

De waarde van waardebeleggen

Met de juiste methode zijn met *value investing* zeer aantrekkelijke rendementen te behalen en kan de S&P 500 worden verslagen.

Margin of Safety

Warren Buffett, de Amerikaanse 'superbelegger', begon al met beleggen op zijn 11^e en door slim te beleggen groeide zijn privévermogen tot ruim boven de honderd miljard dollar. De beleggingsmethode die Buffett hanteert, wordt *value investing* oftewel waardebeleggen genoemd. Daarbij kopen beleggers financiële instrumenten, veelal aandelen, die te koop zijn voor minder dan de 'echte waarde'. Deze intrinsieke waarde of onderliggende waarde valt te berekenen. Daar zijn verschillende manieren voor, maar in de kern zijn die gelijk: er worden beleggingsinstrumenten gekocht met een korting op de onderliggende waarde.

Een extreme vorm van *value investing*, genaamd *deep value investing*, maakt het idee goed duidelijk. Als je een bedrijf dat op het randje van faillissement staat kunt kopen voor €1000 en het eigen vermogen (bezittingen minus de schulden) bedraagt €5000, dan kun je bijna niet anders dan geld verdienen. Er zijn simpel gesteld twee uitkomsten mogelijk:

1. Het bedrijf gaat failliet, je verkoopt de bezittingen, lost de schulden af en houdt €5000 over, oftewel 400% rendement.
2. Het bedrijf komt er weer bovenop en keert bijvoorbeeld nog jarenlang dividend uit waardoor bovendien de beurskoers herstelt.

Warren Buffett is een van de meest bekende en succesvolste waardebeleggers. Hoewel zijn rendement op lange termijn zeer goed is en zijn rendement een stuk hoger ligt dan dat van de S&P 500, behaalde hij zijn grootste successen aan het begin van zijn carrière. Hij volgde destijds de principes van zijn leermeester Benjamin Graham, die vond dat beleggers te veel gericht waren op de winst van bedrijven, in plaats van te kijken naar de activa en schulden.

Graham kocht aandelen met wat hij een 'margin of safety' (veiligheidsmarge) noemde, waarbij hij selecteerde op verschil tussen boekwaarde (*value*) en

beurswaarde (prijs). Buffett zei hierover: "Prijs is wat je betaalt. Waarde is wat je krijgt." Beleggers verkrijgen een veiligheidsmarge door aandelen te kopen tegen een zo hoog mogelijke korting op de werkelijke (boek)waarde van een aandeel. Buffett vergelijkt dit idee met het kopen van een dollar voor 60 dollarcent: "Als je een dollarbiljet koopt voor 60 cent is dat riskanter dan wanneer je een dollarbiljet koopt voor 40 cent, omdat de winstverwachting in het laatste geval hoger is. Hoe groter het winstpotentieel in een portefeuille met waarde aandelen, hoe minder risico er is."

Berkshire Hathaway

Buffett begon in 1950 op 20-jarige leeftijd met een startkapitaal van bijna 10.000 dollar, wat uitgroeide in zes jaar tijd tot 140.000 dollar. Daarna richtte hij in 1957 zijn eigen investeringsfonds op en behaalde een jaarlijks rendement in 12 jaar van ruim 30%, geholpen door de principes van zijn leermeester.

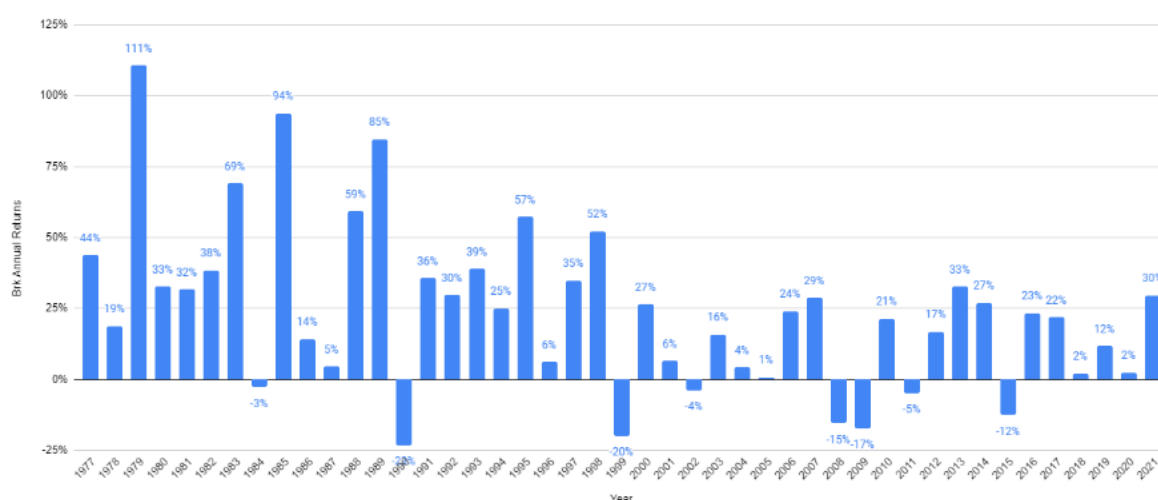
Year	Overall Results From Dow (1)	Partnership Results (2)	Limited Partners' Results (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%

In 1965 verwierf Buffett het textielbedrijf Berkshire Hathaway, wat uiteindelijk zijn investeringsvehikel werd. Samen met zijn vriend en partner Charlie Munger behaalde hij ook grote successen met Berkshire Hathaway, al was het rendement niet zo goed als in zijn beginjaren en liep het succes langzaam wat terug. Mede doordat het kapitaal van Berkshire steeds groter werd en het lastiger werd om het enorme kapitaal even rendabel te investeren.

