

VALUESELECTIONS.NET

Kansrijke Warren Buffett aandelen nader besproken

Voorbeeldanalyse

INHOUD

Kansrijke Warren Buffett aandelen nader besproken	3
Berkshire Hathaway (BRK.A)	4

Kansrijke Warren Buffett aandelen nader besproken

Oktober 2008

Beste belegger,

In dit rapport treft u een ValueSelections-voorbeeldanalyse aan.

De analyse dient als voorbeeld van het type analyses dat we beschikbaar stellen aan onze leden van ValueSelections. Op de volgende pagina's treft u een eerdere, volledige en ongewijzigde analyse aan van Berkshire Hathaway. Deze analyse maakte deel uit van de augustus-editie van ValueSelections.

Het betreffende fonds, Berkshire Hathaway, vonden we op het moment van analyse dermate aantrekkelijk gewaardeerd dat we besloten dit fonds op te nemen in onze Top 5. Deze Top 5 bestaat uit een vijftal aandelen die naar ons oordeel het meest interessant zijn. Met een lidmaatschap van ValueSelections krijgt u niet alleen maandelijks een drietal analyses, maar tevens inzage in onze Top 5, evenals een overzicht van ontwikkelingen van en nieuws gerelateerd aan eerdere selecties.

Bij iedere analyse trachten we een zo duidelijk mogelijk beeld te schetsen van het desbetreffende bedrijf. Hierbij worden structureel een vijftal belangrijke aspecten nader toegelicht:

- 1) Het bedrijfsmodel (hoe verdient het bedrijf zijn geld?)
- 2) De competitieve positie van de onderneming (hoe kan het bedrijf concurreren?)
- 3) Bedrijfscijfers, ratio's en waardering (hoeveel kost het bedrijf?)
- 4) Kansen en bedreigingen
- 5) Het management

Zoals gezegd, op de volgende pagina's kunt u onze analyse van Berkshire Hathaway lezen. Via onderstaande link is het mogelijk de actuele koers (en koersperformance) van het bedrijf te raadplegen:

<http://finance.yahoo.com/q?s=BRK-A>

Ik hoop dat deze voorbeeldanalyse u een goed inzicht verschaft in het type research dat ValueSelections beleggers biedt en dat ook voor u een lidmaatschap van ValueSelections een waardevolle investering zal blijken te zijn!

Veel leesplezier toegewenst!



drs. Hendrik Oude Nijhuis

Founding partner -Kingfisher Capital

BERKSHIRE HATHAWAY (BRK.A)

Koers: US \$ 111.300

EBIT: US \$ 22,1 miljard

Beurswaarde: US \$ 175,8 miljard

Enterprise value: US \$ 177 miljard

Beurs: NYSE

Earnings Yield: 12,5%

Intrinsieke waarde: US \$ 157.500

Intrinsieke waarde / Koers (%): 42%

Website: <http://www.berkshirehathaway.com/>

Analysedatum: 27 juli 2008

* In plaats van een BRK.A-aandeel kunt u evengoed zogeheten BRK.B-aandelen aanschaffen, welke 1/30ste van de waarde van een A-aandeel in Berkshire Hathaway vertegenwoordigen.



FIGUUR 1 KOERSVERLOOP VAN BERKSHIRE HATHAWAY OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Berkshire Hathaway (Berkshire) is het investeringsvehikel van Warren Buffett, 's werelds meest succesvolle investeerder ooit. Berkshire is zeer gediversifieerd, met zowel beleggingen in beursgenoteerde ondernemingen als tientallen volledige dochterbedrijven. Belangrijk is te weten dat u met een belegging in Berkshire niet enkel 'samen' investeert met de genieën die Buffett en Munger zijn, maar eigenlijk mede-eigenaar wordt van de unieke 'Berkshire-cultuur'. Op deze cultuur gaan we verderop dieper in.

Afgelopen jaar werd 32% van de winst behaald door middel van beleggingen. (Her)verzekeren en dochterbedrijven (exclusief verzekeraars) droegen respectievelijk 23 en 45% aan de winst bij. Opvallend is dat de winstbijdrage uit deelnemingen relatief sneller toeneemt dan die uit beleggingen in beursgenoteerde bedrijven. Berkshire wordt daarmee minder een beleggingsfonds en meer een soort *holding company*, met tal van dochterondernemingen.

Voorbeelden van beursgenoteerde bedrijven waarin Berkshire een belang aanhoudt zijn Coca-Cola, Procter & Gamble, American Express, Burlington Northern Santa Fe, Johnson & Johnson en Moody's. Voorbeelden van volledige dochterbedrijven zijn Geico, Fruit of the Loom, Dairy Queen, Iscar, Nebraska Furniture Mart, See's Candies en NetJets. Wat betreft de fundamentele beoordeling bestaat er wat Buffett betreft geen verschil of een bedrijf nu beursgenoteerd is of niet. En ook de dochterbedrijven worden, net als de beursgenoteerde bedrijven, volledig autonoom gerund – Buffett bemoeit zich dus niet actief met de operationele gang van zaken binnen ondernemingen. Enkel de overvloedige cash wordt naar Omaha, Nebraska (waar Berkshire gevestigd is) gestuurd.

