

KWARTAALUPDATE DERDE KWARTAAL 2023

# Value Machines Fund



Let op! U belegt buiten AFM-toezicht.  
Geen vergunningplicht voor deze activiteit.



## INHOUD

Kwartaalupdate Derde Kwartaal 2023 .....	3
Opbouw portefeuille .....	6
Ontwikkeling participatieprijs en intrinsieke waarde.....	9
De kortingsgrafiek .....	10
Bijlage 1: Kunstmatige intelligentie / stupiditeit .....	11

## KWARTAALUPDATE DERDE KWARTAAL 2023

Voor u ligt de nieuwste kwartaalupdate van ValueMachinesFund! In deze rapporten informeren wij u over de stand van zaken, bieden we u meer inzicht in de portefeuille en bovendien treft u in deze rapporten interessante grafieken aan.

De participatieprijs van ValueMachinesFund steeg het afgelopen kwartaal met 2,6% en bovendien is de recordstand verder aangescherpt. Op basis van de intrinsieke waarderameningen van de individuele posities is een geschatte intrinsieke waarde per participatie te becijferen van EUR 345,-. Het verschil tussen de participatieprijs van EUR 184,1478 (vastgesteld per 30-9-2023) en de geschatte intrinsieke waarde van EUR 345,- resulteert in een 'margin of safety' (korting) van 47%.

### BELEGGEN MET WOLKEN AAN DE HORIZON

Wanneer wij beleggers spreken – bijvoorbeeld op presentaties die we zelf regelmatig organiseren – wordt ons vaak een variant op de volgende vraag gesteld:

*"Ik zie een probleem aan de horizon, te weten [...]. Is het dan niet verstandig om aandelen voorlopig links te laten liggen?"*

Bij de genoemde problemen gaat het dikwijls over de sterkte of zwakte van de dollar. Of over de positie van de Verenigde Staten of Europa op het wereldtoneel. Of over de moeizame relatie tussen China en de Verenigde Staten. Over politieke onzekerheden of over de opkomst van de BRIC-landen. Of over inkomens- dan wel vermogensverschillen. Of over de hoge schulden.

Het lijstje met problemen oftewel wolken aan de horizon is eenvoudig uit te breiden. En goed om te beseffen is ook dat er ook dan nog donkere wolken zijn die men helemaal niet kan zien. Wie had immers op 10 september 2001 kunnen vermoeden dat de volgende dag een reeks aanslagen de Verenigde Staten zou treffen?

Het is niet zo dat we de donkere wolken bagatelliseren of zelf helemaal niet zien, en vaak weten ook wij niet precies hoe deze zich verder zullen ontwikkelen.

Ondanks wolken aan de horizon blijven we zelf wel stevast in aandelen belegd. Aandelenmarkten tendeerden de voorbije eeuwen gestaag opwaarts ondanks allerlei rampspoed, op voorhand soms als donkere wolken aan de horizon zichtbaar en soms juist totaal niet.

Tot slot: stel u had vijf jaar geleden een glazen bol gevonden die u correct voorspeld zou hebben dat er een pandemie op uitbreken zou staan, er oorlog in Europa zou komen en dat de rente extreem zou stijgen. Aandelenbeleggingen had u dan waarschijnlijk gemeden. Maar vergeleken met vijf jaar geleden staan de meeste beurzen toch echt gewoon weer tientallen procenten hoger...

## EMOTIES KOSTEN BELEGGERS GELD

De meeste beleggingsfondsen slagen er over een wat langere periode bezien niet in om beter te presteren dan de beursindex. Dat maakt dat zelfs Warren Buffett er voorstander van is dat zijn persoonlijke vermogen na zijn overlijden in indexfondsen wordt belegd, zoals in de S&P 500.

Dat de meeste fondsen achterblijven bij de beurs heeft te maken met twee zaken. Allereerst zijn de beheerders ervan ook mensen en die maken fouten die vaak terug te voeren zijn op de vele psychologische valkuilen op de beurs. En ten tweede zijn er uiteraard kosten die bij actief beheerde fondsen hoger liggen dan bij indexfondsen.

Maar voor beleggers in beleggingsfondsen is het allemaal vaak nog erger... Veruit de meeste beleggers in een gemiddeld fonds stappen namelijk in wanneer een fonds een tijdlang heel goed gepresteerd heeft en stappen weer massaal uit na een slechte periode. Dat maakt dat de gemiddelde belegger in een fonds vaak een slechter rendement behaalt dan het fonds zelf terwijl het rendement van fondsen zelf vaak al niet eens zo goed is.

