

Berkshire Hathaway: Un Ancla en nuestras Carteras

Ganar dinero sin perderlo

“Rule No. 1: Never lose money. Rule No. 2: Never forget rule No. 1”

Empezamos este post con una de las frases más famosas de [Warren Buffett](#). Una frase un poco sacada de contexto que nos brinda una buena oportunidad para reflexionar sobre uno de los secretos mejor guardados en el mundo de las inversiones: el de que para ganar es necesario no perder.

Evitar pérdidas debería ser uno de los objetivos principales de todo inversor, pero esto no significa que los inversores no debamos incurrir en riesgos. Sin riesgo no existe rentabilidad (aunque en los mercados de hoy en día vemos activos que ofrecen riesgo sin rentabilidad), pero evitar pérdidas es la forma más segura de garantizar un resultado rentable.

Existe una razón matemática sólida que demuestra esto que comentamos y no es otra que el interés compuesto. Fíjense en el siguiente cuadro. Hemos representado dos inversiones de 100€ en las que en el primer año perdemos un 50% y un 20% respectivamente. Asumiendo que en ambas obtenemos una rentabilidad media del 7% a partir del segundo año, observen qué pasa con nuestro capital pasada una década:

Capital inicial: 100€

Rentabilidad anual media: 7%

Pérdida	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
-50%	50€	54€	57€	61€	66€	70€	75€	80€	86€	92€
-20%	80€	86€	92€	98€	105€	112€	120€	128€	137€	147€

Norteamérica (Usa, Canadá y Méjico).

Asia (China, Japón y resto de Asia).

Este pequeño secreto que no tanta gente interioriza, el de que para componer es importante no perder (mucho), nos obliga a pensar constantemente en la proporción óptima que debemos tener en cartera entre compañías que en el [equipo de inversión](#) llamamos un poco en broma para “hacerse rico” y compañías para “permanecer rico”. Uno debe elegir si estar tranquilo con estas últimas, sabiendo que el premio –y el riesgo– es menor⁽¹⁾, o, por el contrario, estar en una posición más incómoda con las primeras, asumiendo un mayor riesgo que debería llevar aparejado, potencialmente, una mayor recompensa en el futuro.

(1) En la realidad no es tan sencillo. Dormir bien no siempre significa menor riesgo. Para que esta identidad se mantenga hay que introducir una variable adicional: la valoración, pero esto es materia para otra entrada del blog.

Se trata de tener carteras equilibradas. Carteras capaces de componer su capital a largo plazo. Es imperativo, por tanto, tener un determinado peso en ellas de negocios contrastados, que están bien equipados cuando el ciclo viene en contra y que, si bien no tienen ante sí una oportunidad de crecimiento formidable, proporcionan estabilidad y predictibilidad. Empresas que representan el ancla de nuestros fondos. Empresas como Berkshire Hathaway.

¿Qué es Berkshire Hathaway?

Berkshire es propietaria de un gran número de empresas rentables que producen enormes cantidades de caja libre. Su estructura de capital es una fortaleza, la contabilidad es conservadora y los accionistas son considerados y tratados como lo que son, propietarios. Berkshire tiene todas las cualidades que buscamos en una empresa para “permanecer rico”: es defensiva, fiable, crece a un ritmo saludable y está barata.

Una parte significativa de los negocios de Berkshire –seguros, energía y ferrocarriles– están muy desacoplados del ciclo económico. Su naturaleza y su recurrencia le han proporcionado (y le siguen proporcionando) a Warren Buffett recursos estables con la que invertir de manera ventajosa en activos que complementan y enriquecen a los accionistas de Berkshire. Creemos que los dos primeros tienen tiempos propicios por delante. En seguros estamos entrando en un ciclo favorable de precios después de unos años difíciles y Berkshire Energy se ha convertido en una plataforma fabulosa de crecimiento longevo en energías renovables. En cuanto a BSNF, el negocio de transporte ferroviario de mercancías, indudablemente ha sufrido durante esta crisis, pero la variabilidad de sus costes (y la ausencia de apalancamiento) le han permitido mantener intacta su capacidad de generar resultados en cuanto la economía recupere la normalidad. La otra pata de los negocios de Berkshire, la división llamada MSR, nutrida por una amalgama de compañías industriales y de servicios, va a ser una gran beneficiaria de la recuperación cíclica de la economía americana en los dos próximos años.

En cuanto a la cartera de valores, a día de hoy está integrada por compañías fabulosas como Apple, Coca Cola, American Express o Bank of America, cotizando, con algunas excepciones, con valoraciones un tanto exigentes. El otro gran activo que nos atrae de Berkshire es la caja, que asciende a casi US\$150.000mn y que proporciona, a nuestro entender, una gran opcionalidad.

Cómo valorar Berkshire Hathaway

Valorar Berkshire podría parecer una tarea complicada, pero no lo es tanto si se siguen los métodos que el propio Warren Buffett ha proporcionado a sus accionistas a lo largo de los años. Métodos que ha ido justificando con extensas explicaciones sobre la naturaleza de los negocios y la mejor forma, en su opinión, de valorarlos.

El primer método que vamos a utilizar es muy sencillo. Consiste en valorar sus negocios no cotizados asignándoles un múltiplo razonable y sumar luego el valor de su cartera de cotizadas y la caja. Tras unos pequeños ajustes, obtendremos un valor intrínseco para Berkshire Hathaway. El segundo método que utilizaremos consiste en realizar una suma de partes, valorando individualmente la aseguradora y el resto de negocios de Berkshire. Por último, contrastaremos los resultados de ambos con un análisis más tradicional basado en el valor en libros o valor contable de Berkshire y su capacidad de generación de caja.

