

Berkshire Hathaway nebo index S&P 500?

Se jménem Warren Buffett jsem se poprvé setkal v roce 1988 v Muzeu voskových figurín Madame Tussaud v Londýně. Měl tam svou figurínu a bylo u ní napsáno „Warren Buffett – Investor“. Jako občanovi komunistické země mi nic neříkalo ani jeho jméno, ani jeho profese. Jen mi utkvělo v hlavě, že měl takové zvláštní velké brýle, trochu jako Elton John.

Další rok komunismus padl, svět se zcela změnil, začal jsem se věnovat financím a někdy v polovině 90. let jsem poprvé akcie Berkshire Hathaway koupil a stal jsem se Buffettovým fanouškem. Po celou tu dobu, od samého začátku až do dneška, jsem opakovaně narážel na komentáře většinou více méně neznámých komentátorů, kteří stále opakovali totéž – Buffett je už starý, nechápe moderní svět, moc se mu nedaří, akcie Berkshire už nemají valnou budoucnost a investoři by udělali lépe, kdyby raději koupili index. Ale stejně jako ve rčení „Psi štěkají, ale karavana jde dál“, tak i v případě Berkshire kritici přicházeli a zase mizeli a cena akcie Berkshire se mezi tím od konce roku 1994 do dneška zvedla z původních 22 500 dolarů na 278 500 dolarů, tedy na 12,3násobek. Index S&P 500 za stejné období vzrostl ze 460 na 3 036, tedy jen na 6,6násobek. Na člověka, kterému se nedaří, to není vůbec špatné!

Pokud se vám zdají devadesátá léta jako příliš vzdálená a málo relevantní minulost, můžeme se podívat na poslední léta. Akcie Berkshire jsme do Vltava Fund koupili na začátku roku 2012. Tehdy stály 114 500 dolarů a index S&P 500 měl hodnotu 1277. Dnes jsou akcie

Berkshire výše o 143 % a index o 137 %. Na první pohled by se zdálo, že si oba businessy vedou téměř stejně. Při bližším zkoumání však zjistíme, že je to trochu jinak.

Zisky na akcii společností v indexu S&P 500 byly na konci roku 2011 podle údajů agentury Standard and Poor's 86,95 dolarů. Na konci prvního čtvrtletí 2020 byly 117,01 a vzrostly tedy za celou dobu této dlouhé ekonomické expanze překvapivě jen o 35 %. Na růstu akciového indexu se podílely asi jen jednou čtvrtinou. Tři čtvrtiny růstu jdou na vrub růstu PE, které se zvedlo z počátečních 14,7 na současných 26.

Berkshire poskytuje zcela jiný obrázek. Jestliže u indexu S&P 500 lze zisky považovat za poměrně dobrý ukazatel fundamentální hodnoty, u Berkshire tuto funkci plní údaj o účetní hodnotě. Fundamentální hodnota Berkshire je samozřejmě výrazně vyšší než účetní hodnota, ale změna účetní hodnoty za určité období poměrně věrně ukazuje na změnu fundamentální hodnoty za stejný úsek. (Zisky Berkshire je samozřejmě také možno použít k odhadu růstu hodnoty, ale je poměrně pracné je spočítat. Oba výsledky by ale byly obdobné.)

Účetní hodnota v přepočtu na jednu akcii Berkshire dosahovala na konci roku 2011 úrovně 99 860 dolarů. Na konci prvního čtvrtletí 2020 to bylo 229 361 dolarů. To je o 130 % výše. Když to srovnáme s růstem ceny akcie Berkshire za stejné období, který činil 143

%, pak vidíme, téměř přesně odpovídá i růstu účetní hodnoty.

Z těchto údajů je zřejmé, že Berkshire je mnohem lepší business než celý index. Jeho hodnota roste mnohem rychleji a jediný způsob, jak index dokázal od roku 2011 držet krok s cenou akcie Berkshire, je ten, že investoři hnali jeho cenu nahoru 4x rychleji, než jak rychle rostly jeho zisky.

Rozvaha Berkshire také vykazuje méně rizika než společnosti v indexu S&P 500. Jejich zadlužení vyjádřené poměrem Net debt/EBITDA (ex financials) se od roku 2011 přibližně zdvojnásobilo. I přesto to nestačilo na více než zmíněný 35% růst zisků. Naproti tomu hotovost Berkshire na úrovni holdingu za stejné období narostla přesně na dvojnásobek z 65 na 130 miliard dolarů a její poměr vůči celkovým aktivům i vlastnímu jmění zůstal zhruba stejný.

Co se týče příští dekády, očekáváme, že pokud se týká růstu fundamentální hodnoty, bude podobná jako dekáda minulá. Účetní hodnota Berkshire by měla i nadále růst rychleji než zisky indexu. Pokud chtějí držitelé indexu porazit držitele akcií Berkshire, nezbyvá jim než doufat, že PE indexu poroste někam nad 30 (téměř historické maximum) a že PB Berkshire zůstane těsně nad jedničkou (téměř historické minimum). Jak moc je to pravděpodobné, ať si každý zváží sám.

Pokud naopak proběhne něco jako návrat k průměru, potom by to mohlo na konci této dekády vypadat následovně:

Berkshire Hathaway:

Účetní hodnota na akcii: 500 000 USD (musela by růst pomaleji než v minulých 8 letech)

PB 1,5 (stále ještě o dost pod fundamentální hodnotou)

Cena akcie: 750 000 USD

Změna od dneška: +169 %

S&P 500:

Zisky na akcii: 170 USD (musely by růst rychleji než v minulých 8 letech)

PE 20 (stále ještě nad dlouhodobým průměrem)

Úroveň indexu: 3400

Změna od dneška: +12 % (bez započtení dividend)

Když si budete hrát s těmito předpoklady, můžete dojít k výsledkům podle vlastní libosti, pravděpodobně ale zjistíte, že předpoklady by musely být velmi agresivní ve prospěch indexu a v neprospěch Berkshire, aby měl index šanci s cenou akcie vůbec držet krok. Akcie Berkshire jsou dnes velmi levné a cenou nezohledňují ani jejich současnou fundamentální hodnotu, ani budoucí potenciál a zcela přehlíží velmi nízké podnikatelské riziko celého konglomerátu. V ceně akcie je dnes zahrnuto něco, čemu říkám Buffettův diskont. Buffett již dlouho Berkshire řídit nebude. To je v jeho 89 letech bohužel biologická nevyhnutelnost. Zdá se, že trh je zde trochu krátkozraký a nedoceňuje možnost, že tři klíčové osoby, které budou Berkshire řídit po něm (Greg Abel, Ajit Jain a Todd Combs), mohou být dohromady ještě o kus lepší než samotný Buffett.

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, květen 2020

Navštivte www.vltavafund.com

Napište nám investor@vltavafund.com

Sledujte nás na www.facebook.com/vltavafund nebo <https://twitter.com/danielgladis>

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 předpovědím, 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 2020 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.