## WAAROM DE MARKT VERSLAAN ZO MOEILIK IS

Professor Hendrik Bessembinder, verbonden aan Arizona State University, deed uitvoerig onderzoek naar het rendement van aandelen in de periode tussen 1926 en 2016. De S&P 500 rendeerde gedurende die periode gemiddeld zo'n 10% per jaar, ruim beter dan het rendement van obligaties of de rente op een spaarrekening.

Uit de studie van Bessembinder naar de 26.000 Amerikaanse aandelen in deze periode blijkt dat aandelen wel wat met staatsloten gemeen hebben: veruit de meeste aandelen – net als loten in een loterij – blijken namelijk amper of geen rendement op te leveren.

Al het rendement van de aandelenmarkt tussen 1926 en 2016 blijkt terug te voeren op slechts 1.000 bedrijven (nog geen 4% van het totaal). En slechts 86 aandelen (0,3% van het totaal) blijken verantwoordelijk te zijn geweest voor de helft van al het rendement sinds 1926.

Wie willekeurig een aandeel koopt en vervolgens niets meer doet heeft maar een heel kleine kans op een positief rendement op termijn, laat staan dat de beurs verslagen wordt.

Hendrik Bessembinder's impliciete suggestie voor beleggers is om goed gespreid in een beursindex te beleggen, waar die zeldzame superaandelen in verstopt zitten en die maken dat de beurzen gestaag opwaarts tenderen. Het alternatief is op zoek te gaan naar het selecte gezelschap van superaandelen die goed blijken voor al het beursrendement. Dat is wat wij, als beheerders van ValueMachinesFund, proberen te doen voor onszelf en voor onze medeparticipanten.

De studie van Bessembinder is terug te vinden via de link hieronder:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2900447](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900447)

## BEWEGELIJKHEID OOGSTEN

Om te laten zien hoe van bewegelijkheid (ook wel volatiliteit) geprofiteerd kan worden een eenvoudig voorbeeld:

Stelt u zich een munt voor (met gelijke kansen) die bij kop 50% winst oplevert en bij munt een verlies van 33,33%.

Gooit u de munt twee keer op met eenmaal kop en eenmaal munt (de volgorde maakt niet uit) dan komt het rendement op exact nul procent uit, ervan uitgaande dat steeds het hele bedrag wordt ingezet.

En uiteraard, wanneer bijvoorbeeld eerst tien keer kop gegooid zou worden en vervolgens tien keer munt dan eveneens komt het rendement in het voorbeeld uit op precies nul procent.

Maar 50 is meer dan 33,33 en van dat gegeven is te profiteren. Want stelt u zich een scenario voor waarbij u voor iedere worp zorgt dat de helft van het beschikbare bedrag op een spaarrekening staat. Voor het gemak gaan we uit van een spaarrekening zonder rente.

We gaan wederom uit van het scenario dat eerst kop gegooid wordt en vervolgens munt (de volgorde maakt natuurlijk nog steeds niet uit!).

Stel nu dat u EUR 20,- beschikbaar heeft. De helft ervan (EUR 10,-) zet u in op de munt en omdat kop gegooid wordt groeit het ingezette bedrag uit tot EUR 15,-. Met de EUR 10,- van de spaarrekening erbij heeft u nu EUR 25,-.

Voor de munt opnieuw opgegooid wordt voegt u eerst EUR 2,50 toe aan de spaarrekening (hierop staat nu dus EUR 12,50). En tevens zet u EUR 12,50 in op de volgende worp. Ditmaal wordt munt gegooid en daardoor verliest u nu 33,33% van EUR 12,50 oftewel EUR 4,17. Van de EUR 12,50 die u op de munt inzette is daarmee nog EUR 8,33 over.