Proyecciones de los negocios controlados por Berkshire

En el siguiente cuadro pueden ver las estimaciones que manejamos para los diferentes negocios de Berkshire:

INSURANCE (US\$ mn)

Premiums Earned	2019	2020	2021	2022
GEICO	35.572	35.216	35.568	40.833
Growth %	6,6%	-1,0%	1,0%	14,8%
BRK Reinsurance Group	16.341	17.583	19.025	20.433
Growth %	2,5%	7,6%	8,2%	7,4%
BRK Primary Group	9.165	9.642	10.259	10.792
Growth %	13,0%	5,2%	6,4%	5,2%
Insurance premium earned	61.078	62.441	64.852	72.057
Underwriting gain/(loss)	417	1.186	3.761	4.323
Margin %	0,7%	1,9%	5,8%	6,0%
Net investment income	6.600	6.105	6.532	6.761
Pre-tax earnings	7.017	7.291	10.294	11.084

	2019	2020	2021	2022
Railroad	7.250	6.525	7.086	7.525
Growth %	5,6%	-10,0%	8,6%	6,2%
Utilities and Energy	2.618	2.746	2.917	3.103
Growth %	5,9%	4,9%	6,2%	6,4%
Manufacturing, Service and Retailing	12.365	10.498	12.031	13.402
Growth %	0,5%	-15,1%	14,6%	11,4%
Pre-tax earnings	22.233	19.769	22.033	24.031

Hemos sido cautos en nuestras previsiones del año que acaba de terminar (vamos a conocer los resultados definitivos a finales de mes) y los siguientes, sobre todo teniendo en cuenta que en el segundo trimestre de 2020 –el más severo en cuanto a impacto económico de los confinamientos– los resultados operativos de Berkshire cayeron, en conjunto, un mero 10%.

Por divisiones, esperamos una mejora sensible en el resultado técnico del seguro para los próximos años –en línea con su rentabilidad histórica–, gracias a un entorno de precios mucho más favorable que el vivido en los últimos tiempos. En cuanto a BNSF, sus resultados se van a recuperar tanto en volúmenes como en márgenes a medida que la economía se vaya normalizando. Lo mismo va a ocurrir en los negocios englobados en la división llamada MSR, los más afectados por la pandemia, en los que esperamos una mejora de resultados de doble dígito gracias a un importante apalancamiento operativo que va a ir de la mano de unos ingresos creciendo en línea con el PIB. Por último, en BH Energy no esperamos cambios importantes. Prevemos crecimientos y rentabilidades en línea con las de los últimos años. Las dificultades que podría tener la parte de gasoductos con la nueva presidencia de Biden (representa aproximadamente un 10% de su resultado antes de impuestos) se verían más que compensadas con el potencial impulso que el nuevo presidente pretende dar a las energías renovables.

Valoración negocios controlados por Berkshire

Vamos a aplicar un múltiplo de 12.5x sobre sus resultados antes de impuestos, múltiplo que nos parece muy conservador dada la predictibilidad y calidad que atesoran. Es necesario señalar que, para la división de seguros, aplicamos este mismo múltiplo a un resultado técnico “normalizado” que estimamos en US\$3.000mn⁽²⁾.

Estas 12.5x a las que capitalizamos los resultados antes de impuestos se traducen en, aproximadamente, 16.5x después de impuestos. Utilizamos una tasa impositiva del 25% -superior al 21% actual- debido a la promesa electoral de Biden de elevarlos, con el tiempo, hasta el 28%. Es importante explicar que BH Energy y BSNF, de facto, pagan muchos menos impuestos que los reportados en su cuenta de resultados, gracias a las ventajas fiscales que gozan sus inversiones (depreciaciones aceleradas), al ser consideradas estas de interés nacional.

De este modo, obtenemos el valor por acción de los negocios no cotizados de Berkshire, que asciende a **US\$132** y **US\$146** para este año y el próximo.

100% Owned Companies Valuation (US\$ mn)

	2019	2020	2021	2022
Pre-tax earnings	22.233	19.769	22.033	24.031
Normalized underwriting gain	3.000	3.000	3.000	3.000
Valuation Multiple	12,5	12,5	12,5	12,5
Valuation wholly owned businesses	315.413	284.613	312.913	337.888
Number of shares	1,63	1,61	1,58	1,55
Valuation per B share (US\$)	123	118	132	146

(2) La división de seguros de Berkshire lleva asegurando riesgo de manera rentable prácticamente los últimos 20 años, con la única excepción del año 2017 (debido al impacto extraordinario de los huracanes Irma, Harvey, etc). Es decir, la suma de las reclamaciones por los siniestros que han asegurado en este tiempo ha sido sustancialmente menor que las primas que han obtenido de sus asegurados. Nos parece apropiado pues, incluir un resultado técnico (underwriting profit) que consideramos normalizado y realista a la hora de calcular el valor intrínseco de Berkshire.

Valoración cartera de valores de Berkshire

En cuanto a la cartera de valores cotizados, en el siguiente cuadro hemos recopilado el valor de mercado de sus principales posiciones con los precios actualizados a principios de febrero.

