



### Value Investing: Een introductie

#### **Value Investing is waardevol beleggen.**

In 1934 verscheen het boek *Security Analysis*, waarin Benjamin Graham (de leermeester van Warren Buffett, vermogend geworden met beleggen en momenteel een van de rijkste mensen ter wereld) beleggers aanspoorde om te beleggen in impopulaire aandelen. De gedachte is dat op de korte termijn beleggers irrationeel zijn en dat dit ertoe kan leiden dat de prijs van een aandeel onder de lange termijn waarde zakt. Door ondergewaardeerde aandelen te kopen kan een belegger profiteren van de korte termijn (drie tot vijf jaar) onevenwichtigheden in de markt en van de psychologische tekortkomingen van beleggers.

De bedoeling van dit stuk is u inzicht te verschaffen in het beleggingsbeleid van Hof Hoorneman Bankiers. Daarbij gaan we terug in de tijd naar het ontstaan van Value Investing, de uitgangspunten daarvan en tot welke resultaten het heeft geleid.

#### **De ontstaansgeschiedenis van Value Investing.**

Benjamin Graham, geboren in 1894 in Londen als Benjamin Grossbaum, emigreerde als peuter met zijn ouders naar Amerika. Het welgestelde gezin waarin hij opgroeide raakte in de jaren voor de Eerste Wereldoorlog aan lager wal. In 1914 begon hij zijn loopbaan op Wall Street. Met hard werken is Graham er in de naoorlogse jaren weer bovenop gekomen.

*Er is veel veranderd maar niet de psyche van de belegger*

In de beurskrach van 1929 verloor hij een aanzienlijk deel van zijn vermogen. Die ervaring zette hem aan tot het schrijven van zijn magnum opus 'Security Analysis', dat in 1934 verscheen. In dit standaardwerk geeft Graham zijn visie op de beleggingsmaterie. Er is veel veranderd sinds 1934, maar één ding is niet

veranderd en dat is de psyche van de belegger. In die zin is 'Security Analysis' nog net zo actueel als bij het verschijnen van de eerste druk in 1934. Het is echter wel een dikke pil van zo'n 700 bladzijden. Om er doorheen te komen is heel wat doorzettingsvermogen nodig. Voor de geïnteresseerde leek schreef hij 'The Intelligent Investor', waarvan de eerste druk verscheen in 1949. Graham herschreef 'The Intelligent Investor' in de laatste jaren van zijn leven (hij overleed in 1976). Helaas is het nooit in het Nederlands vertaald. Dit laatste boek is een stuk toegankelijker dan 'Security Analysis' en is nog steeds verkrijgbaar. Warren Buffett, de succesvolste belegger aller tijden, vindt 'The Intelligent Investor' het beste boek dat op dit vlak ooit gepubliceerd is.

Overigens is 'intelligent' in de titel van het boek niet gebruikt in de zin van het Nederlandse woord intelligent, maar in de zin van 'informatie verzameland en zich daarop basierend'.



### **De uitgangspunten**

#### *Eigenaarsperspectief en irrationaliteit*

Bij Value Investing staan een aantal uitgangspunten centraal: Een Value Investor ziet zichzelf als (mede) eigenaar van een onderneming en de markt is op korte termijn irrationeel en op lange termijn rationeel.

Andere belangrijke uitgangspunten voor de Value belegger zijn: het belang van de intrinsieke waarde van een onderneming, de veiligheidsmarge en de vergoeding die wordt uitgekeerd ofwel het dividend of rentevergoeding.

#### *Verleden, heden en toekomst*

Value beleggers kijken naar het verleden, het heden en de toekomst van een bedrijf. De meeste beleggers daarentegen richten zich met name op trends en verwachtingen. Een waardebelegger brengt eerst in kaart welke concrete waarde er in het verleden in een bedrijf is opgebouwd. Vervolgens vergelijkt hij die waarde met de huidige beurskoers van het bedrijf. Pas als de prijs substantieel lager is dan de waarde van het bedrijf, maakt de waardebelegger stap drie en kijkt naar de toekomst. Is te verwachten dat die onderwaardering wordt opgeheven ofwel dat de prijs van het aandeel zal gaan stijgen en zo ja onder welke omstandigheden? Is deze verwachting reëel dan vindt de waardebelegger het interessant om een aandeel op te nemen in een portefeuille.

#### *Van stembus tot weegschaal*

Een van de belangrijke lessen van Graham is, dat op de korte termijn de effecten-beurzen stembussen zijn om te bepalen welk aandeel vandaag het meest geliefd is.

Op de langere termijn is de beurs een weegschaal waarbij de prijs van een aandeel de waarde van de onderliggende onderneming weerspiegelt.