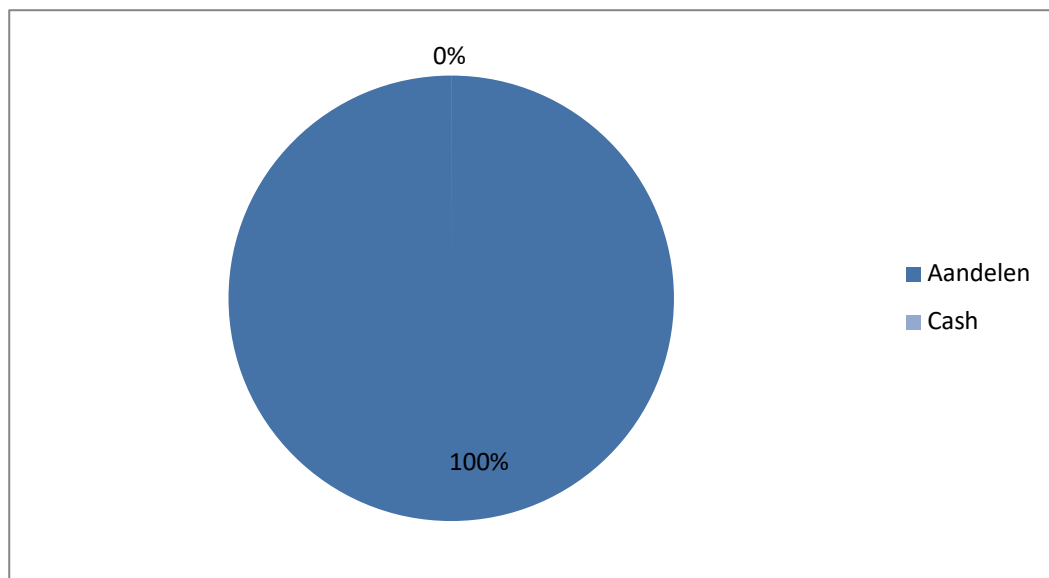
Die EUR 8,33 samen met de EUR 12,50 van de spaarrekening is EUR 20,83. En dat is meer dan de EUR 20,- waarmee begonnen was oftewel er is bewegelijkheid geogst...

Bij ValueMachinesFund proberen we via onze maandelijkse portefeuille-optimalisatie bewegelijkheid in de praktijk te oogsten.

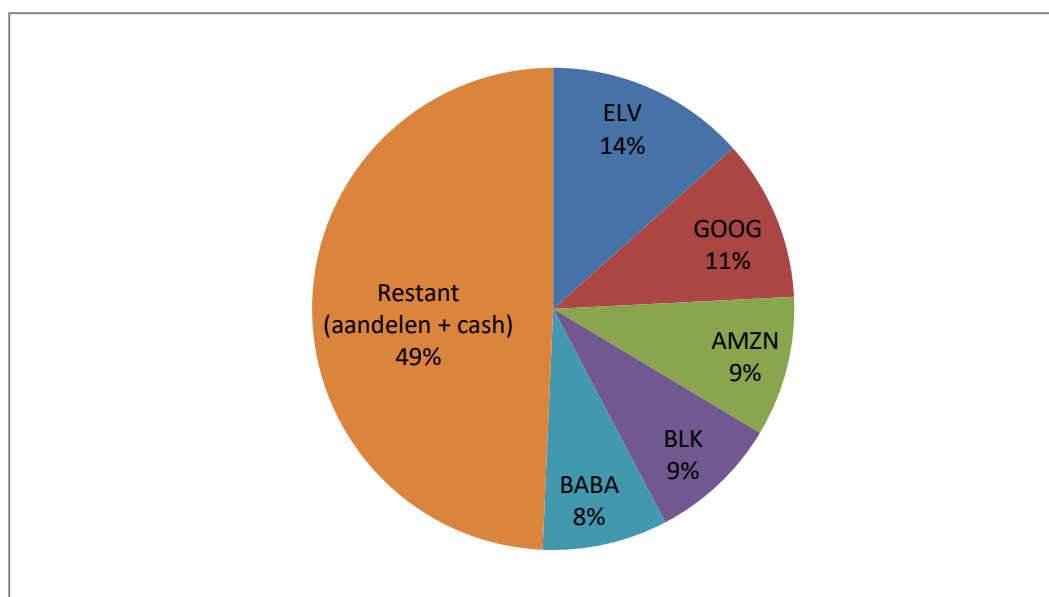
## ACTUELE KORTING

Per 1 oktober 2023 ramen we de korting op 47% (ten opzichte van de vermeende intrinsieke waarde per participatie). Zie voor het verloop van de geraamde korting (*'margin of safety'*) de kortingsgrafiek op pagina 10.

