



HET WAARDEMANDJE MET 50 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE LAAGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING VERSUS HET GROEIMANDJE MET 50 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE HOOGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING. HET GEMIDDELDE IS HET GEMIDDELDE VAN DE RENDEMENTEN OVER DE PERIODE 2000 TOT 2010.

ren. Het lijkt erop dat beleggers met de koers en de winst van een aandeel in de hand, extra rendement kunnen boeken. Dit is een doorn in het oog van de aanhangers van de efficiënte-marktheorie, die stellen dat beleggers en masse in waarde aandelen zouden stappen, zodat dit extra rendement onmiddellijk zou verdwijnen. Maar dit gebeurt niet. Al bijna een eeuw niet overigens. Benjamin Graham, de leermeester van Warren Buffett, schreef in 1929 zijn eerste boek over waardebeleggen.

Een defect in het menselijk brein is waarschijnlijk verantwoordelijk voor de anomalie. Beleggers en analisten extrapoleren de groei van de winst op basis van cijfers uit het verleden. Hierbij wordt in het geval van historisch hoge winsten vaak vergeten dat deze meestal van korte duur zijn, bijvoorbeeld door concurrentie van nieuwe toetreders in de markt. Statistici noemen dit fenomeen 'de trek naar het gemiddelde' ('mean reversion').

Niet zelden is groei zelfs helemaal een luchtkasteel. Hét voorbeeld hiervan zijn natuurlijk de internetbedrijven aan het eind van de jaren negentig. Ironisch genoeg kwam het gros van de waardeonderzoeken midden jaren negentig, het moment dat er nog volop lucht in de internetbubbel werd geblazen. Waardebelegger Warren Buffett, die zijn neus ophaalde voor internetbedrijven, werd door sommige analisten versleten

voor seniel en dementerend. Tot de bubbel barstte natuurlijk. De superbelegger is zich er als geen ander van bewust dat groei over het algemeen wordt overschat en waarde onderschat.

#### NIET ZONDER RISICO

Een lage koers-winstverhouding wil nog niet zeggen dat we met een waarde aandeel te maken hebben. De markt is niet altijd gek en er is vaak een reden waarom aandelen goedkoop ogen. Neem de financials die tot ongeveer drie jaar geleden vrijwel zonder uitzondering door analisten als waarde aandelen werden beschouwd. Uiteindelijk bleek in de kredietcrisis dat de op het oog stabiele winstgevendheid lang niet zo robuust was als werd verondersteld. Uiteindelijk gaat het om de duurzaamheid van toekomstige winsten. Om deze te kunnen voorspellen, moet men de onderneming werkelijk begrijpen, zo luidt de eerste wet van Buffett. Vervolgens kun je met allehande documentatie – bijvoorbeeld jaarverslagen, analistenrapporten, kwartaalrapportages – proberen te begrijpen in hoeverre de winst duurzaam is. Dit vergt meer huiswerk.

De koren van het kaf scheiden aan de hand van de koers-winstverhouding is niettemin een goed startpunt. Door een defect in het menselijk brein extrapoleren we uit het verleden en zijn we vaak buitensporig opge-

### WAT IS GOEDKOOP?

Je weet altijd pas achteraf of een aandeel goedkoop is. Benjamin Graham had een checklist in zijn meesterwerk *The Intelligent Investor* uit 1949. Een fundamentele belegger vinkt deze criteria af bij iedere belegging:

- 1 Het bedrijf mag niet te klein zijn. Kleine ondernemingen zijn gevoeliger voor de grillen van de economie en brengen andere risico's. Toen hij zijn boek schreef, moest een onderneming minimaal 100 miljoen dollar omzetten. Gecorrigeerd voor inflatie is dit nu een kleine 350 miljoen dollar (475 miljoen euro).
- 2 Het bedrijf moet financieel sterk zijn. Zo mag de schuld van bijvoorbeeld een nutsbedrijf niet groter zijn dan twee keer de boekwaarde van het eigen vermogen.
- 3 Stabiele winst. In de afgelopen tien jaar moet de onderneming elk jaar winst hebben geboekt.
- 4 Dividend. De onderneming moet in de afgelopen twintig jaar onafgebroken dividend hebben uitgekeerd.
- 5 De winst per aandeel moet ten minste met een derde zijn gestegen in de laatste tien jaar.
- 6 De prijs mag niet meer dan vijftienmaal de gemiddelde winst over de afgelopen drie jaar bedragen (kw).
- 7 De marktwaarde van de onderneming mag niet meer bedragen dan 1,5 keer de boekwaarde van de onderneming (mv/bv). Bij de laatste twee heb je overigens wat speling, zolang het product van kw en mv/bv kleiner is dan 22,5 (15 kw x 1,5 mv/bv = 22,5).

Wie de eerste vier van de criteria toepast, houdt alleen de financiële krachtpatsers over. Regel 6 en 7 zorgen ervoor dat je voor de goede ondernemingen niet te veel betaalt.

wonden over veelbelovende nieuwe aandelen. Groei is daardoor duur, en waarde goedkoop. Er is weinig reden om aan te nemen dat dit gedrag zal verdwijnen, zodat een geduldige waardebelegger beloond zal worden met extra rendement. Ook iets om over na te denken als Facebook (schatting waarde: 50 miljard dollar), Twitter (10 miljard dollar) en Groupon (15 miljard dollar) hun weg voor astronomische bedragen naar de beurs vinden. ■