Investments (US\$ mn)

	2019	2020	2021 (FEB)	CRASH -40%	2022
Fixed income securities	18.685	19.210	19.210	19.210	19.210
Equities	248.027	236.634	241.255	144.753	241.255
Apple	73.667	125.299	129.142	77.485	129.142
Bank of America	33.380	30.616	32.697	19.618	32.697
Coca-Cola	22.140	21.936	19.860	11.916	19.860
American Express	18.874	18.330	19.144	11.486	19.144
MOODY'S	5.857	7.160	6.833	4.100	6.833
US Bancorp	8.864	6.148	6.116	3.670	6.116
Wells Fargo	18.598	3.844	4.147	2.488	4.147
Charter Communications	2.632	3.440	3.212	1.927	3.212
BNY Mellon	4.101	3.071	3.041	1.825	3.041
VISA	1.924	2.184	2.085	1.251	2.085
JP Morgan	8.372	123	133	80	133
Other equities	49.618	14.482	14.844	8.906	14.844
Investment in Kraft-Heinz	10.500	11.007	11.287	6.604	11.287
Equity method associates other than Kraft	7.027	6.125	6.125	6.125	6.125
Total Investments	284.239	272.976	277.878	176.693	277.878

Como pueden observar, hemos incluido un escenario –que no consideramos probable– de una caída del 40% en la bolsa, para testar así el impacto que tendría en la valoración de Berkshire un escenario tan poco favorable (no sería tan desfavorable si tenemos en cuenta la opcionalidad y el valor que podrían generar, en esas circunstancias, los US\$150.000mn de caja que tiene en el su balance).

Con estos datos, al igual que hacíamos con sus negocios no cotizados hace un momento, podemos cuantificar el valor por acción de la cartera de valores de Berkshire. Este asciende aproximadamente a unos **US\$120** o a **US\$75** en el caso que hubiese una caída del 40% en los mercados.

Investments (US\$ mn)

	2019	2020	2021 (FEB)	CRASH -40%	2022
Total Investments	284.239	272.976	277.878	176.693	277.878
Number of shares	1,63	1,61	1,58	1,58	1,55
Valuation Investments per B (US\$)	116	113	117	75	120

Valoración de la caja de Berkshire

A cierre de septiembre de 2020, el último trimestre reportado, la caja en el balance ascendía a US\$143.000bn y la deuda a US\$22.200mn, un incremento de US\$2.300mn frente al cierre de 2019. Berkshire genera aproximadamente US\$2.000-3.000mn de flujo de caja libre al mes, por lo que estimamos una caja de 146.000mn a final de año (habiendo recomprado en el trimestre unos 4bn de sus propias acciones). Hemos proyectado unas recompras muy modestas para este año y el siguiente (US\$3.000mn por trimestre) de manera que, si Berkshire no realiza nuevas inversiones, el nivel de caja iría ascendiendo a un ritmo de unos US\$13.000mn por ejercicio (US\$25.000 de FCF – US\$12.000 de las recompras).

Como se puede observar en el cuadro a continuación, según nuestros cálculos la caja por acción de Berkshire asciende a **US\$58** para este año y **US\$65** para el siguiente.

Cash (US\$ mn)

	2019	2020	2021	2022
Net cash	124.973	146.000	159.000	172.000
Net debt	19.900	22.200	22.200	22.200
Number of shares	1,63	1,61	1,58	1,55
Cash per B – share (US\$)	43	51	58	65

Cálculo del valor intrínseco de Berkshire

Con todo esto, ya podemos cuantificar el valor intrínseco de Berkshire. Este es el que resulta de sumar todas las partidas anteriormente explicadas y restar el valor presente de los pasivos por impuestos diferidos que aparecen en su balance a día de hoy (asumimos que paga la mitad de los de los mismos)⁽³⁾.

Berkshire Intrinsic Value (US\$)

	2019	2020	2021	Crash	2022
100% Owned	123	118	132	132	146
Investments	116	113	117	75	120
Cash	43	51	58	58	65
NVP deferred income taxes & minorities	-14	-14	-14	-14	-14
Total Intrinsic Value per B (US\$)	267	268	293	251	316

Un valor que hemos calculado con proyecciones conservadoras y que, como pueden observar en el cuadro superior, se sitúa cerca de los **US\$300**, casi un 30% por encima de los precios actuales. Un valor que seguiría estando por encima de estos en caso de una caída muy relevante en los mercados (-40%) y en el que tampoco estaríamos contabilizando la inmensa opcionalidad que, en ese entorno, le proporcionarían los cerca de US\$60 por acción que tiene a día de hoy en caja.

(3) Creemos que estamos siendo prudentes, de nuevo, al deducir de nuestra valoración la mitad de estos pasivos. Si bien es cierto que Berkshire nunca vende negocios de los que es propietario y que históricamente ha sido bastante “creativo” evitando el pago de impuestos en su cartera de cotizadas (como cuando intercambió su participación en P&G por la división de baterías Duracell, lo mismo que había hecho anteriormente cambiando por activos sus participaciones en White Mountains, Phillips 66 o el Washington Posts), no parece correcto no asumir ningún peaje en el futuro por alguno de estos conceptos, ni por los beneficios fiscales que le permite la depreciación acelerada de sus inversiones en las divisiones de energía y ferrocarriles.

Valoración por Suma de Partes de Berkshire

El anterior método de valoración, perfectamente válido en nuestra opinión, implica que la cartera de empresas cotizadas (más el resultado técnico positivo capitalizado y la caja) representan el valor de la operación de seguros de Berkshire. Ahora, en cambio, si queremos hacer una suma de partes debemos valorar la aseguradora de manera individualizada.