De oorsprong van Berkshire gaat terug tot 1889, toen The Hathaway Manufacturing Company actief werd in de katoenindustrie. Vanwege buitenlandse concurrentie werd de katoenverwerking in de Verenigde Staten later een structureel verliesgevende activiteit, en zakten veel aandelen van dergelijke bedrijven fors in koers. Buffett zelf zag echter dat Berkshire nog over een forse cashpositie beschikte, die hij op de beurs tegen een forse discount kon kopen (1962). Uiteindelijk verkreeg Buffett zo een meerderheidsbelang.

Buffett zag al vrij snel de structurele tekortkomingen van de katoenverwerkende industrie, en richtte zich daarom meer op een andere industrie: verzekeren. Dit mede omdat de 'float' (lees: de verzekeringspremies) Buffett van kapitaal voorzag om mee te beleggen.

De laatste Berkshire-katoenmolen sloot uiteindelijk in 1985 haar deuren. Berkshire is sindsdien uitgegroeid tot één van 's werelds grootste bedrijven, met zoals gezegd zowel belangen in vele beursgenoteerde ondernemingen als volledige belangen in dochterbedrijven afkomstig van zeer uiteenlopende industrieën.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: *****)

De competitieve positie van Berkshire beoordelen wij als zeer sterk. Het businessmodel waarbij (familie)bedrijven zich bij Berkshire kunnen aansluiten en in alle vrijheid kunnen opereren is vrijwel uniek. Temeer omdat de desbetreffende bedrijven zich in totaal uiteenlopende industrieën en regio's bevinden, hetgeen de risico's voor Berkshire beperkt. Ook het investeren in beursgenoteerde ondernemingen leidt tot veel keuzevrijheid voor het management van Berkshire.

De zeer sterke balans en haar grootte maakt het voor Berkshire mogelijk ook zogeheten 'super cat'-verzekeringen aan te bieden. Hiermee worden verzekeringen bedoeld waarmee, in geval van uitbetaling, zeer omvangrijke bedragen gemoeid zijn. U kunt hierbij denken aan vergoeding van de gevolgen van zware aardbevingen of

stormen. Andere verzekeraars zijn niet altijd bereid dergelijk grote risico's te verzekeren (die gemiddeld genomen dus wel winstgevend zijn), terwijl Berkshire door haar omvang en sterke financiële positie wel in staat en bereid is deze risico's te nemen.

BEDRIJFS CIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Berkshire heeft een beurswaarde van US \$ 173,1 miljard (Buffett bezit circa 35% van de aandelen) en afgelopen jaar werd over een omzet van US \$ 110,5 miljard een winst geboekt van US \$ 11,56 miljard. De netto winstmarges liggen al lange tijd op een aantrekkelijk niveau, ietwat boven de 10%.

Het bedrijf heeft in totaal meer dan 230.000 medewerkers en haar boekwaarde laat een stabiel oplopende tendens zien. De balans is ijzersterk en aan cash ligt momenteel nog US \$ 35,6 miljard op de plank. Voor dit jaar wordt een winstdaling verwacht van een procent of 10, vooral vanwege dalende verzekeringspremies.

Wat betreft de waardering van de aandelen hebben we gekeken naar uitspraken die Buffett in de loop der jaren heeft gedaan in zijn aandeelhoudersbrieven over de waardering van Berkshire. Het lijkt er hierbij op dat Buffett een multiplier van ongeveer 12 op de winst voor belasting als redelijk beoordeelt. Hierbij dienen we vervolgens nog de waarde van de beleggingen bij op te tellen.

We rekenen met een winst voor belasting van US \$ 5600,- per aandeel, lager dan de feitelijke winst (deze bedroeg afgelopen jaar US \$ 6270). Buffett heeft aangegeven dat de marges bij de verzekeringsactiviteiten zullen teruglopen. Wij hebben hiervoor een correctie aangebracht van 400 basispunten (we zijn uitgegaan van een winstmarge op de verzekeringsactiviteiten van 10%, in plaats van de afgelopen jaar behaalde 14%). Ter volledigheid: 100 basispunten staat gelijk aan 1%.

US \$ 5600 vermenigvuldigd met de multiplier van 12 levert US \$ 67.200,-. Hier dienen we de waarde van de beleggingen (+cashequivalenten), nog bij op te tellen: per A-aandeel \$ 90.300. Tezamen maakt dit dat we de intrinsieke waarde van Berkshire per A-aandeel schatten op US \$ 157.500,-. Ten opzicht van de huidige beurskoers van 111.300,- (29 juli 2008) ligt de geschatte intrinsieke waarde daarmee zo'n 42% hoger. In plaats van een A-aandeel kunt u overigens evengoed B-aandelen aanschaffen, die 1/30^{ste} waard zijn van een A-aandeel.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Kansen zien we voor Berkshire vooral in het opvoeren van de investeringen, zeker gezien de forse koersdalingen die zich het afgelopen jaar hebben voltrokken. Hierbij

kan gedacht worden aan het opschroeven van belangen in beursgenoteerde bedrijven, het aangaan van nieuwe belangen of – wellicht – het van de beurs halen van beursgenoteerde bedrijven. Bedrijven als Moody's en American Express lijken momenteel prima aan de Buffett-voorwaarden te voldoen, hoewel we wel meteen aangeven dat we de kans hierop vrij klein achten.