Voor waardebeleggers betekent dit dat de prijs van een aandeel en de reële waarde die het vertegenwoordigt twee verschillende grootheden zijn. Op beurzen waar het sentiment schommelt tussen angst, hebzucht, scepsis en wantrouwen, fluctueren de prijzen van aandelen veel meer dan de waarde van de onderneming. Irrationeel gedrag van beleggers kan ertoe leiden dat prijzen (jarenlang) veel te hoog oplopen. Maar het kan ook leiden tot prijsdalingen waardoor aandelen tot koopjes verworden.

Waardebeleggers richten zich op de laatste situatie en kopen aandelen die met korting ten opzichte van hun reële waarde noteren en houden de aandelen aan tot de prijs op de beurs de reële waarde benadert. En dan verkopen zij.



Door consequent met objectieve beleggingscriteria in te spelen op de korte termijn omstandigheden vinden zij interessante beleggingsmogelijkheden die leiden tot een superieur lange termijn rendement.

Waardebeleggers ervaren dat wanneer de markt de waarde van een ondergewaardeerde onderneming onderkent (en dat kan jaren duren) de prijs van dat aandeel zal stijgen naar de intrinsieke waarde. Natuurlijk vraagt dit proces tijd en komt het ook voor dat wanneer een aandeel is aangekocht de prijs (aanzienlijk) daalt.

*Discipline, mentale weerbaarheid, geduld en tijd*

Dit vraagt om discipline, mentale weerbaarheid en geduld en om een lange tijdshorizon voor de posities die wij innemen om succesvol te kunnen beleggen. We kunnen een aandeel drie tot vijf jaar in portefeuille houden tot het aandeel is gestegen tot de door ons berekende intrinsieke waarde.

Wat Value Investing vooral moeilijk maakt is het goed omgaan met emoties. Helaas is het voor de mens onmogelijk om emoties geheel uit te schakelen. Wat we wel kunnen doen is ons bewust zijn van emoties en proberen daar zo goed mogelijk mee omgaan. En vooral te profiteren van de emoties van anderen. Of zoals Warren Buffet het zo mooi zei: Ben hebberig als anderen angstig zijn en angstig als anderen hebberig zijn.

*Enthousiast worden als anderen verkopen*

Het heeft ons dan ook jaren gekost om te leren enthousiast te zijn wanneer anderen verkopen en wij kopen en terughoudend te zijn als anderen massaal kopen. Maar nu wij het in de vingers hebben beleven wij er veel plezier aan.

### **Intrinsieke waarde**

We hebben al veel gesproken over de intrinsieke waarde van een onderneming. Maar hoe wordt deze intrinsieke waarde berekend? Eerlijk gezegd is dit geen vastomlijnde berekeningsmethodiek. Value beleggers streven niet naar een exact getal maar maken een schatting van de waarde van een bedrijf binnen een bandbreedte van historische en actuele gegevens. Value investors berekenen de intrinsieke waarde met name door te kijken naar de kwaliteit van de winsten, de geldstromen, de bezittingen minus schulden en andere indicatoren die waardecreatie potentieel hebben.

### **Veiligheidsmarge**

Benjamin Graham beschrijft in zijn boek 'The Intelligent Investor' dat een kansrijke belegging minimaal een *margin of safety* moet bevatten. In gewoon Nederlands noemen wij dat een veiligheidsmarge. Wat houdt dat in? De veiligheidsmarge (of korting) is het verschil tussen de prijs van het aandeel op de beurs en de door ons berekende intrinsieke waarde.



Waardebeleggers vinden dat hoe groter het verschil tussen de prijs en de waarde van een aandeel is, hoe veiliger de belegging is. Door portefeuilles in te richten met ondergewaardeerde aandelen kan dat bescherming bieden in neergaande markten.

### **Trigger**

Voor de waardebelegger is de constatering van een onderwaardering niet direct aanleiding om het betreffende aandeel te kopen. Er dient ook de verwachting te zijn dat de prijs van het ondergewaardeerde aandeel na verloop van tijd terugkeert naar de reële waarde. Naast de onderwaardering zoeken wij naar een reden waarom de prijs van een aandeel weer kan stijgen naar de reële waarde. Dat kan zijn omdat wij verwachten dat de onderneming wordt overgenomen of omdat (een deel van) de onderneming wordt verkocht. Een aanstaande reorganisatie kan ook een goede reden zijn. En herfinanciering is ook vaak een reden waarom een aandeel ondergewaardeerd is.

