



Beleg in 's werelds
beste bedrijven

DE KAVIAAR FORMULE



LUC
KROEZE

Lannoo

'Ik ben voortdurend verbaasd over het aantal mensen dat praat over investeren en het vooral heeft over activaspreiding, regionale spreiding, sectorwegingen, economische prognoses, obligaties versus aandelen, rentekoersen, valuta en risicobeheersing, maar nooit melding maakt van in iets *goeds* te willen investeren.'

Terry Smith, fondsbeheerder van Fundsmith

INHOUD

Voorwoord - 8

Inleiding - 11

1. EEN INTRODUCTIE TOT KWALITEITSBELEGGEN — 15

2. EEN CHECKLIST - 26

3. KWALITATIEVE CRITERIA - 37

4. KWANTITATIEVE CRITERIA - 118

5. WAARDERING - 169

6. EEN PORTEFEUILLE STARTEN EN ONDERHOUDEN - 180

Appendix - 201

Lees- en luistertips - 202

Dankwoord - 206

VOORWOORD

Ik had het geluk Luc virtueel te leren kennen als lid van een besloten discussiegroep, een plaats waar gepassioneerde beleggers elkaar vinden om kennis te delen. Kennis delen doet hij ook met het bredere publiek, aan de hand van artikelen in *De Gids voor de Beste Belegger* (het magazine van de Vlaamse Federatie van Beleggers) en zijn blog Beleggeninkwaliteit.com.

Wat Luc deelt is waardevol. Zelden ontmoet je personen die zo gedisciplineerd op hun doel afgaan. Een traditionele post van Luc gaat ongeveer zo: ‘ik heb dit gezien’, ‘mijn research zegt dat’, ‘bijgaand de link naar mijn onderzoek’, ‘mijn conclusie is’, ‘wat vinden jullie er van?’. Veelal is daar geen speld tussen te krijgen.

Louter beleggen in kwaliteitsbedrijven. Dat is het devies. *Gene zever* met speculatieve bedrijven, met turnarounds, startende organisaties of heel lokaal gerichte bedrijven, noch met ondernemingen waarvan je de business niet goed kunt inschatten. Enkel aantoonbare topkwaliteit met een jarenlange trackrecord is goed genoeg voor Luc. Dat merk je aan het clubje ondernemingen dat hij door en door kent: Microsoft, Adobe, Nike, Adidas, Activision Blizzard, Assa Abloy, Copart en zo verder. Internationale bedrijven met stevige balansen, geweldige kasstromen en een vlekkeloos parcours.

Terry Smith, de charismatische Britse kwaliteitsbelegger, is zijn grote voorbeeld en spreekwoordelijke mentor. Kwaliteitsbeleggen is ook de stijl die Warren Buffett ontdekte onder invloed van Charlie Munger. Op zoek gaan naar die bedrijven die hun winsten herbeleggen tegen een prachtige rendement ten opzichte van hun geïnvesteerd kapitaal. Deze bedrijven zorgen voor de langetermijngezondheid van je portefeuille.

Kwaliteit drijft boven in alles wat Luc doet. Ook zijn bibliotheek bestaat uit een sectie ‘topkwaliteit’ zodat het onderscheid met de ‘gewone

beleggingsboeken' goed zichtbaar is. *De kaviaarformule* kan daar op de bovenste plank staan. Voor sommigen zal het boek bekende begrippen opfrissen, voor anderen wordt het een eyeopener die je beleggingsstijl om zal gooien.

In het eerste deel leer je hoe je sterke bedrijven kunt ontdekken. De verschillende hoofdstukken zijn opgevat als een checklist om kwaliteit te herkennen. Het tweede deel behandelt het cijfermatige aspect. Een sterke onderneming boekt sterke resultaten, en die zijn meetbaar. *De kaviaarformule* zal je helpen om een aantal belangrijke ratio's beter te begrijpen, correct te meten en te interpreteren.

