké riziko aktiv BMW Bank. Jejich průměrná délka splatnosti se pohybuje kolem dvou let a podíl špatných úvěrů činil za posledních pět let průměrně 0,36 %.

V automobilové divizi je pro management klíčový výnos investovaného kapitálu (ROCE). Jeho hodnota činila během posledních pěti let průměrně 67 %. Opět jde o velmi vysoké číslo,

kteří nejlépe dokazuje, že BMW má na své straně dlouhodobou konkurenční výhodu. Bez ní by nebylo možné tak vysokých výnosů kapitálu dosahovat. (ROCE pro motocyklovou divizi činilo za posledních pět let 30 %. Jde taktéž o velmi vysokou hodnotu. Motocyklový business BMW je však mnohem menší než automobilový business a můžeme ho v dalších úvahách zanedbat.)

Pokud srovnáme ROE BMW Bank a ROCE automobilové divize se stejnými ukazateli srovnatelných společností, zjistíme, že BMW je na tom z tohoto relativního pohledu velmi dobře. Absolutní výše těchto ukazatelů je ve srovnání s náklady kapitálu také velmi vysoká a oba ukazatele jsou i výrazně vyšší, než jsou cíle managementu. Cílem managementu BMW je dosahovat minimálně 12% ROE u banky a 26% ROCE u automobilové divize. V každém z minulých pěti let byly tyto cíle vysoko překročeny. Zdálo by se tedy, že vše je v pořádku.

Pojďme však v úvahách ještě dále. ROE celé společnosti BMW, činilo v posledních pěti letech průměrně 15,7 %. Toto číslo zahrnuje jak banku, tak automobilovou divizi. Možná vás napadne - jak může být celkové ROE BMW 15,7 %, když jedna část (banka) má ROE 18,7 % a druhá část (automobilová divize) má ROCE 67 %? Vysvětlení je jednoduché. Vzorec pro výpočet ROCE vylučuje z kapitálu čistou hotovost. Ta je u automobilové divize vysoká. Její výše činila během posledních pěti let v průměru 18 miliard eur při nulovém dluhu. Jde o nastřádané úspory za roky fungování společnosti, které v čase postupně stoupají díky kladnému volnému cash flow

automobilové divize. Jedná se tedy o kapitál, který není „zaměstnán“ při výrobě, a proto je i vyloučen z výpočtu hodnoty ROCE. Jelikož je však součástí vlastního jmění BMW, ve výpočtu ROE je zahrnut.

BMW se tedy nachází v situaci, kdy má sice velmi vysoké ROCE, ale pouze mírně nadprůměrné ROE zatížené velkou sumou nevyužívané hotovosti. Šlo by tuto hotovost využít efektivněji a částečně vyplatit akcionářům? Tuto otázku si klade řada investorů a jeden u nich ji také položil managementu při konferenčním hovoru konaném u příležitosti oznámení výsledků společnosti za rok 2018. Management odpověděl, že o výplatě části této nadbytečné hotovosti neuvažuje, protože ji potřebuje k udržení vysokého investičního ratingu a zejména potom k podpoře BMW Bank. Jinými slovy, tato hotovost není nadbytečná.

V tomto případě by však měla být zahrnuta buď ve výpočtu ROE BMW Bank, nebo ve výpočtu ROCE automobilové divize, případně částečně v obojím. Tyto ukazatele by potom byly mnohem nižší. Pokud by celá tato hotovost byla zahrnuta do výpočtu ROE banky, potom by ROE kleslo řádově na polovinu.

Nekonzistentnost managementu v úvahách o finančních ukazatelích BMW se zde projevuje naplno. Není možné vylučovat hotovost z výpočtu finančních ukazatelů a současně tvrdit, že je pro další business nezbytná.

Stejná nekonzistentnost se objevuje ve stanovených cílech ohledně ROCE a marží v automobilové divizi. Pro letošní rok očekává management BMW, že svůj cíl 26 % ROCE výrazně překročí. Současně očekává, že EBIT marže v automobilové divizi budou výrazně pod dlouhodobým cílem 8-10 %. To nedává moc smysl. Buď je ROCE cíl stanoven jako příliš měkký, nebo jsou dlouhodobé EBIT marže nereálné, případně není zohledněn při výpočtu ROCE správně celý zaměstnaný kapitál.

Čistá hotovost BMW v současnosti činí téměř 40 % tržní kapitalizace. To je rekordně vysoký poměr. Management BMW má dnes dvě možnosti. Tou první je připustit, že jeho alokace aktiv je příliš pohodlná a část hotovosti vyplatit akcionářům. Tou druhou je přiznat, že hotovost není nadbytečná, přiměřeně tomu upravit své výpočty ROCE a ROE a stanovování dlouhodobých cílů. Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, květen 2019

Navštivte www.vltavafund.com

Napište nám investor@vltavafund.com

Sledujte nás na www.facebook.com/vltavafund

Disclaimer :

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovídám, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme

v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2019 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.