### **Dividend**

Voor het geduld dat de belegger dient te hebben bij waardebeleggingen dient hij goed beloond te worden. Daarom streven wij ernaar - weliswaar niet voor iedere individuele belegging, maar wel voor de portefeuille als geheel - een cashrendement van circa vier procent te realiseren. Dat komt overeen met het rendement op een middellange staatslening. Dit streven hangt samen met een aantal overwegingen: Veel beleggers vinden het plezierig om, onafhankelijk van koersbewegingen, regelmatig bedragen uit dividenden en coupons bijgeschreven te krijgen op hun bankrekening. In tijden van algemene koersdalingen dalen aandelen van ondernemingen die een behoorlijk dividend opleveren doorgaans minder dan het gemiddelde. Gecorrigeerd voor inflatie is het totale rendement op aandelen gemeten over zeer lange perioden zo'n zes procent. Dit percentage is opgebouwd uit vier procent di-

videndrendement en twee procent koerswinst per jaar. Deze twee procent koerswinst komt veel mensen erg laag voor. Bedenk echter dat die twee procent 'prijsstijging' van ondernemingen overeenkomt met de gemiddelde reële economische groei in de afgelopen tientallen jaren.

Door vier procent cashrendement na te streven heb je als belegger al tweederde binnen van wat je statistisch gemiddeld jaarlijks mag verwachten over een zeer lange periode. Het rendement van onze Value Investing strategie ligt met een gemiddelde van ruim 12% per jaar over de afgelopen 15 jaar veel hoger.

### **Een onafhankelijke geest en vrijheid van ideeën**

Een kwaliteit van ons beleggingsproces is onafhankelijkheid. Omdat wij geloven in de kansen die beleggen in impopulaire aandelen bieden, doen we niet wat de massa doet.



Integendeel, wij zoeken naar mogelijkheden die de massa links laat liggen. Dat is niet altijd gemakkelijk, maar met 20 jaar ervaring als waardebeleggers kunnen wij profiteren van de psychologie (met name van de angst en hebzucht) van de belegger. Daarnaast hoeven wij als onafhankelijke beleggers niet te doen wat veel anderen doen, beleggen in het bekende en voor de hand liggende.

### **Ook waarde in obligaties**

Zeker ook obligaties behoren tot het werkerrein van waardebeleggers. Obligaties kunnen op dezelfde wijze als aandelen worden onderzocht. De financiële omstandigheden van de desbetreffende onderneming worden onder de loep genomen om te zien of er sprake is van onderwaardering ten opzichte van de werkelijke waarde. Tijdens het bezit van een obligatie wordt een contante uitkering ontvangen in de vorm van rente en normaliter ontvangt de belegger aan het einde van de looptijd van de obligatie de inleg terug.

### **Rendement**

Tot nu toe hebben we stil gestaan bij de geschiedenis van het waardebeleggen en de kenmerken ervan. We zullen nu gaan kijken naar de prestaties.

Veel beleggers denken dat de waardebenadering een defensieve beleggingsstrategie is die vooral bescherming biedt in dalende markten maar niet goed rendeert op de langere termijn.

Hof Hoorneman Bankiers bewijst dat (naast talrijke onderzoeken) dat waardebeleggingen op de langere termijn een hoger rendement heeft opgeleverd dan het zogenaamde groei beleggen en over het algemeen in neergaande markten inderdaad minder verlies oplevert of zelf een positief rendement kan realiseren.

### **Conclusie en rendement**

*Voetbal is zo vreselijk simpel, maar niets is zo moeilijk als simpel voetballen*

Value Investing klinkt als u het zo leest waarschijnlijk bijzonder simpel. Maar niets is minder waar. Het lijkt op de wijsheid van Johan Cruijff; Voetbal is zo vreselijk simpel, maar niets is zo moeilijk als simpel voetballen. In essentie is Value Investing ook simpel maar net als bij voetbal is niets zo moeilijk als simpel beleggen.

In zijn boek Security Analysis heeft Benjamin Graham in 1934 het Value Investing beleggingsbeleid samengevat als “het ontdekken van impopulaire aandelen”. Met een focus op kenmerken als uitgaan van een eigenaarstandpunt en een veiligheidsmarge beoogt waardebeleggen voordeel te behalen van de korte termijn irrationaliteit op de beurzen door aandelen te kopen met een korting ten opzichte van hun reële waarde.



**HOF · HOORNEMAN**

**BANKIERS**

Door de decennia heen in stijgende en dalende markten heeft waardebeleggen zeer aantrekkelijke lange termijn rendementen behaald.

Bij Hof Hoorneman Bankiers heeft waardebeleggen vanaf de oprichting in 1989 een centrale plaats ingenomen. Wij zijn daarmee al ruim 20 jaar de Value Investors van Nederland. Voor meer informatie over onze manier van waardevol beleggen, kunt u contact met ons opnemen.