

BELEGGERS FOCUSSEN OPNIEUW OP **GOEDKOPE AANDELEN**

# DE COMEBACK VAN DE BUFFETT-LEER

*Adepten van de meesterbelegger Warren Buffett hebben enkele magere jaren achter de rug, maar de jongste maanden lijkt het tij te keren. “Als ze zeggen dat Buffett voorbijgestreefd is, dan wordt het interessant.”* JASPER VEKEMAN

**W**all Street breekt nog maar eens records. En toch zijn niet alle beleggers aan het feest. Wie stelselmatig op waarde aandelen mikt, heeft er veel eerder magere jaren op zitten. Het onderscheid tussen waarde- en groeiaandelen is niet altijd even strikt te trekken. Een vergelijking van Walmart en Amazon maakt veel duidelijk. Walmart is de grootste supermarktketen ter wereld, maar het bedrijf is actief op een mature markt met weinig groeimogelijkheden, waardoor het moeilijk zijn winst kan opdrijven. De retailreus heeft ook slechts schoorvoetend de stap naar het internet gezet. Amazon daarentegen staat als e-commercegigant symbool voor een wereld waarin steeds meer mensen hun aankopen online doen. De

waarde van Amazon staat of valt bij de gratie van de gebruikers van de website. Als de technologie achterhaald is of als Amazon er niet in slaagt zijn groei in winst te vertalen, kan de beurswaarde gemakkelijk verschrompelen. Bij Walmart daarentegen blijft zelfs bij een faillissement nog altijd de intrinsieke waarde van de duizenden fysieke winkels over.

Echte waardebeleggers of *value investors* zullen pas beleggen als een aandeel onder die intrinsieke waarde noteert. Op die manier krijgen ze een korting op de waarde, die dienstdoet als een vangnet voor het geval dat er toch iets grondig fout loopt bij het bedrijf. Het klinkt als een simpel recept voor gegarandeerd succes. Maar als het zo eenvoudig is, waarom vallen de prestaties dan zo tegen?

## Nulrente

Veel verklaringen wijzen op het beleid van de centrale banken. In hun strijd tegen de crisis houden zij de rente al jaren rond het nulpunt, wat spaarders en defensieve beleggers tot een zoektocht naar rendement verplicht. “Normaal moeten waarde aandelen het beter doen in een periode van economische onzekerheid, maar nu zetten de centrale banken aan tot risico’s”, zegt Danny Reweghs, de directeur strategie van het beleggersblad Inside Beleggen.