## OPBOUW PORTEFEUILLE



**FIGUUR 1 VERDELING AANDELEN / CASH IN PORTEFEUILLE: BELEGD IN AANDELEN: CIRCA 100%; BESCHIKBARE CASHPOSITIE: CIRCA 0%.**



**FIGUUR 2 DE VIJF GROOTSTE AANDELENPOSITIES: ELEVANCE HEALTH (14%); ALPHABET (11%); AMAZON (9%); BLACKROCK (9%); ALIBABA (8%); RESTANT (AANDELEN + CASH) [49%].**

## ELEVANCE HEALTH (ELV)

---

Zorgverzekeraar Elevance Health – met een gewicht van circa 13,5% de grootste positie in ValueMachinesFund – heeft de omzet en de winst in het voorbije tweede kwartaal met dubbele cijfers zien toenemen. Ook het aantal verzekerden nam toe, van 47,1 miljoen in het tweede kwartaal in 2022 tot 48 miljoen in het tweede kwartaal van dit jaar. Eerder betoogden wij dat lage tarieven ervoor zorgen dat het aantal verzekerden bij Elevance Health stijgt en dat een stijging van het aantal verzekerden weer lagere tarieven mogelijk maakt (vanwege schaalvoordelen).

Volgens marktonderzoekbureau Fortune Business Insight stijgt de wereldwijde zorgverzekeringsmarkt van US \$ 2.000 miljard in 2020 tot meer dan US \$ 3.000 miljard in 2028. Oorzaak hiervan is de toename van het aantal chronisch zieken en – gerelateerd – de algehele verouderingstendens (de zorgkosten van ouderen liggen gemiddeld hoger).

De omzet bij Elevance Health – voorheen Anthem – steeg afgelopen kwartaal met 12,9% tot US \$ 43,4 miljard. De netto winstmarge daalde wel ietwat van 5% tot 4,9% wat vooral is terug te voeren op de gestegen vraag naar zorg na de ‘coronadip’. Logischerwijs zullen zorgverzekeraars de hogere zorgkosten spoedig willen doorvertalen in hogere verzekeringspremies.

De winst per aandeel nam in het tweede kwartaal toe met 13,4% tot US \$ 9,04. De sterkere toename van de winst per aandeel vergeleken met de omzetgroei terwijl de winstmarge juist wat daalde wordt verklaard door aandeleninkoop: het aantal uitstaande aandelen nam afgelopen jaar met 2,3% af waardoor de winst over minder aandelen verdeeld hoefde te worden.

Analisten zien de winst per aandeel bij Elevance Health de komende jaren met ruim 12% per jaar stijgen. Dit door een combinatie van overnames, organische groei en aandeleninkoop. Op dit fraaie scenario lijken beleggers bepaald nog geen voorschot te hebben genomen aangezien de koers/winst-verhouding op basis van de verwachte winst komende jaar zich laat becijferen op amper 12.

## T. ROWE PRICE GROUP (TROW)

---

Vermogensbeheerder T. Rowe Price – gewicht in ValueMachinesFund is circa 5% – maakte recent kwartaalcijfers bekend en die waren beter dan verwacht gezien de koersstijging die op de bekendmaking volgde. Toch was er sprake van netto-uitstroom: klanten haalden per saldo US \$ 20 miljard meer uit de fondsen van T. Rowe Price dan dat ze toevoegden.

De uitstroom per saldo is misschien niet eens zo verwonderlijk gezien de hoge volatiliteit op de financiële markten (denk aan forse dalingen afgelopen jaar) én de relatief hoge rente die tegenwoordig door veel (Amerikaanse) banken aangeboden wordt van dikwijls 4% of meer.