Ikzelf ontmoet Luc op het kruispunt van kwaliteitsbeleggen en waardebeleggen. Alleen al over de raakpunten van deze twee begrippen kun je een boek vol schrijven. De essentie is dat beide samen gaan en helemaal geen tegenstellingen zijn. Het enige nuanceverschil is dat de kwaliteitsbelegger 100% zeker wil zijn dat de belegging topkwaliteit is, terwijl de waardebelegger 100% zeker wil zijn er niet te veel voor te betalen.

Een ding is zeker: dit boek maakt je een betere belegger.

Joël Schols

Medeoprichter van BeursBabbel.be en Chess Capital

INLEIDING

Sinds 2008 ben ik actief op de beurs. Meer bepaald sinds begin 2008, toen er nog geen vuiltje aan de lucht leek te zijn op de financiële markten. Vermoedelijk was dat moment, net voor de vrije val van de beurzen in september begon, historisch gezien ongeveer het slechtst denkbare moment om te beginnen te beleggen. Financieel althans, want aan den lijve ondervinden wat een beurscrash van die omvang precies inhoudt, is een waardevolle ervaring die je je verdere beurscarrière met je meedraagt. Ik schrik niet zo snel meer.

Aandelen van Dexia, Fortis en ING behoorden in de lente van dat rampjaar tot mijn allereerste aankopen. Dat verzin ik niet om mijn introductiekracht bij te zetten en er een mooi verhaal aan vast te knopen over de wederopstanding van een murw geslagen, onervaren belegger. Het is helaas echt gebeurd. Iedereen weet welke drama's er zich later dat jaar wereldwijd ontvouwd. Het financiële systeem stond op instorten en er rolde een ongeziene paniekgolf over de markten. Overheden moesten ingrijpen om de situatie te stutten en een complete ineenstorting te voorkomen. Later dat jaar was mijn piepjonge aandelenportefeuille, vol met zogenaamde goede-huisvaderaandelen, vrijwel volledig weggevaagd. Mijn beginnersenthousiasme kreeg samen met mijn startbedrag een flinke knauw. Maar hoewel ik ontdekte dat de beurs een onvoorspelbare slangenkuil kan zijn, vond ik het nog steeds een fascinerende plek. Ik modderde enkele jaren aan en omarmde verschillende benaderingen zonder echt een plan uit te werken en me daaraan te houden. Dat bleek geen goed idee, maar opnieuw deed ik waardevolle ervaring op.

Ik begon met een poging tot *deep value*-beleggen. Die stijl klonk veelbelovend en op papier sprak het idee me aan. Als je 50 cent betaalt voor elke euro die je tegenkomt, dan doe je een goede zaak. De praktijk pakte in mijn geval

anders uit. Ik was vooral erg goed in het vangen van vallende messen,¹ waardoor ik, opnieuw, gehavend achterbleef. Goedkope rommel kan blijkbaar nog veel goedkoper worden. Van euro's bleek niet altijd sprake, waardoor 50 cent vaak nog steeds te veel was. Ook dat werd duidelijk.

Ik gooide het over een andere boeg en dacht met complexe optiestrategieën slimmer te zijn dan de rest. *Long straddles*, *married puts*, *protective collars* en *long call butterfly spreads*. Je kunt het zo gek niet bedenken of er bestaat wel een optiestrategie voor. Razend opwindend vond ik het maar per saldo werd niemand beter van mijn nieuwe aanpak, behalve mijn broker. Ook mijn optieavontuur stierf uiteindelijk een stille dood.

Een poging tot dividendbeleggen volgde want ik stond niet afkerig tegenover het idee om een inkomen uit mijn vermogen te genereren. Alleen was het nu niet mijn broker, maar de staat die tevreden in zijn handen wreef telkens als ik een dividend ontving. Toen ik op de koop toe besepte dat dividendbetalingen in veel gevallen niet meer zijn dan een fiscaal onaantrekkelijke sigaar uit eigen doos, vond ik het welletjes geweest.