Een andere belangrijke kans zien we in het opnemen van meer niet-beursgenoteerde (familie)bedrijven. Door deze bedrijven bij Berkshire onder te brengen weten de eigenaren zich verzekerd van een lange termijn investeringsbenadering en hoeven ze niet te vrezen dat hun bedrijf – waar ze vaak hun hele leven aan gewerkt hebben – binnen de kortste keren door *raiders* opgesplitst en 'verkwanseld' zal worden.

Voor Berkshire zijn ook een aantal bedreigingen en risico's te onderscheiden. Zo geldt dat vrij veel van de deelnemingen in meer of mindere mate gerelateerd zijn aan de Amerikaanse huizenmarkt. Zoals bekend heeft deze markt het al enige tijd zwaar te verduren. Ondanks de goede competitieve posities van individuele deelnemingen zijn deze vanzelfsprekend ook niet geheel immuun voor wat er in de rest van de economie gebeurt.

Een ander aandachtspunt zijn de bijzonder hoge marges die de afgelopen jaren behaald zijn op de verzekeringsactiviteiten, door het uitblijven van grote rampen. Inmiddels lopen de premies terug en zullen de marges, zelfs indien catastrofes opnieuw uitblijven, naar alle waarschijnlijkheid gaan dalen.

Ook de gezondheid van Buffett (77 jaar) en Munger (84 jaar) wordt vaak als risicofactor bestempeld. Wij gaan ervan uit dat het Berkshire ook zonder Buffett en Munger goed kan blijven functioneren, vanwege de ontstane sterke bedrijfscultuur (zie verder onder management). Menigeen lijkt dit te onderschatten. Op het huidige koersniveau lijkt er daarnaast nauwelijks sprake van een 'Buffett- en Munger-premie' in de koers.

Een verder aandachtspunt is de overvloedige cashpositie van Berkshire. Vanzelfsprekend gaat het hier om een luxeprobleem, maar aandeelhouders zien toch liever dat het geld geïnvesteerd wordt, in plaats van dat het jarenlang nauwelijks rendement genereert. De sterke koersdalingen van de recente periode maken de kans groter dat (een deel van) de aanzienlijke cashpositie eindelijk aangewend gaat worden.

MANAGEMENT

Over het management van Berkshire, aangevoerd door Warren Buffett en Charlie Munger zijn we – het verbaast u niet – zeer te spreken. Dit geldt evenzeer voor de raad van bestuur van de onderneming, en opgemerkt zij dat er een gedegen plan is voor de opvolging van Buffett. Omdat Buffett niet betrokken is bij het operationele reilen en zijlen van de afzonderlijke bedrijven, zullen de gevolgen van het wegvallen van Buffett op dit vlak waarschijnlijk beperkt zijn.

Belangrijker dan het huidige management is misschien nog wel dat Buffett en Munger gedurende de afgelopen decennia als het ware een unieke bedrijfscultuur en -filosofie gesticht hebben. Een cultuur waarbij gestreefd wordt naar winstmaximalisatie op de lange termijn, zonder hierbij ethische grenzen te overschrijden.

Wanneer het aantal ‘volgelingen’ van een cultuur eenmaal een kritische massa bereikt heeft, treedt een zichzelf versterkend mechanisme in werking. Vergelijk het met een succesvolle voetbalclub: het succes trekt steeds meer supporters en de hogere inkomsten maakt de aanschaf van betere spelers mogelijk... Het zichzelf versterkende mechanisme zien we bij Berkshire terug in haar grote schare aanhangers (bij de laatste aandeelhoudersvergadering waren meer dan 30.000 aandeelhouders aanwezig), maar ook in het feit dat meer en meer (familie)bedrijven – ook buiten de VS – overwogen zich bij Berkshire onder te brengen.

Het genoemde mechanisme maakt dat de noodzaak van aanwezigheid van Buffett en Munger zelf om de cultuur in stand te houden steeds minder wordt. Wij rekenen er dan ook op dat de Berkshire-cultuur nog lang in stand kan blijven, ook wanneer er een einde komt aan het Buffett- en Munger-tijdperk.

DISCLAIMER

Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Dit rapport is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies. De consequenties van het op welke wijze dan ook toepassen van de u toegezonden informatie blijven volledig voor uw eigen rekening. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Voor meer informatie, zie <http://www.warrenbuffett.nl/disclaimer>.