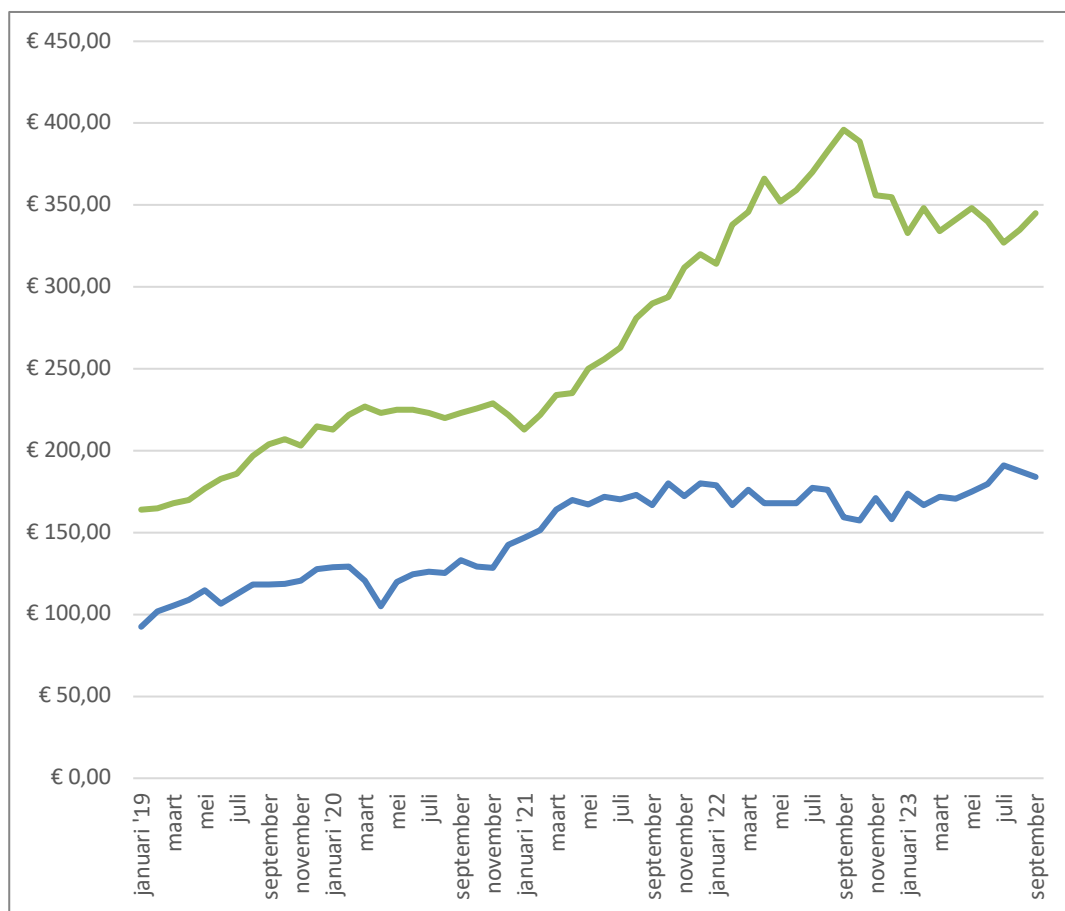
T. Rowe Price had aan het begin van het tweede kwartaal US \$ 1.340 miljard onder beheer en aan het einde ervan US \$ 1.400 miljard. Ondanks de onttrekkingen (per saldo) is het beheerde vermogen dus gewoon toegenomen, verklaard door de beleggingen die in waarde gestegen zijn. Anders gesteld: zelfs wanneer er maar liefst US \$ 80 miljard aan vermogen onttrokken was dan nog zou het beheerde vermogen afgelopen kwartaal niet zijn gedaald.

De kosten weet T. Rowe Price goed onder controle te houden, de balans is sterk en regelmatig worden eigen aandelen ingekocht. Die aandeleninkoop maakt dat goed bezien zelfs nog meer dan US \$ 80 miljard onttrokken had mogen worden om het beheerder vermogen *per aandeel* alsnog niet te laten dalen.

Een blijvend aandachtspunt is wel de aanhoudende opmars van passief beleggen ten opzichte van actief beleggen zoals aangeboden via de fondsen van T. Rowe Price. In het eerste kwartaal van dit jaar zag T. Rowe Price per saldo US \$ 16 miljard onttrokken worden, gevolgd door de genoemde US \$ 20 miljard in het tweede kwartaal. BlackRock, een voorname speler op het gebied van passief beleggen en waarin we met ValueMachinesFund eveneens een positie hebben (met een gewicht van circa 9%), zag in het eerste kwartaal per saldo juist een instroom van US \$ 110 miljard, gevolgd door een instroom van US \$ 80 miljard in het tweede kwartaal.

