

Podceňované BMW

Dobré investice se nesnažíme hledat mezi tím, co investoři milují, ale mezi tím, co investoři podceňují. Jednou z takových podceňovaných společností je dnes BMW. Slíbili jsme, že napíšeme o něčem, co považujeme za dobrou investici. BMW jsme vybrali mimo jiné i proto, že je to všeobecně známá společnost a také proto, že ho je možné přímo srovnávat s Teslou, o které jsme psali minule.

Když se řekne, BMW, lidé vědí, o co jde. Přesto však většinu lidí překvapí, že jde o dva samostatné businessy. Jeden finanční, kterému můžeme říkat BMW-banka a druhý, který navrhuje, vyrábí a prodává automobily.

Způsobů, jak ocenit společnost, je více. My si zvolíme metodu nazvanou součet částí (sum of the parts). Ta rozdělí BMW na tři celky, které jednotlivě ocení. Součet tří ocenění potom ocení celou společnost. Je to velmi jednoduchá metoda, ale zcela postačující. Nejlepší investice jsou takové, kde člověka levnost přímo bije do očí na první pohled. Tak jako u BMW.

BMW-banka je divize, která poskytuje financování lidem a firmám kupujícím auta (BMW, Mini, Rolls Royce) a motorky BMW. Především formou leasingu a spotřebitelských půjček. Přibližně polovina všech prodejů BMW je financována tímto způsobem. Tento business je mimořádně výnosný a současně s sebou nese nízké riziko. Výnosy vlastního jmění pravidelně dosahují 18 %. Za to by vám normální banky snesly modré z nebe. Pro srovnání – průměrný výnos vlastního jmění u velkých amerických bank je dnes 9,3 %, u britských 5,3 %, u evropských 7 % a u japonských 6,6 %. Pro tyto banky je výnos

vlastního jmění dosahovaný BMW-bank nedosažitelným snem.

To však není vše. Riziko špatných úvěrů je u BMW-bank velmi nízké. Konkrétně 0,3 %. To znamená, že jen jeden ze tří set úvěrů není splacen. (Nezapomeňme, že dlužníci BMW-bank jsou řidiči BMW a to je příjmově vysoce nadprůměrný vzorek populace.) Úvěrové riziko u běžných bank je často o řád vyšší a někdy dosahuje i několika procent. Pokud by BMW-bank byla samostatná společnost, měla by se obchodovat minimálně na úrovni 1,6-2,2 násobku své účetní hodnoty. Když budeme konzervativní a zůstaneme u 1,6 násobku, pak se dostaneme k ocenění BMW-bank ve výši 18,4 miliard eur. To je první část ocenění celé firmy.

Samotný automobilový business BMW je zajímavý tím, že nejen že nemá žádný dluh, ale má dokonce 22 miliard eur hotovosti. Management BMW uvádí, že 10 miliard hotovosti je více než dostatečná částka na to, aby firma v klidu, bez dluhu a s rezervou podnikala. Jinými slovy, BMW má nejméně 12 miliard přebytečné hotovosti, kterou by mohla kdykoliv vyplatit akcionářům, aniž by se musela zadlužit a aniž by ohrozila jakkoliv své podnikání v současné podobě a velikosti. To je druhá část ocenění celé firmy.

Když sečteme první a druhou část, dostaneme se na 30,4 miliard. BMW má 657 miliónů vydaných akcií, což znamená, že hodnota BMW-bank a přebytečné hotovosti činí 46,2 eur na akcii. Preferenční akcie BMW stojí 70 eur, což implicitně znamená, že za automobilový business platíme 23,8 eur na akcii. To je 2,8

násobek aktuálního ročního zisku a přibližně jen 40 % jeho účetní hodnoty. Tato čísla jsou naprosto absurdní. Jakou hodnotu automobilový business BMW má nikdo přesně neví, můžete si ale být jistí, že to není méně než účetní hodnota. Mimochodem, v žebříčku hodnot globálních značek je BMW nejvýše ze všech evropských firem s odhadovanou hodnotou značky ve výši 30 miliard eur (45 eur na jednu akcii).

Pokud bychom použili PE 8 pro automobilový business, dostaneme se na 44 miliard. Pokud bychom sečetli účetní hodnotu a odhadovanou hodnotu značky, dostaneme se na 67 miliard. Někde uprostřed mezi tím (55,5 miliard) by mohla ležet hodnota samotného automobilového businessu. To je třetí část ocenění.