Ciertamente no somos especialistas en el sector asegurador. Como ocurre con los bancos, son un poco una caja negra difícil de analizar y valorar con (much) seguridad. A diferencia de estos, las aseguradoras te suelen dar problemas por la parte del activo, mientras que en los bancos no solo es el activo el que te mantiene despierto por la noche, también el pasivo (fuga de depósitos, sequía en la financiación mayorista, etc.).

En todo caso, lo más importante, centrándonos ya en las aseguradoras, es comprobar si han demostrado a lo largo del tiempo disciplina al asegurar riesgo y pericia para invertir los fondos que obtienen al hacerlo.

El negocio asegurador de Berkshire

En el caso de Berkshire, saca sobresaliente en ambos exámenes. Su resultado técnico -la diferencia entre las primas recaudadas y el importe de los gastos por los siniestros que asegura- lleva siendo positivo prácticamente los últimos 20 años (con excepción de uno, 2017). A estos desembolsos hay que sumarles las comisiones, gastos de administración, marketing, etc. necesarios para hacer funcionar el negocio. Puntualizar que, también en este ámbito, la frugalidad de Warren Buffett es bien merecida. Este resultado combinado positivo quiere decir que generar "float" -los fondos que dispone para invertir por la diferencia temporal que existe desde que recibe las primas hasta que paga las indemnizaciones- no tiene coste para Berkshire. O mejor, su coste es negativo.

El tamaño del "float" de Berkshire es tan grande⁽⁴⁾ en relación al volumen de primas que recauda y el nivel de indemnizaciones que atiende cada año, tanto en términos absolutos como en términos relativos (frente a sus competidores), que Berkshire es capaz de invertir sus beneficios retenidos en activos de mucha mayor duración y rentabilidad (renta variable) que las inversiones que normalmente realiza el resto de la industria (renta fija). Esta ventaja competitiva, junto con su elevadísima solvencia -ventajas, ambas, francamente irreplicables- le permiten a Berkshire seguir asegurando riesgo (rentablemente) dónde otros no pueden llegar y continuar invirtiendo (rentablemente) en activos que otros no se pueden permitir.

(4) El tamaño del float de Berkshire (concepto que aplica fundamentalmente a la modalidad de seguros de propiedad y accidentes o P&C) es ciertamente enorme. A día de hoy el float sigue creciendo, aunque no de manera tan vigorosa como en las décadas anteriores. Miren si no esta serie temporal (US\$m): 1970-US\$39; 1980-US\$237; 1990-US\$1.632; 2000-US\$27.871; 2010-65.832; 2018-122.732 y 2019-129.423.

Entrando un poco más en detalle, al echar un vistazo a la parte del balance llamada “Seguros y otras operaciones” (que incluye MSR), uno descubre cómo de sobrecapitalizada está la aseguradora de Berkshire. A cierre del último trimestre reportado, este era su aspecto:

Balance Sheet (mn \$)

Insurance and other operations	2020
Tangible assets	588.862
– Cash	141.984
– Investments	281.904
– Other tangible	164.974
Goodwill	47.091
Total Assets	635.953
Liabilities	252.620
– Float	135.000
– Other liabilities	117.620
Shdrs' equity	383.333
Tangible Equity	336.242
Total Liabilities + Equity	635.953

Estamos hablando de un activo tangible de US\$589.000mn frente a un pasivo de US\$253.000. Grosso modo podríamos decir que existe un “margen de seguridad” de más de US\$335.000mn. Un activo del que US\$142.000mn son caja y US\$282.000 inversiones (US\$19.000mn en renta fija, US\$18.000 en participadas -principalmente Kraft-Heinz- y el resto, US\$245.000mn, en equities). Y un pasivo que, a nuestro entender, se podría ajustar por el “float”. Como hemos explicado antes, este no tiene coste para Berkshire. Por tanto, y sabiendo que no estamos siendo muy ortodoxos en nuestro análisis -pero que el razonamiento es correcto-, podríamos considerarlo como capital (pasivo sin coste) o, al menos, una parte del mismo (5). No es relevante, en todo caso. Lo que queremos señalar es lo ultra capitalizada que está la aseguradora de Berkshire.

Frente a esta foto de un balance sólido como una roca, tenemos un resultado de la operación de seguros que ha estado afectado los últimos años por un entorno de precios complicado y unos cuantos desastres naturales. Y en esto llegó el Covid. Hasta el tercer trimestre de 2020 Berkshire había reconocido casi US\$1.100mn de pérdidas derivadas de la pandemia y es seguro que en los resultados del cuarto trimestre (y durante la primera mitad de este año) conoceremos nuevos impactos. Impactos que, pensamos, serán menores que los ya anunciados, y, sobre todo, absolutamente manejables.

Insurance (US\$ mn)

Premiums Earned:	2019	2020	2021	2022
GEICO	35.572	35.216	35.568	40.833
Growth %	6,6%	-1,0%	1,0%	14,8%
BRK Reinsurance Group	16.341	17.583	19.025	20.433
Growth %	2,5%	7,6%	8,2%	7,4%
BRK Primary	9.165	9.642	10.259	10.792
Growth %	13,0%	5,2%	6,4%	5,2%
Insurance premium earned	61.078	62.441	64.852	72.057
Underwriting gain/(loss)	417	1.186	3.761	4.323
Margin %	0,7%	1,9%	5,8%	6,0%
Net investment income (\$bn)	6.600	6.105	6.532	6.761
Pre-tax earnings	7.017	7.291	10.294	11.084

Para los próximos dos años estamos estimando un resultado técnico (underwriting profit) de aproximadamente US\$4.000mn, frente a unas primas cercanas a los US\$70.000mn. En nuestra valoración vamos a utilizar un resultado “normalizado” de US\$3.000mn. Nos parece una asunción muy razonable en cuanto a margen (<5%) y/o rentabilidad (ratio combinado >95%), en línea con su desempeño histórico, sobre todo atendiendo a las dinámicas que vemos en el sector, mucho más favorables que en el pasado reciente.