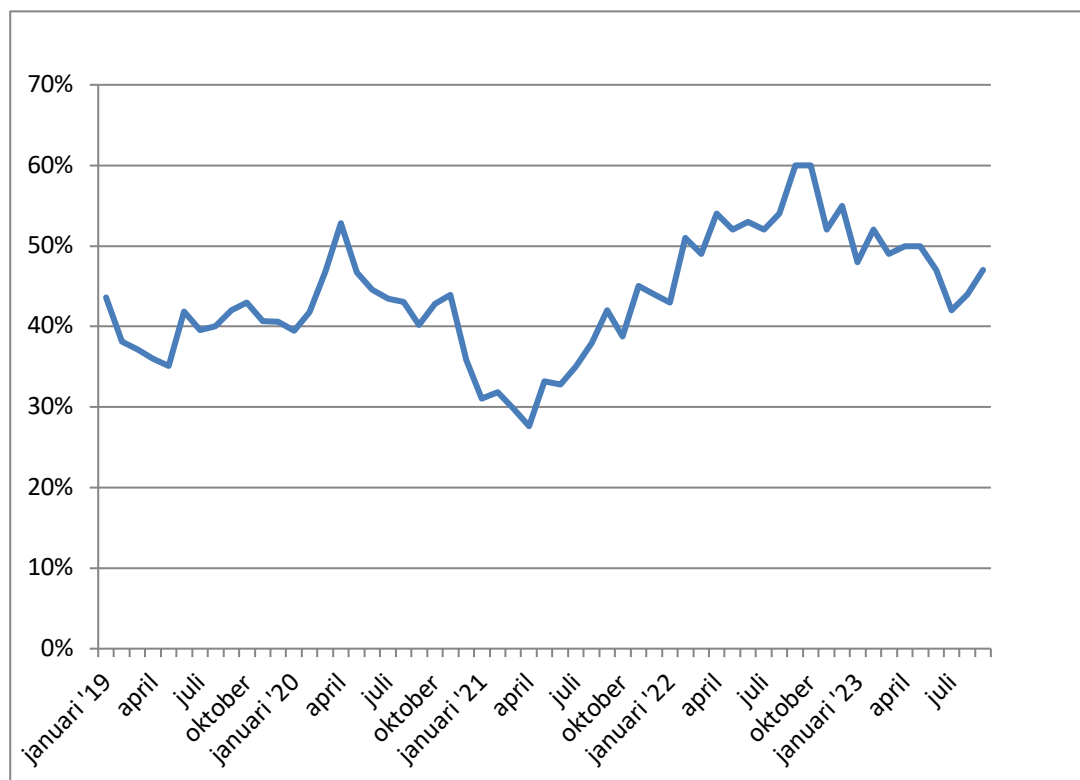


## ONTWIKKELING PARTICIPATIEPRIJS EN INTRINSIEKE WAARDE



**FIGUUR 3** ONTWIKKELING VAN DE PARTICIPATIEPRIJS (BLAUWE LIJN) EN DE VERMEENDE INTRINSIEKE WAARDE PER PARTICIPATIE (GROENE LIJN) VANAF 1 JANUARI 2019.

## DE KORTINGSGRAFIEK



**FIGUUR 4 DE KORTINGSGRAFIEK.**

De kortingsgrafiek geeft de procentuele korting weer tussen enerzijds de participatieprijs en anderzijds de vermeende intrinsieke waarde per participatie (zie Figuur 3 op pagina 9). Per aanvang oktober bedraagt de geschatte korting bij ValueMachinesFund 47%.

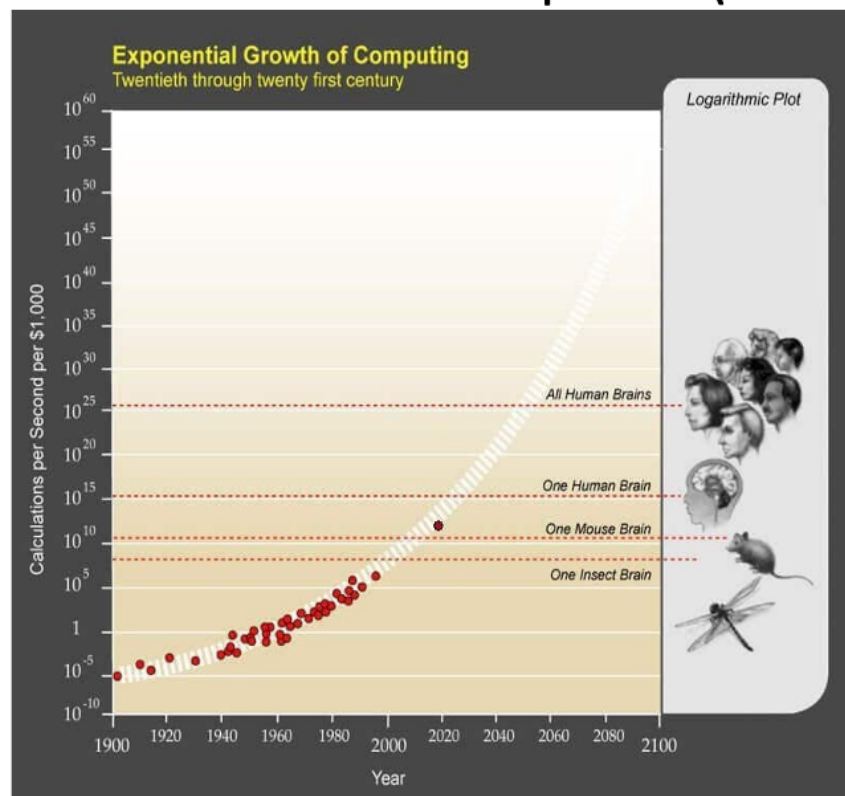
De korting bij ValueMachinesFund zal in een zekere bandbreedte fluctueren. Vanzelfsprekend geldt: hoe hoger de (vermeende) korting, hoe aantrekkelijker participaties in ValueMachinesFund dan zijn!