Er zijn beleggers die uitstekende resultaten neerzetten met de genoemde benaderingen, maar aan mij waren ze niet besteed. Ik besloot mij verder onder te dompelen in de wereld van het beleggen voor ik mij wederom onvoorbereid in een nieuw avontuur zou storten. Mijn volgende aanpak moest raak zijn. Het basisidee moest logisch, eenvoudig en doeltreffend zijn. Ik heb inmiddels een honderdtal boeken gelezen over beleggen, ik heb fondsmanagers bestudeerd en research gedaan en me uiteindelijk toegelegd op kwaliteitsbeleggen. Het voldeed aan mijn eisen.

1 'Don't try to catch a falling knife', zo luidt het Engelse spreekwoord. Als je probeert een vallend mes te vangen, kun je je lelijk verwonden. Hetzelfde principe geldt voor beleggers die een voorliefde hebben voor sterk gedaalde aandelen, i.e. 'falling knives' in beurstaal. Een zwaar afgestraft aandeel kan spotgoedkoop ogen, maar dat betekent niet dat je er geen geld meer mee kunt verliezen. Goedkoop kan nog véél goedkoper worden.

Kwaliteitsbeleggen bestaat er eenvoudigweg uit aandelen zo te selecteren, dat enkel het beste overblijft. Als de prijs het vervolgens toelaat, koop je de aandelen. Daarna oefen je geduld uit.

Met die strategie boek ik nu enkele jaren succes. Het toont aan dat beleggen helemaal niet ingewikkeld hoeft te zijn. Kwaliteitsbeleggen is gebaseerd op een uiterst simpel uitgangspunt: enkel het allerbeste is goed genoeg. Het betekent niet dat omdat het niet ingewikkeld is, het voor de hand liggend is. Om het allerbeste te vinden zul je je handen vuil moeten maken en bereid moeten zijn om grondig onderzoek te doen. De eenvoud en tegelijkertijd diepgang van de methode spreekt me tot op de dag van vandaag aan.

Na op regelmatige basis over de stijl te schrijven voor magazines en blogs kreeg ik het idee mijn interpretatie ervan prijs te geven in een boek. Ik merkte gaandeweg immers dat er veel belangstelling was voor de benadering. Dat is begrijpelijk omdat de essentie van de stijl no-nonsense is. Dat spreekt beleggers aan. Er is niet bijster veel geschreven over dit specifieke onderwerp en in het Nederlands ben ik er zelfs nog geen boek over tegengekomen. Daar wilde ik verandering in brengen.

Ik hoop dat dit boek jou kan helpen bij het uitstippelen, of het vervolgen, van je weg naar succes op de beurs. Misschien wordt kwaliteitsbeleggen jouw ultieme aanpak, kunnen bepaalde criteria die ik in dit boek bespreek als aanvulling dienen, of laat je kenmerken van de stijl versmelten met jouw manier van beleggen.



**EEN INTRODUCTIE
TOT KWALITEITS-
BELEGGEN**

In 1972 kreeg het investeringsvehikel Berkshire Hathaway de kans om See's Candies, een chocoladeproducent uit Californië, over te nemen voor 30 miljoen dollar. Een fiks bedrag, dat Berkshire Hathaway nog niet eerder had neergegeld voor een bedrijf. De 30 miljoen dollar was echter geen probleem. De aanzienlijke premie boven op de boekwaarde² die de vraagprijs impliceerde, was dat wel. De topman van Berkshire Hathaway, de superinvesteerder Warren Buffett, was per slot van rekening een zuivere waardebelegger. Eentje van de oude school. De gedachte dat hij meer voor een onderneming zou moeten betalen dan de onderliggende tastbare waarde deed hem het koud zweet uitbreken. Het ging in tegen zijn opvattingen waarmee hij al zijn gehele carrière grof geld verdiende. Hij kocht bedrijven tegen een lagere prijs dan wat de onderliggende activa zouden opbrengen bij een eventuele uitverkoop. Dat was hoe Buffett de zaken benaderde. Met succes.