Beneficios Retenidos, Beneficios Verdaderos

Los ingresos financieros están en torno a US\$6.000-7.000mn. Esta línea la nutren los cupones (inexistentes) de los bonos que tiene en cartera⁽⁶⁾ y los dividendos de sus inversiones en bolsa. Lo que no se contabiliza en estos ingresos, pero sí hay que cuantificar para determinar cómo de rentable es el activo de Berkshire, son los beneficios retenidos⁽⁷⁾ o no distribuidos por sus participadas.

Para calcular este número, hacemos el supuesto de que la proporción de los beneficios que se reparten en dividendos –la ratio *payout*– es del 30%. De este modo, podemos calcular los “verdaderos” beneficios de Berkshire, beneficios no reportados pero que lo serían si Berkshire consolidase esos negocios. Estos ascienden, según nuestros cálculos, a US\$21.667mn (US\$6.500/30%). Una vez restados los US\$6.500mn que estimamos de ingreso financiero de esta cifra –para no contabilizarlos dos veces–, obtenemos los beneficios “pata negra” necesarios a la hora de valorar la aseguradora de Berkshire: US\$15.167mn⁽⁸⁾.

(6) No es nuestro escenario, pero imaginemos que los tipos en Estados Unidos subiesen al 2% (donde estaban hace dos años), Berkshire tendría unos beneficios “extra” de US\$3.000mn sin riesgo (US\$150.000mn de caja invertidos en letras del tesoro al 2% = US\$3.000mn), lo que nos da una idea de su opcionalidad.

(7) No dejen de leer al principio de la memoria del año 2019 una reflexión maravillosa de Warren Buffett sobre el poder de los beneficios retenidos “The Power of Retained Earnings”.

(8) En este punto podríamos calcular un per “implícito” de la cartera de inversiones de Berkshire. Este es el que resultaría de dividir esos beneficios “verdaderos”, que hemos calculado en US\$21.667mn, entre el valor de sus inversiones en bolsa (US\$245.000), más sus participadas contabilizadas por puesta en equivalencia (US\$18.000), es decir, US\$263.000. Utilizamos los US\$21.667 porque los bonos que tiene en cartera no ofrecen rendimiento alguno en el entorno de tipos de interés actual. De este modo, el per implícito de la cartera de Berkshire se sitúa en 12.1x (263.000/21.667).

Insurance True Pre Tax Earnings (mn \$)	2022
1) Underwriting gain normalized	3.000
2) Investment income	6.500
a) Investment portfolio payout ratio est. (%)	30%
b) Investment portfolio total earning est. (2/a)	21.667
3) Look Trough Earnings (b-2)	15.167
Total Insurance Earnings (1+2+3)	24.667
Total Liabilities + Equity	635.953

Valoración del Negocio Asegurador

A partir de aquí, nuestra valoración del negocio asegurador de Berkshire es muy simple. Aplicamos un múltiplo de 11x a unos beneficios antes de impuestos de US\$24.667, que son el resultado de sumar un resultado técnico “normalizado” de US\$3000mn, unos ingresos financieros de US\$6.500mn y los beneficios “verdaderos” de sus participadas, que hemos calculado en US\$15.167mn. El resultado es un valor de US\$271.333mn o **US\$117** por acción.

Insurance Business Valuation (mn \$)	2022
Total Insurance pre tax earnings	24.667
Valuation Multiple	11
Valuation Insurance businesses	271.333
Number of shares	1,55
Valuation per B – share (US\$)	117

Podemos discutir si ese múltiplo de 11x es razonable. No encontramos comparables igual de solventes y bien gestionadas que Berkshire, tal vez en la parte de la rama de automoción Progressive puede parecerse algo a Geico. En todo caso, el retorno sobre el capital tangible que calculamos para la aseguradora, en su conjunto, es del 7.5% aproximadamente. Les dejamos ustedes que estimen un coste de capital que consideren apropiado, pero les diremos que valorar este (el capital) a 0.8-1.0x nos parece acertado y, por consiguiente, el rango de valoración del que estaríamos hablando se situaría entre US\$113 y US\$142 por acción, por encima del que obtenemos al aplicar ese múltiplo de 11X.

Resto de negocios controlados por Berkshire

En cuanto al resto de negocios, vamos a valorarlos también con un múltiplo sobre beneficios, esta vez después de impuestos, y compararemos el resultado, dentro de lo posible, con las valoraciones de sus homólogos cotizados.

En el caso de BSNF vamos a capitalizar sus beneficios a 16x. El mercado paga 20x por sus homólogas, 30x si ese múltiplo lo aplicásemos al flujo de caja libre, a pesar de que todas ellas están mucho más apalancadas y son, en general, menos eficientes que BSN.

En cuanto a BH Energy, el múltiplo que nos parece correcto son 18x, aunque no nos importaría pagar más debido al retorno regulado que ofrecen sus activos (activos que van a crecer de manera importante los próximos años y décadas) y a la práctica ausencia de deuda en su balance, que se sitúa, como porcentaje de sus activos, en un mero 25% frente al 75% de sus competidores. Esta característica, a nuestro entender, representa una ventaja indudable si el capital se vuelve más escaso o eleva su coste (si suben los tipos).