Desondanks was het gemiddelde rendement tussen 1965 en 2023 een zeer verdienstelijke 19,8% per jaar, terwijl het gemiddelde rendement van de S&P 500 'slechts' 10,2% bedroeg. Zoals gezegd, liep het rendement wat terug en tussen 2014 en 2023 was het gemiddelde rendement van Berkshire niet uitzonderlijk hoog met

12,5% per jaar, ongeveer gelijk aan het rendement van de S&P 500.¹ In onderstaande grafiek is goed zichtbaar dat de positieve uitschieters afnemen.²

Berkshire Hathaway Annual Returns Chart



The Acquirer's Multiple

Een belegger die veel research gedaan heeft naar de rendementen van verschillende *value investing*-strategieën is Tobias Carlisle. Hij schreef het boek 'The Acquirer's Multiple', waarin hij verschillende strategieën naast elkaar legt. Hij bedacht een relatief eenvoudige financiële indicator ('multiple') om ondergewaardeerde bedrijven te vinden:

$$\text{Enterprise Value} / \text{Operating Earnings}$$

(ondernemingswaarde gedeeld door de operationele winst)

Deze indicator neemt verschillende zaken mee die andere indicatoren, zoals de koerswinstverhouding, niet meenemen waaronder schulden, preferente aandelen en minderheidsbelangen. Benjamin Graham zei al dat beleggers te veel keken naar winst en niet naar schulden. Deze methode neemt ook de schulden mee en zijn verwerkt in de Enterprise Value.

Hoe lager de uitkomst van bovenstaande indicator hoe goedkoper het aandeel. Door de goedkoopste aandelen te kopen (dus de aandelen met de laagste uitkomsten van de indicator) en regelmatig te 'rebalancen' (herschikken) heeft deze strategie, met aandelen vanaf 50 miljoen dollar marktwaarde, een

¹ <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2023ltr.pdf>

² <https://kunaldesai.blog/berkshire-hathaway-returns/>

gemiddeld rendement opgeleverd van 18,5% per jaar tussen 1973 en 2017. Ter vergelijking, de S&P 500 haalde in die periode een gemiddeld rendement van 7,1%.

Daarnaast voegde hij ook andere strategieën toe ter vergelijking, zoals The Magic Formula en Pure Charlie. The Magic Formula is een value-strategie, bedacht door Joel Greenblatt. In deze strategie wordt gekeken naar twee indicatoren, de *earnings yield* (het omgekeerde van de koers-winstverhouding) en *return on capital* (rendement op geïnvesteerd kapitaal). Deze strategie haalde in diezelfde periode (1973-2017) een rendement van 16,2%.³ Ook een heel aantrekkelijk rendement, maar lager dan dat van de Acquirer's Multiple-strategie, dat een rendement van 18,5% behaalde.

Waardoor versloeg de Acquirer's Multiple de Magic Formula? Het antwoord is *mean reversion*, wat betekent terugkeer naar het gemiddelde. Aandelenkoersen hebben de neiging om na verloop van tijd terug te keren naar hun historische gemiddelde. Als er aandelen worden geselecteerd op basis van historische winstgevendheid, zoals de Magic Formula, dan verlaagt dit het rendement.

Om dit aan te tonen, ontwikkelde Carlisle een strategie waarbij alleen aandelen met de hoogste winst worden gekocht, en dus niet werd gekeken naar waarde. Hij noemde deze strategie *Pure Charlie* ter ere van Charlie Munger's Poor Charlie uit Poor Charlie's Almanac. *Pure Charlie* is het tegenovergestelde van de *Acquirer's Multiple*. Deze methode is puur winstgericht en draait om rendement op geïnvesteerd kapitaal. Bij de *Pure Charlie* worden de dertig aandelen met de hoogste winst gekocht en wordt geen acht geslagen op waarde. Deze strategie kende in dezelfde periode (van 1973-2017) een gemiddeld jaarlijks rendement van 15,1%. Nog altijd een fraai rendement, maar minder dan het rendement van de value-strategieën de *Acquirer's Multiple* en de *Magic Formula*.

Gemiddelde jaarlijkse rendementen 1973-2017 (marktwaaarde >\$50 mln)

✔ S&P 500	7,1%
✔ Pure Charlie	15,1%
✔ Magic Formula	16,2%
✔ Acquirer's Multiple	18,5%

Het is dus goed mogelijk om de S&P 500 op de lange termijn te verslaan met een significant verschil, zeker indien de juiste value-strategieën worden gebruikt. Echter, niet ieder jaar levert een schot in de roos. Het eerste jaar (1973) boekte de S&P 500 een rendement van -16,8%, terwijl de Acquirer's Multiple het fors minder deed: -37%. Tijdens de beurscrash naar aanleiding van de kredietcrisis in 2008

³ Carlisle, T. (2017). *The Acquirer's Multiple: How the Billionaire Contrarians of Deep Value Beat the Market*

ging de S&P 500 met 40% onderuit en ook de Acquirer's Multiple ging fors omlaag. Weliswaar minder, maar met -29,3% nog steeds aanzienlijk. Overigens werd dit verlies het jaar erop meer dan gecompenseerd, met een rendement van +91%, terwijl de S&P 500 met 'slechts' 30% steeg.⁴

Conclusie:

Beleggen brengt uiteenlopende risico's met zich mee en er is geen garantie voor succes van een beleggingsstrategie, maar wie de principes van *value investing* naleeft en de tijd heeft (liefst minimaal tien jaar) om te beleggen, kan zeer aantrekkelijke rendementen behalen. Daarnaast kunnen waardebeleggers ook nog eens beter presteren dan gangbare indices als de S&P 500.

⁴ Carlisle, T. (2017). *The Acquirer's Multiple: How the Billionaire Contrarians of Deep Value Beat the Market*