Het was vooral Charlie Munger, die andere levende legende en de kompan van Buffett, die vond dat ze de overname in overweging moesten nemen. See's Candies had namelijk een ijzersterk merk, een loyaal klantenbestand en bovendien was de organisatie in staat om jaarlijks haar prijzen op te trekken zonder tijdens dat proces klanten te zien afhaken. Dat laatste werd jaren later, in 1998, bevestigd door Buffett. Hij zei dat See's Candies sinds 1972, op de dag na Kerstmis, de verkoopprijs van de lekkernijen stevig opvoerde. Elk jaar weer. Dat mag als een uitzonderlijke en waardevolle troef beschouwd worden, want weinig bedrijven kunnen zich dat permitteren zonder hun klanten te zien afhaken. Kortom, de argumenten van Munger hielden steek. Nadat hij zijn beweegredenen had gemotiveerd, gaf hij Buffett nog het volgende mee:

‘Vergeet wat je weet over het kopen van redelijke
bedrijven tegen fantastische prijzen; in plaats
daarvan, koop fantastische bedrijven tegen
redelijke prijzen.’

Charlie Munger, vicevoorzitter van Berkshire Hathaway

2 De boekwaarde van een bedrijf is de waarde waartegen alle activa op de balans zijn opgenomen, na aftrek van de schulden.

De activa die nodig waren om See's Candies te laten functioneren waren destijds zo'n 8 miljoen dollar waard. Vanuit het perspectief van de notoire waardebelegger die Buffett was leek de vraagprijs van 30 miljoen dollar erg veel. Maar als je in overweging neemt dat die 8 miljoen dollar aan kapitaal op dat moment jaarlijks 30 miljoen dollar aan omzet en iets minder dan 5 miljoen dollar aan operationele winst genereerden, cijfers die bovendien toenamen, kun je gerust stellen dat See's Candies een koopje was. Een simpele rekensom leert je namelijk dat die 8 miljoen dollar aan activa circa 60% rendement opleverden. Het merk was gedurende een halve eeuw zorgvuldig opgebouwd door de stichtende familie See. Dat wierp duidelijk zijn vruchten af. Klanten waren bereid om diep in de buidel te tasten voor de unieke beleving die See's Candies bood. Het bleek een exceptioneel bedrijf. Buffett gaf Munger uiteindelijk het voordeel van de twijfel en ging overstag. De overname werd een feit. Weliswaar pas nadat Buffett, de onverbeterlijke koopjesjager, nog 5 miljoen dollar van de vraagprijs had afgepingeld. Munger zei daar nadien over: 'De deal zou zijn afgesprongen als we 100.000 dollar meer hadden moeten betalen. Zo dom waren we toen.'

See's Candies stelde niet teleur. De overnamepremie was snel terugverdiend. Meer nog, op de aandeelhoudersvergadering van Berkshire Hathaway in 2019 liet Buffett optekenen dat de chocoladeproducent door de jaren heen zo'n 2 miljard dollar aan operationele winst in het laatje heeft gebracht. Een veelvoud van de 25 miljoen dollar die initieel voor de onderneming werd betaald. Het succes van de investering bevestigde Mungers denkbeeld dat meer betalen voor kwaliteit gerechtvaardigd kan zijn. In plaats van uitsluitend naar de onderliggende tastbare waarde van een onderneming te kijken, heeft Buffett sinds de overname van See's Candies ook oog voor zaken zoals merksterkte, intellectuele eigendommen en klantenbestanden. Hij was nu zelfs bereid om daarvoor een flinke premie boven op de boekwaarde te betalen. De nieuwe visie van Buffett luidde een volgende fase in voor Berkshire Hathaway. Als hij had vastgehouden aan zijn vroegere overtuigingen, was van latere investeringen zoals in Coca-Cola nooit sprake geweest. Iedereen weet dat die aankoop uit 1988 een schot in de roos was. De overname van See's Candies had bij Buffett duidelijk iets teweeggebracht en betekende een keerpunt in zijn carrière. De wedergeboorte van Buffett had als gevolg dat hij behalve een waardebelegger, nu ook een zogenaamde kwaliteitsbelegger was.