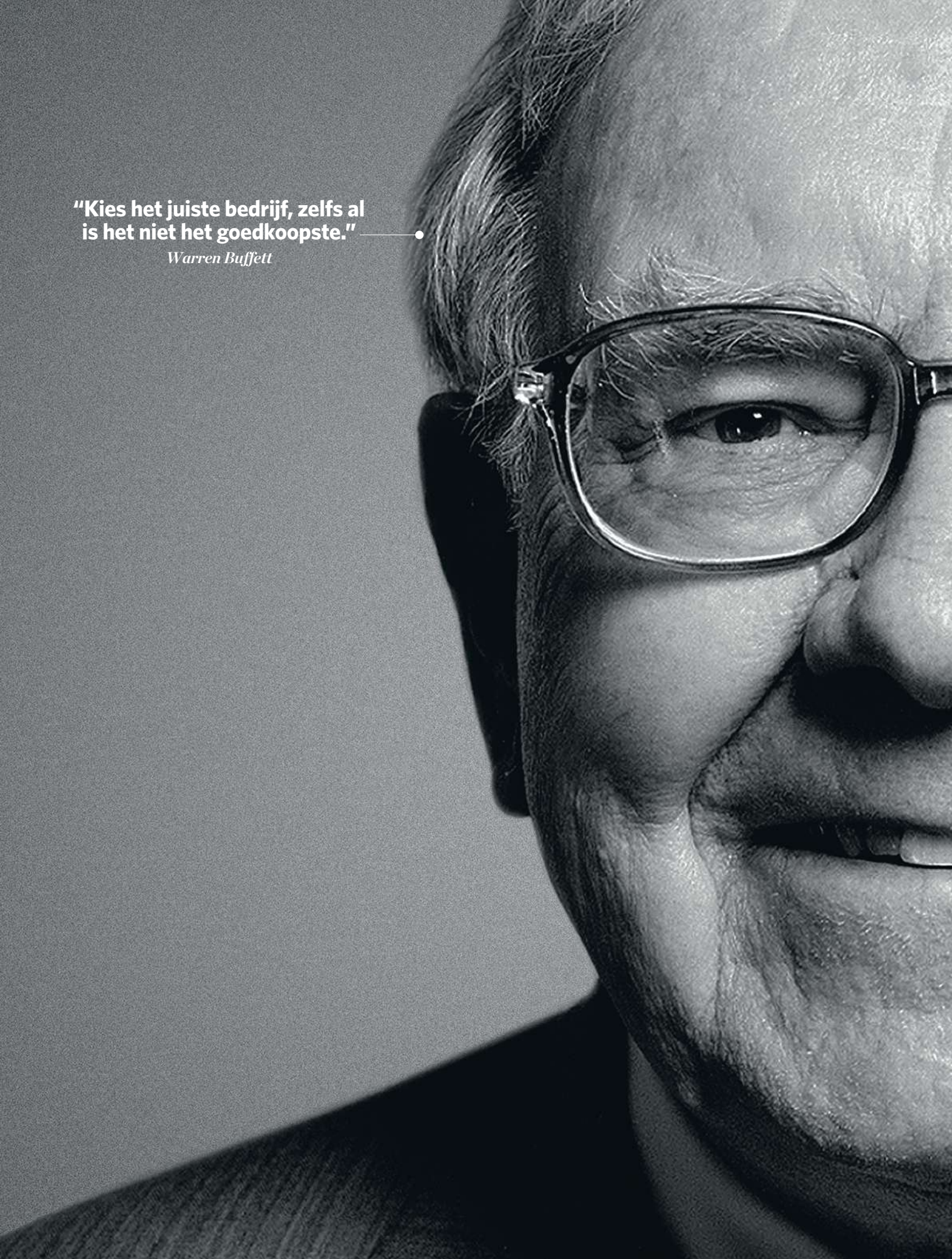
Een tweede verklaring is de ongelijke verdeling van de winst. Bij een select clubje van veelal technologiegroepen als Facebook, Amazon en Google nam de winst de jongste jaren spectaculair toe, maar voor het merendeel van de ondernemingen leidt het moeizame





**"Kies het juiste bedrijf, zelfs al  
is het niet het goedkoopste."**

*Warren Buffett*



➤ herstel na de crisis tot tegenvallende cijfers. Gemiddeld dalen de winsten van de bedrijven in de S&P500-index zelfs al zes kwartalen op rij – de langste winstrecessie sinds de crisis. En natuurlijk verkiezen veel beleggers succesvolle bedrijven waarvan de winst toeneemt.

Die voorkeur van beleggers speelt ook een belangrijke rol. Volgens Steven De Klerck, docent aan de KU Leuven, zit er een duidelijk cyclisch patroon in de prestaties: “Waarde aandelen doen het een paar jaar slecht en dan weer beter.” Een sprekend voorbeeld is de rally van de technologie aandelen eind jaren negentig, tot de bubbel rond de eeuwwisseling uiteenspatte en de basis was gelegd voor vijf succesjaren van value. Een sluitende verklaring voor die wisselende smaak is er volgens De Klerck niet altijd: “Onderzoek heeft wel aangetoond dat beleggers stevast hun timing missen. Na een paar tegenvallende jaren stappen ze misnoegd uit valuefondsen, net op een moment dat er een revival aan zit te komen.”

### Verliezen vermijden

Ondanks de tegenvallende jaren ziet De Klerck een belangrijke reden om het geweer niet van schouder te veranderen. “Het belangrijkste argument voor waardebeleggen is dat je verliezen vermijdt. Kijk, veel beleggers kijken enkel naar hun rendement. Maar wat met hun

kapitaal? Dat weer opbouwen is heel moeilijk. Wie 50 procent verliest, moet nadien 100 procent stijgen om zijn verlies goed te maken.”

