

Het aandeel van 's wereld beste belegger (DEEL III)

In mijn column van vorige week beschreef ik het bedrijf Berkshire Hathaway van de superbelegger Warren Buffett en de opmerkelijke stijging van de waarde sinds Warren Buffett het roer over nam bij dit bedrijf.

De koers van het aandeel Berkshire Hathaway is de laatste maanden onder druk komen te staan vanwege de perikelen rond de overname van Lubrizol. Soms vraag je jezelf af hoe het toch mogelijk is dat iemand die een miljoenensalaris per jaar verdient en al vele tientallen miljoenen op de bank heeft staan, toch weer probeert met voorkennis een voordeel te behalen.

Dit is gebeurd met David Sokol, een van de directeuren van een bedrijf bij Berkshire Hathaway. Hij kocht een positie in Lubrizol van USD 10 miljoen, enkele weken voor de overname definitief bekend werd. Na de bekendmaking van de overname steeg deze positie met 28% en was hij USD 2,8 miljoen rijker. Het gekke is, dat hij degene is geweest die Lubrizol onder de aandacht heeft gebracht van Warren Buffett, dus een direct betrokkene was bij deze deal. Inmiddels heeft hij Berkshire Hathaway verlaten en wordt er door de SEC een onderzoek ingesteld naar zijn handelswijze. Warren Buffett heeft de handelingen van David Sokol scherp veroordeeld omdat deze niet alleen in strijd waren met de interne regels maar ook indruisen tegen de wetgeving op dit gebied, om maar niet te spreken van de imago schade die dit kan opleveren.

Deze affaire in combinatie met de algehele malaise op de beurzen vanwege de schuldencrisis en de aardbeving in Japan hebben er voor gezorgd dat het aandeel Berkshire Hathaway nu te koop is rond de USD 75,--.

Ik zal proberen de waarde van Berkshire Hathaway te becijferen aan de hand van de informatie die wij kunnen vinden in het jaarverslag van deze onderneming.

Berkshire Hathaway heeft meer dan 60 andere bedrijven in de portefeuille. De gezamenlijke omzet van deze bedrijven was in 2009 USD 70,8 miljard met een winst voor belastingen van USD 5,2 miljard. In 2008 en 2009 heeft Berkshire Hathaway meer dan USD 50 miljard geïnvesteerd in nieuwe bedrijven of uitbreiding van bestaande belangen in bedrijven. Deze lijst geeft de grootste belangen weer in de portefeuille van Berkshire Hathaway per 31 december 2010.

Bedrijf	aantal (miljoen)	Koers \$	Miljard
Coca-Cola	200	\$65,77	\$13,20
Wells Fargo	336,4	\$30,99	\$10,40
American Express	151,6	\$42,92	\$6,50
Procter & Gamble	76,8	\$64,33	\$4,90
Kraft	105,2	\$31,51	\$3,30
Johnson & Johnson	42,6	\$6,185	\$2,60
Munich Re	19,3	\$11,345	\$2,20
Wal-Mart	39	\$539,93	\$2,10
Wesco	5,7	\$368,41	\$2,10
BYD Ltd	225	\$9,14	\$2,10
Conoco Phillips	29,1	\$68,10	\$2,00
U.S. Bancorp	69	\$26,97	\$1,90
Tesco	332	\$425,00	\$1,40

Beleggingen

Berkshire Hathaway heeft ook een aantal bedrijven die op de beurs genoteerd zijn waar het een beperkt belang in heeft. Deze portefeuille maakt per eind 2009 ongeveer 18% uit van de marktwaarde van Berkshire Hathaway. Bekende namen zoals Coca-Cola, Procter&Gamble, Kraft Foods en Wells Fargo komen in deze lijst voor. Wegens de daling van deze beursgenoteerde aandelen is de waarde op de beurs van Berkshire Hathaway sinds juni 2008 flink gedaald. De waardedaling van deze beursgenoteerde portefeuille was omgerekend per aandeel Berkshire Hathaway USD 15.000,-. Het aandeel Berkshire Hathaway daalde echter met USD 58.000,- in dezelfde periode. Dit lijkt ons niet gerechtvaardigd gezien de kwaliteit van deze aandelen. In 2008 bereikte Berkshire Hathaway het hoogste niveau ooit wat betreft operationeel resultaat. Het belangrijkste is dat alle belangrijke bedrijven in Berkshire Hathaway een buitengewoon goede performance hebben behaald, goede vooruitzichten hebben en slechts gedeeltelijk een correlatie hebben met de economische omstandigheden van dit moment.