Když všechny tři části sečteme, dostaneme se na 85,9 miliard a to máme pořád business, který je bez dluhu a s deseti miliardami čisté hotovosti, kterou do ocenění nezahrnujeme. 85,9 miliard znamená 130 eur na akcii. Preferenční akcie stojí 70. Trh tedy nabízí akcie špičkového, finančně silného, rodinného businessu téměř za polovinu jejich hodnoty. Jak je to možné? Těžko říct. Investoři zřejmě došli k názoru, že buď je za dvěmi těžká recese, po které už nikdy nedojde k zotavení, nebo že Tesla ovládne svět a ostatní automobilky končí. Ani jedno z toho nenastane. Naopak. V automobilovém odvětví jsou dnes tři hlavní trendy – posun k elektromobilům, posun k autonomním autům a konektivita aut s okolním světem. Každý, kdo dlouhodobě sleduje předních 10 automobilek, tak vidí, že BMW je ve všech třech oblastech ve srovnání s ostatními velmi daleko. Je to taky jedna z mála automobilek, která byla zisková i během Velké finanční krize v letech 2008-2009.

Abychom se ujistili, že se s oceněním celé společnosti nepohybujeme zcela mimo realitu,

můžeme ho srovnat s dalšími dvěma metodami – private transaction value a replacement value. Private transaction value se snaží odhadnout, jaká by asi byla cena, pokud by se celá společnost prodávala jednomu kupci. Tato metoda je poněkud vágní, protože srovnatelných transakcí není mnoho, každá prodávaná společnost je trochu jiná a navíc většinou hrají na straně prodávajících i kupujících roli i jiné než jen čistě finanční motivace.

BMW je z poloviny vlastněno rodinou Quandtů a to už 100 let od svého založení.

Nepředpokládáme, že se chystají prodávat, pravděpodobnější je, že budou BMW vlastnit i další generace, nicméně pokud by ho prodat chtěli, naše analýzy nás vedou k tomu, že cena by musela být řádově dvojnásobná vůči ceně současné.

Replacement value metoda se snaží odhadnout, kolik by stálo vybudování stejné firmy od nuly. Výše uvedenou analýzou jsme došli k závěru, že při dnešní ceně akcie implicitně platíme za samotný automobilový business BMW 23,8 eur na akcii, celkem tedy asi 15,6 miliardy eur. Kdyby někdo přišel a řekl – tady máš 15,6 miliardy eur, běž a vybuduj firmu srovnatelnou s BMW, peníze bychom odmítli. Za tuto sumu nelze postavit ani továrny, ve kterých by se auta vyráběly, natož tak vyvinout vlastní modely, prodejní síť, reputaci a hodnotu značky srovnatelnou s BMW, dostat se s maržemi a výnosy kapitálu na špičku v odvětví a ještě k tomu všemu, aby nám zbylo 10 miliard čisté hotovosti, jako má dnes BMW. Podle našeho názoru by na to nestačilo ani 60 miliard eur a i při vyšších částkách by nebyl úspěch zajištěn.

Když si to shrneme, tak není možné za současnou cenu akcie celou firmu ani koupit, ani vybudovat. Krása akciových trhů však spočívá v tom, že to dělat nemusíme, ale můžeme si

koupit podíl v již existujícím BMW a to právě za cenu, která výrazně podceňuje hodnotu celé společnosti.

BMW je konzervativní, hodnotová investice s velkým bezpečnostním polštářem, podpořená dividendovým výnosem ve výši 5 %, která velmi pravděpodobně přinese investorům během příštích 5 - 7 let velmi uspokojivé výsledky. Za posledních deset let, což je celý poslední

ekonomický cyklus zahrnující hlubokou recesi, se ziskovost BMW zvýšila 2,5 x, což je růst přibližně 10 % p. a. Když k tomu přidáme tučnou dividendu, dostaneme se někam na 13 – 14 % p. a. Tímto tempem rostla přibližně hodnota akcií BMW během posledních deseti let. Pokud by příštích deset let mělo vypadat podobně, bude mít rostoucí hodnota společnosti tendenci dlouhodobě táhnout cenu akcie dál silně nahoru. Investujte opatrně!

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 23. 8. 2017

P. S. Tento dokument vyjadřuje názory autora(ů) v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely. Není investičním doporučením. Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum a vlastní analýzy. Akcie BMW jsou v portfoliu Vltava Fund.

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

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

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

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“).

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 2017 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.