Patrick Millecam, de hoofdstrateeg van de vermogensbeheerder Value Square, nuanceert bovendien de tegenvallende prestaties. “De jongste jaren

den meer geld naar valuefondsen gevloeid dan naar growthfondsen (zie grafiek *Het tij is gekeerd*). Volgens Reweghs is dat niet verwonderlijk, aangezien de prijsverschillen de jongste jaren stevig zijn opgelopen. Amerikaanse waarde aandelen noteren bijvoorbeeld tegen 18 keer de winst, voor

## Het grootste gevaar voor een waardebelegger is de value trap: een aandeel dat goedkoop oogt, maar zijn vermeende waarde nooit meer terugkrijgt.

heeft value het wat minder gedaan dan de markt, maar er zijn ook geen grote verliezen geleden. Dat kan bij typische groeiaandelen wel voorkomen: als de resultaten plots ontgoochelen, volgt een zware correctie.”

Voor Reweghs bestaat een aandelenportefeuille ideaal voor zowat driekwart uit value, “voor de gemoedsrust”. “Soms moet je geduld tonen. Dat kan vervelend zijn. Je hebt een hele argumentatie opgebouwd waarom een bedrijf niet naar waarde wordt geschat, en toch moet je wachten tot de markt je gelijk geeft. Maar uiteindelijk komt value altijd wel bovendrijven.”

### Goedkoop

Sinds begin dit jaar lijkt er een kentering ingezet. Zo is er de jongste maan-

groei betalen beleggers op Wall Street gemiddeld 23 keer de winst. “Groeï is te duur en de risico’s zijn niet juist ingeschat”, meent Reweghs. “De kans is groot dat value het de komende drie tot vijf jaar beter doet. Weet je, als ze zeggen dat Buffett voorbijgestreefd is, dan wordt het net interessant.”

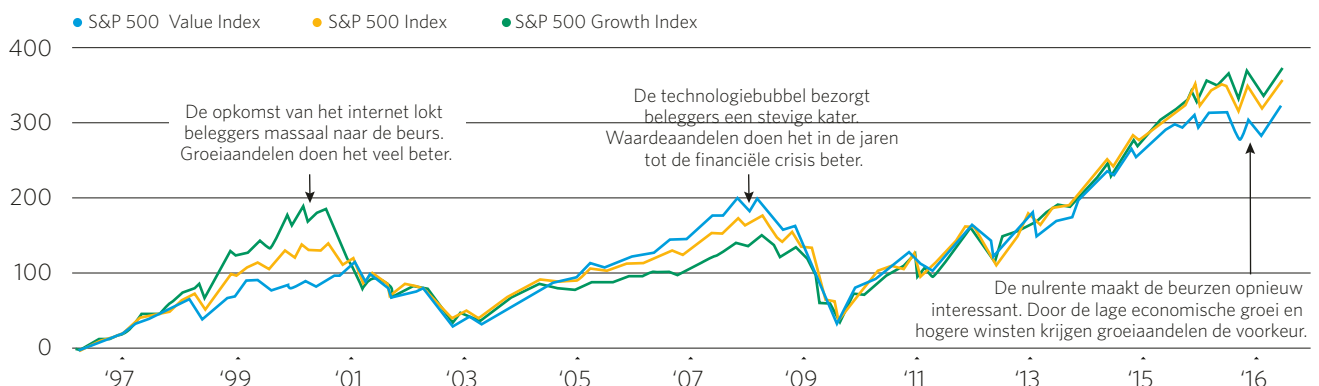
Maar er is meer dan de aantrekkelijke waarderingen. “Regelmatig zien we dat bedrijven minder groeien dan verwacht”, merkt Reweghs op. “Resultaten die 5 procent onder de verwachtingen blijven, leiden meteen tot een koersval met 20 procent. Dat maakt beleggers voorzichtiger.”