De opvolging van Warren Buffett speelt ook een rol bij de afwaardering van dit moment. Warren Buffett is nu 80 jaar en verkeert in goede gezondheid van lichaam en geest, hij heeft zelf aangegeven een call optie te hebben afgesloten op 120 jaar. Zolang hij in staat is het bedrijf te leiden zal hij doorgaan met beleggen op de manier die hij al 45 jaar heeft toegepast. Wel heeft Warren Buffett in 2010 de relatief onbekende fundmanager Todd Combs aangewezen als zijn toekomstige opvolger. Todd Combs heeft tot nu toe zijn eigen Hedge Fund Castle Point Capital aangestuurd. Wij gaan er echter van uit dat de opvolging geen probleem zal vormen voor de voortzetting van het huidige beleid. De bedrijven van Berkshire Hathaway werken geheel zelfstandig zonder de invloed van Warren Buffett.

Waardering

Hoe kom je tot een goede waardering van dit uitzonderlijke bedrijf? De portefeuille van beursgenoteerde bedrijven en de liquiditeiten zijn gemakkelijk te bepalen aan de hand van de actuele koersen. De rest van het bedrijf is echter moeilijker te bepalen. Warren Buffett heeft in zijn "letters" aan de aandeelhouders die hij bij zijn jaarverslag als toelichting geeft op de gang van zaken binnen Berkshire Hathaway, aangegeven dat hij een factor 12 gebruikt voor de winst voor belasting bij de bepaling van de waarde van Berkshire Hathaway. Dit komt overeen met een koers/winst verhouding van 18.

De inkomsten over 2010 geven aan dat de winst voor belasting over 2010 voor Berkshire Hathaway uitkomt op USD 5.200,- per aandeel, daarnaast geeft de verzekeringstak een opbrengt van USD 2.000,- per aandeel. Tezamen is dat een bedrag van USD 7.200,- per aandeel. Dit betekent dat de waarde per aandeel Berkshire Hathaway uitkomt op $12 \times \text{USD } 7.200,- = \text{USD } 86.400,-$.

In het jaarverslag van 2010 van Berkshire Hathaway staat dat de portefeuille van beursgenoteerde aandelen een waarde had van USD 94.736,- per aandeel Berkshire Hathaway. Op dit moment is de beurs ongeveer op hetzelfde niveau als eind 2010, dus kunnen wij deze waarde handhaven voor onze berekening. De waarde van Berkshire Hathaway is dan: $\text{USD } 86.400,- + \text{USD } 94.736,- = \text{USD } 181.136,-$

De huidige beurskoers per 28 juni 2011 is USD 113.000,-. Dit betekent dat er een discount is van 37% op dit moment en het aandeel een stijgingspotentieel heeft van 60% als de koers weer naar de intrinsieke waarde zou gaan. Indien in 2011 een groei wordt bereikt van 5% op de bedrijfsactiviteiten van Berkshire Hathaway en een vrije cash flow van USD 4.000,- per aandeel wordt gerealiseerd dan kan de intrinsieke waarde verder toenemen met USD 12.000,- per aandeel wat een intrinsieke waarde aan het eind van 2011 op zou leveren van USD 193.136,-.

Op de huidige beurskoers berekend is dat een discount van 42% en een stijgingspotentieel van 70%. De B-aandelen van Berkshire Hathaway zijn 1/1500 ste van de A-aandelen, de intrinsieke waarde van de B-aandelen komt uit op USD 120,00 (huidige koers USD 75,33). Verwachte intrinsieke waarde eind 2011 is dan USD 128,75.

Ik wens u veel succes met beleggen.

Peter Havik
Value News Publishing N.V.

De bijdragen van Peter Havik zijn op persoonlijke titel geschreven en zijn geen beleggingsadviezen van Alex Vermogensbank. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen geven geen garantie voor de toekomst. Disclosure: klanten van Dohmen & Otten Vermogensbeheer hebben een aandelenpositie in Berkshire Hathaway

Peter Havik is columnist bij Value News Publishing en verbonden aan Dohmen & Otten Vermogensbeheer. Hij neemt u graag mee op zijn ontdekkingsstocht door de jungle van de financiële wereld. Hij probeert daarbij antwoord te krijgen op vragen die beleggers bezig houden. Peter brengt elke maand een nieuwe editie uit van de Value Stars Newsletter (www.valuestarnewsletter.com) over waardefondsen en de Gold Stars Newsletter (www.goldstarnewsletter.com) waarin hij inzicht geeft in de ontwikkelingen en kansen in de goud- en zilversector.