La división MSR la valoramos con un múltiplo de 16x, discreto a todas luces en comparación con las valoraciones que el mercado maneja para este tipo de compañías percibidas como de calidad, con altas cuotas de mercado, generadoras de caja, etc.

Los dos primeros, BNSF (transporte ferroviario de mercancías) y BH Energy (generación y distribución de energía), son negocios intensivos en capital en los que Berkshire ha tenido -y tiene- una plataforma en la que invertir de manera regulada (y rentable) enormes sumas de capital. Estas inversiones le reportan retornos duraderos y estables y un enorme beneficio fiscal gracias al tratamiento especial que tiene la citada inversión en estos sectores (amortización acelerada). Son negocios mucho mejores en términos de generación de caja (por los menores impuestos desembolsados) de lo que podrían parecer al observar sus beneficios reportados.

El negocio ferroviario no tiene la capacidad de reinversión que tiene el energético. Este último verdaderamente es un chollo en estos tiempos que vivimos. Los pingües beneficios fiscales que obtiene por sus inversiones en las diferentes energías renovables y su transporte se traducen en un retorno regulados del 10% por cada dólar de inversión que desembolsa Berkshire. Después de escuchar a Greg Abel junto a Warren Buffett en la junta de accionistas virtual que se celebró el pasado mayo⁽⁹⁾, creemos que la oportunidad que Berkshire Energy tiene entre manos para generar valor durante muchos años es tremenda.

La división llamada MSR (Manufacturing, Service & Retail) engloba multitud de negocios, algunos de ellos tan conocidos como Clayton Homes, Fruit of the Loom, Precision Catsparts, Marmon, Shaw Industries, McLane, etc., casi todos líderes en sus respectivos sectores, muy rentables y prudentemente gestionados. Muchas de estas compañías serían el sueño de las firmas de private equity por sus características (generadores de caja) y, sobre todo, por la capacidad que tendrían este tipo de inversores -más agresivos que Berkshire- de apalancar sus balances y mejorar, estéticamente, sus retornos sobre el capital.

Valoración de los negocios controlados por Berkshire

En el siguiente cuadro pueden ver las valoraciones por acción que obtenemos para las 3 divisiones: **US\$39** para BSNF, **US\$28** para BH Energy y **US\$69** para MSR.

BSNF (US\$ mn)	2022	BH Energy (US\$ mn)	2022	MSR Businesses (US\$ mn)	2022
Railroad pre tax earnings	7.525	Utilities and Energy pre tax earnings	3.103	Manuf. Service & Retail pre tax earnings	13.402
Tax rate %	-25,0%	Tax rate %	16,0%	Tax rate %	-25,0%
Railroad net earnings	5.644	Utilities and Energy net earnings	3.600	Utilities and Energy net earnings	10.052
Valuation at 16x	90.306	Valuation at 18x	57.596	Valuation at 16x	160.825
Valuation per B share (multiple 16x)	39	Valuation per B share (multiple 18x)	28	Valuation per B share (multiple 16x)	69

(9) Greg Abel: "When you think, we've talked about energy, you touched on it, that infrastructure is continuing to change. We're ready for a hundred billion dollars of investment opportunities there. If we just look at the business over the next 10 years and the infrastructure that's required and how it's changing substantial investments there, that just tell me we have very good prospects. And we're well positioned to pursue them. Which again to me, when you look at our core business, you touched on in Burlington, the insurance and energy, our downside is very nicely protected. We have three really core great businesses".

Resultado de la suma de partes

Ya solo queda sumar todas las partes, la caja y ajustar por el valor presente de los pasivos fiscales. Esta suma de partes la hemos querido enfrentar con la que habría resultado de aplicar múltiplos de mercado a los diferentes negocios de Berkshire, sin tener en cuenta la prima con la que estos cotizarían debido a la prudencia -financiera y operativa- con la que están gestionados y sus indudables posiciones de liderazgo.

Las dos sumas de partes de Berkshire quedarían del siguiente modo:

Berkshire Hathaway SoP	2022	Berkshire Hathaway SoP (mkt multiples)	2022
Insurance	117	Insurance (1x TBV)	141
BSNF	39	BSNF (20x)	49
BH Energy	28	BH Energy (25)	39
MSR	69	MSR (18x)	78
Cash	65	Cash	65
NPV Deferred Tax	-14	NPV Deferred Tax	-14
Total Valuation per B shares	304	Total Valuation per B shares	358

Como ven, el valor que obtenemos utilizando este método, **US\$304**, prácticamente coincide con los aproximadamente **US\$300** que obteníamos en nuestro cálculo de valor intrínseco. Creemos que, de nuevo, hemos sido prudentes en nuestras asunciones y prudentes, también, al no valorar la opcionalidad que ofrece la caja.

Berkshire Hathaway: generación de caja y valor en libros

Un enfoque sobre el flujo de caja que genera Berkshire podría constituir un acercamiento diferente para evaluar el atractivo de nuestra inversión. Tal cálculo no es una tarea precisa (por la naturaleza de alguno de sus negocios) ni fácil (por la disparidad de estos), pero puede aportar un ángulo interesante a la ecuación.

