

## Brief aan de aandeelhouders

---

Antwerpen, 30 september 2019

Beste vrienden,

Investerders stellen ons meer dan ooit de vraag: "Is dit wel een goed moment om te investeren? Kan ik niet beter nog wat wachten?" Dat zijn terechte vragen. De beurzen doen het sinds begin dit jaar goed.

In deze kwartaalbrief lichten we toe hoe wij daarover denken.

Om te beginnen, niemand weet in welke richting de markten op korte of middellange termijn zullen evolueren. Dat is een belangrijk gegeven. Het heeft helemaal geen zin energie en tijd te verspillen aan iets waarvan je niet weet of het wel of niet zal gebeuren.

"Het is moeilijk voorspellingen te doen, zeker over de toekomst." Yogi Berra.

Vervolgens, als u zich wil beschermen tegen de volatiliteit op korte termijn, dan belegt u beter niet in aandelen met kapitaal dat u de komende drie tot vijf jaar nodig zou kunnen hebben.

Tenslotte, wie zich op lange termijn wil beschermen, moet kwaliteitsvolle bedrijven kopen tegen een redelijke prijs en zijn investeringen behouden. Hij moet weerstaan aan de verleiding om regelmatig te kopen en te verkopen. Peter Lynch, waarschijnlijk de beste investeerder van fondsen ooit, heeft het vaak genoeg gezegd: "Er is meer geld verloren gegaan op de beurs door het proberen correcties te vermijden dan door de correcties zelf." Of wat dacht u van deze – onvertaalbare – uitspraak: "The most important thing is not 'timing the market' but 'time in the market'."

Ook vandaag moet men beseffen dat de recente beursresultaten op geen enkele manier toelaten om de resultaten van de toekomst te voorspellen. Statistisch gezien is de kans dat een goed jaar gevolgd wordt door een slecht jaar niet groter dan dat er een goed jaar volgt, of omgekeerd. Het enige wat telt zijn de waarderingen van de aandelen. Als deze hoog zijn, is de kans zeer groot dat de latere rendementen lager zullen zijn en uiteraard geldt ook het omgekeerde als de waarderingen laag zijn.

Onze vriend Warren Buffett zegt het zo: "Aandelen zijn 80 % van de tijd gewaardeerd aan redelijke multiples en 20 % van de tijd te duur of te goedkoop". Momenteel bevinden de markten zich in de volkomen redelijke 80 %. Het zou zelfs makkelijker zijn om het standpunt te verdedigen dat aandelen eerder goedkoop zijn dan duur, rekening houdend met de historisch lage rentevoeten. Het uitbetaalde dividendrendement ligt (veel) hoger dan de langetermijnrentevoeten, wat vrij zeldzaam is, en de risicopremie van aandelen ten opzichte van obligaties is nooit zo hoog geweest.

## Brief aan de aandeelhouders

---

Een benadering die ons wel aanspreekt, en die in het verleden redelijk betrouwbaar was, is om de parameters onder de loep te nemen die een impact hebben op het latere rendement van een aandeel: het dividend, de groei van de winst per aandeel en de verandering in multiple die de markt bereid is te betalen.

Het dividend voor het type ondernemingen waar onze voorkeur naar uitgaat, is over het algemeen vrij stabiel. De winstgroei is uiteraard minder stabiel, maar over een langere periode stabiel dan men zou denken. Wat wij doen, is het verleden analyseren en zeer voorzichtig de groei voor de komende vijf jaar inschatten. Voor de multiples, zoals koers/winst of koers/boekwaarde, nemen we de onderkant van de vork van wat in 'normale' tijden werd betaald.

Laten we als voorbeeld Unilever nemen. Dit bedrijf wordt vandaag door de markt gewaardeerd op 21,7 keer de winst. Het dividendrendement bedraagt 2,9 % en we schatten de winstgroei per aandeel defensief op 7 %. Het jaarlijks rendement over de volgende 5 jaar zou 2,9 % + 7 % moeten bedragen. Gaan we voorzichtig waarderen aan 18 keer de winst over de volgende 5 jaar dan komen we, in normale marktomstandigheden, aan een jaarlijks rendement van 6,3%.

Doen we dit voor de hele portefeuille dan komen we vandaag uit op 10 % per jaar. Dit is uiteraard geen rendementsgarantie. Er zijn tal van factoren die het eindresultaat kunnen beïnvloeden. Het is wel een goede basis, een uitgangspunt, om te onderzoeken wat de toekomstige rendementen onder normale omstandigheden zouden kunnen zijn. De ervaring heeft ons geleerd dat er voor de individuele aandelen altijd grote verrassingen uit de bus kunnen komen, terwijl we voor de hele portefeuille vrij nauwkeurig waren. In 2008, midden in de beurscrisis, berekenden we bijvoorbeeld 16 %, wat duidelijk aantoonde dat dit een unieke aankoopmogelijkheid was. Het rendement na vijf jaar bedroeg uiteindelijk 16,5 %.

Onze mening, onze visie is dat we in een wereld met een nul-rente of zelfs een negatieve rente speculatieve zeepbellen zien in bepaalde activa, maar zeker niet op de beurzen. Onze beleggers van de eerste dag, die op 1 januari 2003 ons aandelenfonds kochten, realiseerden tot nu toe 9 % op jaarbasis na kosten. Over de 16,5 vervlogen jaren is hun portefeuille meer dan verviervoudigd. Dat is alleen mogelijk als men een langetermijnstrategie aanhoudt en zich niet laat beïnvloeden door vluchtig nieuws op korte termijn.

Met vriendelijke groeten,



*Thomas Vanderlinden*



*Stéphane Mercier*



*Vincent de Pret*



*Frédéric Van Doosselaere*

P.S.: Fondsenrapporten in bijlage