Kwaliteitsbeleggen is een strategie die zich in de eerste plaats richt tot uitstekende bedrijven. Pas daarna wordt de prijs in overweging genomen.

Die aanpak vormt de rode draad door dit boek heen. De oorsprong van de stijl gaat nog verder terug dan de overname van See's Candies in 1972. De vader van het waardebeleggen, Benjamin Graham, sprak in de jaren dertig van de vorige eeuw al over bedrijven van hoge en van lage kwaliteit. Echter, het latere verhaal van Buffett en Munger beschouw ik als een goed voorbeeld van hoe zuivere waardebeleggers de meerwaarde van kwaliteit begonnen in te zien. Kwaliteitsbeleggen begon gaandeweg steeds meer aan populariteit te winnen, met name sinds het uiteenspatten van de internetzeepbel, nu ruim twee decennia geleden. Beleggers kregen na het debacle rond de eeuwwisseling meer aandacht voor de daadwerkelijk geboekte winst, solide kasstroomgeneratie en voor een gezonde balans, wat belangrijke aspecten zijn van kwaliteitsbeleggen. Succesvolle fondsbeheerders die de stijl uitdragen, zoals Terry Smith, Nick Train en de inmiddels gepensioneerde Chuck Akre, behaalden uitstekende resultaten door zich uitsluitend te focussen op topkwaliteit.

In dit eerste hoofdstuk ga ik beknopt in op wat wordt verstaan onder kwaliteitsbeleggen en hoe het zich onderscheidt van bekendere strategieën zoals waarde- en groeibeleggen. Tevens heb ik aandacht voor wat de stijl aantrekkelijk maakt, waar mogelijke gevaren liggen en hoe je uiteindelijk kenmerken van verschillende strategieën tot een winnend geheel kunt laten versmelten.

KWALITEITSBELEGGEN

Kwaliteitsbeleggen is een strategie die erop gericht is om bedrijven met uitstekende kwaliteitskenmerken te identificeren op basis van een reeks duidelijk gedefinieerde criteria. Maar wat kwaliteit inhoudt, is een ruim en subjectief begrip, waardoor een eenduidige definitie van de strategie moeilijk te vormen is. Eerder genoemde beleggers zullen vermoedelijk enkele gemeenschappelijke basiscriteria hanteren maar vervolgens met eigen accenten voor de kruiding zorgen.

Bepaalde eigenschappen verlangt zo goed als elke kwaliteitsbelegger van de bedrijven die in aanmerking komen voor zijn portefeuille. Je zou kunnen stellen dat ze de basis vormen van de stijl. Denk aan kwantitatieve criteria

zoals een trackrecord van meerdere jaren omzet- en winstgroei en een hoog rendement op geïnvesteerd kapitaal. Tevens zijn hoge en stabiele winstmarges, robuuste kasstroomgeneratie en een gezonde balans met weinig en beheersbare schulden kenschetsend voor de strategie. Maar het gebruik van uitsluitend kwantitatieve criteria is niet voldoende om tot een geschikte selectie te komen. Ook kwalitatieve criteria, die beschrijvend van aard zijn, worden in beschouwing genomen. Het maken van goede inschattingen is daarbij essentieel. Denk aan duidelijk structureel groeipotentieel, aan marktleiderschap en aan duurzame competitieve voordelen. Ook zijn competente en integere managers, een mate van prijszettingmacht en recessiebestendigheid kenmerkend voor kwaliteitsbedrijven.

Voordat je je laptop openvouwt en koortsachtig op zoek gaat naar bedrijven die aan deze criteria voldoen, stel ik voor om eerst verder te lezen, want als iets te mooi lijkt om waar te zijn, dan is dat meestal ook zo. Dat geldt zeker op de financiële markten boordevol geslepen jongens die er geen seconde voor zullen terugdeinzen om je de kaas van het brood te eten.