Berkshire Cash Flow (US\$ mn)

	2015	2016	2017	2018	2019
Net Cash from Operating	31.491	32.535	45.776	37.400	38.687
Purchase of PPE	-16.082	-12.954	-11.708	-14.537	-15.979
Free Cash Flow	15.409	19.581	34.068	22.863	22.708

El flujo de caja libre de Berkshire ha registrado un crecimiento anual compuesto (CAGR, por sus siglas en inglés) del 12% desde 2000. Durante la última década ha más que duplicado (CAGR del 7.75%). Quizás los días de crecimiento explosivo son parte del pasado, pero eso no significa que no vaya a crecer en el futuro. Hoy en día, sus operaciones generan US\$25.000-30.000mn de flujo de caja cada año (US\$2.500mn al mes), lo que proporciona a la compañía munición más que suficiente para realizar adquisiciones oportunistas, financiar el crecimiento de sus negocios y recomprar acciones a un ritmo constante y creciente. En nuestra opinión, esta sólida generación de efectivo, que ofrece hoy una rentabilidad del 5% al equity y del 7% a la firma y que va a continuar creciendo los próximos años, proporciona un suelo muy firme para las acciones de Berkshire.

Un indicador mucho más relevante del valor intrínseco de Berkshire es su valor contable o valor en libros. Durante la mayor parte de su historia, Buffett ha sugerido a los inversores utilizar las variaciones en el valor contable de Berkshire como un indicador de las variaciones en su valor intrínseco. A medida que una mayor parte del valor de Berkshire ha ido desplazándose a sus subsidiarias, las divisiones de las que es propietario al 100%, el valor en libros se ha vuelto menos relevante. También para Buffett. Además, este no refleja en toda su extensión la capacidad de generar beneficios de los activos de Berkshire, por tanto, subestima su valor intrínseco. No obstante, mantiene cierta utilidad, al menos en lo que a nosotros respecta.

Al final del tercer trimestre de 2020, el valor contable de Berkshire se situaba en US\$420.000mn. En unos días vamos a conocer las cifras definitivas del año pasado. Creemos que al cierre del ejercicio estará cerca de US\$440.000-450.000mn, lo que se traduce en unos **US\$188** por acción. Siendo así, Berkshire estaría cotizando a 1.2-1.3x valor en libros de 2020. Un múltiplo que, según nuestras estimaciones, no llegaría a 1.2x para este año y se situaría ligeramente por debajo de 1.1x para el año que viene.

Como pueden ver en el cuadro inferior, el valor contable (BV) y valor intrínseco (IV) por acción de Berkshire han crecido durante la última década a una tasa anual compuesta media del 11,5% y 12,5% respectivamente.

BV & IV Growth Rates (US\$)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Average Growth
Book Value per share	63,6	66,6	76,1	90,0	97,5	103,7	114,8	141,2	141,4	174,3	
% growth	6,4%	4,6%	14,4%	18,2%	8,2%	6,4%	10,7%	23,0%	0,2%	23,2%	11,54%
Intrinsic Value per share	96	107	124	149	165	173	174	222	237	275	
% growth	11,3%	11,5%	15,7%	19,9%	10,9%	5,0%	0,6%	27,3%	6,7%	16,1%	12,50%

No prevemos crecimientos tan abultados para los próximos años. Dado que el ROE actual de Berkshire es de, aproximadamente, el 7-8%, consideramos razonable suponer que sus fondos propios (y su valor intrínseco) van a crecer a tasas similares durante los próximos años. Si el mercado sigue valorando Berkshire a los múltiplos actuales de 1.2x BV (múltiplos históricamente bajos), los retornos que esperamos obtener estarán en línea con ese 7-8% anual que comentamos. No parecen estelares, pero tampoco son un desastre en absoluto. El mayor problema de Berkshire en este sentido, y no es uno malo en nuestra opinión, es que tiene un gran exceso de capital. Un exceso que, por otra parte, no creemos vaya a perdurar por mucho tiempo.

Recompras, Opcionalidad y Antifragilidad

Y no creemos que vaya a durar mucho tiempo por varios motivos. El primero es porque, como hemos aprendido este año, Warren Buffett comparte nuestra creencia de que las acciones de Berkshire están infravaloradas. Así lo inferimos al observar que ha recomprado una cantidad no pequeña de ellas en los últimos meses: \$9.000mn tan sólo en el tercer trimestre del año pasado, lo que elevó el total de recompras en los nueve primeros meses de 2020 a \$15.700mn. Estas recompras, a las que habrá que sumar las realizadas en el último trimestre (US\$4.000mn nos aventuramos a decir), significan que sus propias acciones son ahora una de las mayores inversiones de la historia de Berkshire.

Creemos que esta inversión en sus acciones va a seguir creciendo mientras el mercado no valore de manera más generosa sus títulos. Nos parece un estupendo destino para el exceso de capital de los accionistas de Berkshire. La

realidad ha demostrado que se dan las circunstancias para que así sea. Hay que recordar que, en 2012, Buffett dijo que recompraría acciones siempre que estas cotizasen por debajo de 1,2x su valor en libros (como ahora) y que unos años más tarde, en 2018, se anunció un nuevo programa de recompra -sin límite de tamaño- siempre que el saldo de efectivo de la compañía se mantuviera por encima de US\$20.000mn (como ahora) y la valoración de las acciones fuese inferior a su valor intrínseco a juicio de Buffett y Munger (creemos que como ahora).

Hay otro motivo por el que no pensamos que el exceso de capital vaya a seguir siendo un problema en el largo plazo. Como les hemos explicado, Berkshire ofrece una opcionalidad fabulosa en caso de que los mercados caigan. Y eventualmente lo harán. Es por esto que pensamos que la gran suma de efectivo que se acumula en su balance no va a estar siempre ahí.