Ook de twijfel over het beleid van de centrale banken en de duurzaamheid van het economische herstel doet beleggers opnieuw voor de relatieve veilig-

## WAARDE VERSUS GROEI

Bron: Bloomberg

Waardebeleggers hebben enkele magere jaren achter de rug





## WAT IS WAARDEBELEGGEN?



BENJAMIN GRAHAM

Value investing is een beleggingsfilosofie die beleggers ertoe aanspoort op basis van fundamentele analyse zelf de waarde van een aandeel te bepalen. Als de marktprijs lager is dan die waarde, kan hij profiteren van die onderwaardering. De peetvader van de beleggingsleer is Benjamin Graham, de leermeester van Warren Buffett. Volgens Buffett komt zijn strategie er in essentie op neer aandelen onder hun intrinsieke waarde te kopen. Veel onderzoeken tonen aan dat waardebeleggen op lange termijn betere rendementen oplevert dan beleggen in groei, een strategie waarbij de belegger vooral uit is op koersstijgingen, ongeacht de huidige prijs.

heid van value kiezen. Het herstel van de grondstoffenprijzen speelt eveneens een belangrijke rol. Mijnbouwers, olieproducenten en bedrijven uit de industrie en de machinebouw zijn veelal typische waarde aandelen, die zwaar klappen hebben gekregen door de overproductie en de terugval van de Chinese grondstoffenhonger. Nu de ergste storm op de grondstoffenmarkten is gaan liggen, durven beleggers die aandelen weer op te pikken.

Millecam denkt dat nog veel geld van op spaarboekjes of van obligaties die op vervaldag komen, zijn weg kan vinden naar de beurs. "De vraag is waar het

Klerck is het ook raadzaam naar de gerealiseerde cijfers te kijken, en niet naar de verwachtingen. "Over de toekomst kun je niets met zekerheid zeggen", klinkt het. Reweghs adviseert de vergelijking te maken tussen de koersboekwaardeverhouding en het gemiddelde over de voorbije tien jaar. "Als een aandeel gewoon terug naar zijn gemiddelde evolueert, is er vaak al veel potentieel."

Warren Buffett en zijn rechterhand Charlie Munger, zowat de meest succesvolle en alleszins de bekendste waardebeleggers, stapten snel af van het idee om enkel de goedkoopste aandelen op te

## "Groei is te duur en de risico's zijn niet juist ingeschat. De kans is groot dat value het de komende drie tot vijf jaar beter doet" - Danny Reweghs

grootste risico zit: in obligaties met een negatieve rente of aandelen met dividendrendement van 3 procent?"

### Zoektocht

Hoe gaat u het beste te werk bij uw zoektocht naar ondergewaardeerde aandelen? Er zijn tal van maatstaven die zicht geven op het prijskaartje van een aandeel, maar het meest gehoorde advies is dat u zich het beste niet blindstaart op slechts één matrix. Volgens De

pikken. "Beter het juiste bedrijf, zelfs al is het niet het goedkoopste", luidt hun devies. Het grootste gevaar voor een waardebelegger is de *value trap*: een aandeel dat goedkoop oogt, maar zijn vermeende waarde nooit meer terugkrijgt.

Hoe kunt u die valkuil vermijden? Millecam wijst op het belang van de kwaliteit van het management. "Wij zoeken naar bedrijven met een bewezen trackrecord en proberen de toekomstperspectieven in te schatten." De Klerck legt de focus op de sterkte van de balans: "Een beperkte schuldenlast, een stevig eigen vermogen en veel cash. Ik let ook op de stabiliteit. Als er veel schommelingen in de winst zitten, krijg je ook veel onzekerheid." Stabiliteit en zekerheid zijn twee factoren waarom Reweghs een voorkeur voor familiale bedrijven heeft. "Die krijgen vaak te horen dat ze overnames moeten doen en expansie moeten nastreven. Maar voorzichtigheid loont, zeker op lange termijn."

En tot slot is er het belang van de dividenden, die volgens Millecam "een belangrijk deel van het vangnet zijn". Reweghs beaamt dat: "Veel beleggers kijken bijna uitsluitend naar hun koerswinst. Maar op lange termijn komt twee derde van uw rendement van het dividend." ☺

## HET TIJ IS GEKEERD

Bron: JP Morgan

Er stroomt meer kapitaal naar fondsen met waarde aandelen, in miljoen \$