Als het zo makkelijk is 's werelds beste bedrijven aan te schaffen, waarom doet niet iedereen dit? Daar is een eenvoudige verklaring voor die samen te vatten is in één woord, namelijk waardering.

Topkwaliteit wordt door de markt naar waarde geschat, waardoor kwaliteitsaandelen hogere waarderingen krijgen dan de markt in zijn geheel. Niet zelden, zeker de voorbije jaren, kun je zowaar spreken van stratosferische hoogten. En daar wringt het schoentje voor veel beleggers, aangezien velen op een of andere manier wel beïnvloed zijn door het waardebeleggen zoals Benjamin Graham en de jonge Warren Buffett het voordeden. Het voelt niet goed om prijzen te betalen die vlot tot boven twintig keer de winst uitstijgen.

Soms is de premie gerechtvaardigd en blijken de aandelen achteraf alsnog goedkoop te zijn geweest. Je kon bijvoorbeeld in 1973 circa 281 keer de winst voor L'Oréal en 51 keer de winst voor Nestlé betalen en daarmee in 2020 een geannualiseerd rendement van 7% neergezet hebben. Daarmee zou je de MSCI World Index³ over diezelfde periode hebben verslagen. Maar er zijn

3 De MSCI World Index is een wereldwijde aandelenindex bestaande uit een groot aantal grote en middelgrote ondernemingen uit 23 ontwikkelde landen.

ook genoeg voorbeelden te vinden van kwaliteits aandelen die te duur waren, waardoor beleggen in een uitstekende onderneming toch een slechte investering werd. Zoals steeds geldt dat de prijs altijd afgezet moet worden tegen wat je ervoor in de plaats krijgt alvorens je kunt stellen of iets duur of goedkoop is. Goedkoop en duur zijn relatieve begrippen. Daar wil ik aan toevoegen dat hoe korter je beleggingshorizon is, hoe belangrijker de factor waardering wordt. Over een tijdspanne van pakweg twintig jaar zullen de prestaties van de onderliggende organisatie veel zwaarder doorwegen in je resultaat dan de initiële prijs die je betaalde voor het aandeel. Aspirant-kwaliteitsbeleggers zullen moeten wennen aan het feit dat in normale marktomstandigheden aan topkwaliteit een duchtig prijskaartje hangt.

VERSCHILLEN TUSSEN WAARDE- EN GROEIBELEGGEN

Kwaliteitsbeleggen verschilt qua aanpak met het beter gekende waarde- en groeibeleggen. In de volgende alinea's probeer ik bondig de belangrijkste verschillen bloot te leggen. Houd rekening met het feit dat er in de praktijk vaak raakpunten en overlappingsen zijn te vinden tussen de benaderingen, waardoor de praktijk minder zwart-wit is dan ik hier laat uitschijnen. Buffett, wie anders, zei zelfs ooit dat er helemaal niet zoiets bestaat als groeiaandelen en waarde aandelen. Groei is namelijk een belangrijke component bij het berekenen van waarde. Echter, om de discrepanties duidelijk te kaderen, ga ik de stijlen toch tegenover elkaar plaatsen.

Een waardebelegger streeft ernaar een onderneming ruim onder haar intrinsieke waarde aan te kopen en wacht vervolgens tot de beurskoers en de intrinsieke waarde elkaar zullen tegenkomen (hopelijk door een stijgende beurskoers en niet door een dalende intrinsieke waarde). De betaalde prijs is van groot belang. Een kwaliteitsbelegger daarentegen zoekt in eerste instantie naar ondernemingen met uitstekende kwaliteitskarakteristieken en zal pas daarna bepalen hoeveel hij bereid is hiervoor te betalen. De prijs is van ondergeschikt belang.

Een waardebelegger speurt naar goede bedrijven tegen een, voor hem, uitstekende prijs, terwijl een kwaliteitsbelegger uitstekende bedrijven zoekt, het liefst tegen een goede prijs.