Berkshire ha ejercido históricamente de prestador de última instancia, un rol que ha sido secuestrado por los bancos centrales modernos, que han extralimitado sus obligaciones -garantizar el correcto funcionamiento del sector bancario en un sistema de reserva fraccionaria- hasta mucho más allá de lo imaginable, tanto en el ámbito público (financiando gobiernos) como en el privado (comprando deuda y/o acciones de empresas en los mercados públicos).

No creemos que este régimen sea provechoso para la sociedad en su conjunto, ni tampoco sostenible en el largo plazo. Mientras tanto, y como les decíamos en la última carta trimestral, Berkshire nos sigue ofreciendo un indudable atractivo: su inmensa "anti-fragilidad". Por recordar el concepto de "anti-frágil" acuñado por Nassim Taleb, se trataría de buscar activos o inversiones que no solo nos protejan de los acontecimientos adversos, como la caja, sino que nos permitan beneficiarnos del desorden, el estrés o el caos que estos llevan aparejados, como la caja en manos de Buffett. No encontramos un activo más 'anti-frágil' que Berkshire.

Riesgos de nuestra tesis

Por último, no queremos terminar este largo post sin hacer referencia al riesgo más aparente de nuestra inversión en Berkshire Hathaway. No hay nadie con la experiencia, la sabiduría y el historial de Buffett, por lo que su avanzada edad (90 años) es el riesgo más palpable a medio plazo. Su socio Charlie Munger (97 años), uno de los más brillantes pensadores de la historia en lo que a inversiones y filosofía de vida se refiere, tiene incluso menos tiempo por delante que el propio Buffett. Ambos son insustituibles y serán una pérdida significativa cuando dejen de dirigir la compañía.

Buffett lleva telegrafando con bastante detalle la hoja de ruta de su sucesión. Es por ello que no tenemos muchas dudas de quiénes serán sus sucesores, ni de que son las personas adecuadas para sus cargos.

No sabemos lo que hará la acción el día que Buffett muera. No creemos que ese día esté cercano, por cierto, al menos viendo lo clarividente que se mantuvo frente a la cámara las más de cuatro horas que duró la última junta de accionistas de Berkshire (que son una oportunidad maravillosa para ver el proceso mental del mejor inversor de la historia durante un momento histórico como el que estábamos viviendo). Lo que sí sabemos es que si ese día la valoración está en línea con la actual y la acción cae de manera significativa, los managers que estén al frente del conglomerado aprovecharán para comprar todas las acciones de Berkshire que puedan, generando, con ello, un inmenso valor para sus accionistas.

Conclusiones

En Bestinver buscamos algunos ingredientes comunes siempre que cocinamos ideas de inversión para ustedes: barreras de entrada, durabilidad de los activos, cultura corporativa, generación de caja, prudencia financiera, etc. Berkshire supone una macedonia bastante buena de todos ellos. Este tipo de características suelen ser la condición necesaria

para invertir en un negocio, pero no la suficiente. Esta tiene que ser que podamos comprar las acciones de la empresa en cuestión a una valoración razonable y atractiva, es decir, con un descuento sobre su valor intrínseco. Los precios de Berkshire en los últimos meses nos ha ofrecido esta posibilidad.

Nos gustan mucho los activos que ha ido acumulando Warren Buffett a lo largo de los años. Poseen ventajas competitivas tangibles, están muy desacoplados del ciclo económico y, por supuesto, están bien gestionados y prudentemente financiados. Muchos de ellos ofrecen un retorno regulado, duradero y visible. Otros son líderes en sus mercados y tienen ante sí una buena oportunidad de crecimiento rentable a largo plazo. Hay otros -los menos- que son maduros y su rentabilidad no se puede considerar fabulosa, por qué no decirlo.

Berkshire es un negocio estable, bastante inmune a la disrupción (si eso es posible en los tiempos que vivimos) y genera rentabilidades cercanas al 10%. En la cartera de Bestinver encontramos negocios bastante más excitantes que Berkshire, sin duda, y más rentables también. Pero la gran mayoría no son tan nobles. Ni tan predecibles. Ni tan anti-frágiles. Como les decíamos al principio del post, nos parece una compañía estupenda para “permanecer ricos”, un ancla en nuestras carteras.

Berkshire ofrece otras muchas cualidades que darían, como poco, para un par de entradas adicionales del blog. Hay una que nos parece especialmente interesante en estos tiempos convulsos que vivimos. Nos estamos refiriendo a la cobertura que ofrece, a nuestro entender, ante un entorno inflacionista. Esta característica, que consideramos muy valiosa para los próximos años, prometemos comentarla con ustedes en otra ocasión.

Atentamente,

Equipo de inversión.

Este documento ha sido elaborado por Bestinver Gestión, S.A. SGIC con fines meramente informativos, no pudiendo considerarse bajo ninguna circunstancia como una oferta o recomendación de inversión en la compañía analizada ni, en general, en sus fondos de inversión bajo su gestión. La información ha sido recopilada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC de fuentes consideradas como fiables. No obstante, aunque se han tomado las medidas razonables para asegurarse de que la información sea correcta, Bestinver Gestión, S.A. SGIC no garantiza que sea exacta, completa o actualizada.

Todas las opiniones y estimaciones incluidas en este documento constituyen el juicio de Bestinver Gestión, S.A. SGIC en la fecha a la que están referidas y pueden variar sin previo aviso. En ningún caso, Bestinver Gestión, S.A. SGIC, sus administradores, empleados y personal autorizado serán responsables de cualquier tipo de perjuicio que pueda proceder, directa o indirectamente, del uso de la información contenida en este documento.