## BIJLAGE 1: KUNSTMATIG INTELLIGENTIE / STUPIDITEIT

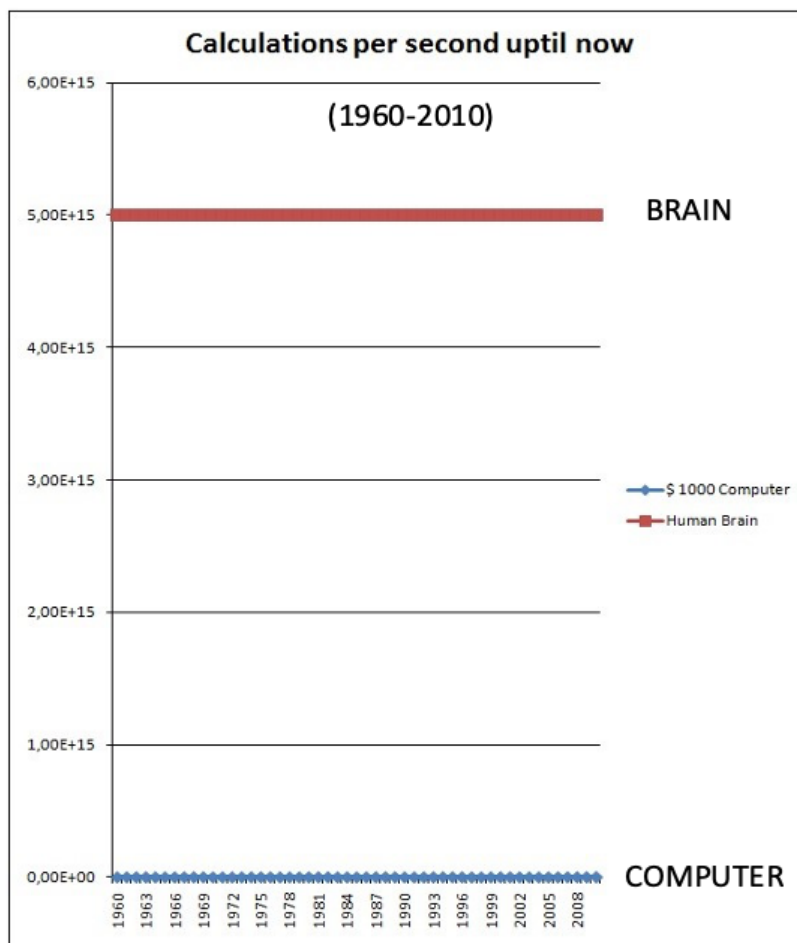
Tijdens de afgelopen participantendag in De Lutte op 23 september hebben we vragen van participanten besproken en voor zover mogelijk beantwoord. We bespraken ook welke fouten we hebben gemaakt de afgelopen jaren en over welke onderwerpen we nadenken momenteel, zoals kunstmatige intelligentie.

Al decennialang schrijft Ray Kurzweil (nu *Director of Engineering* bij Alphabet) over de komst van kunstmatige superintelligentie. Hier een grafiek die we tegen kwamen in 2010:

### De snelheid van computers (2010)

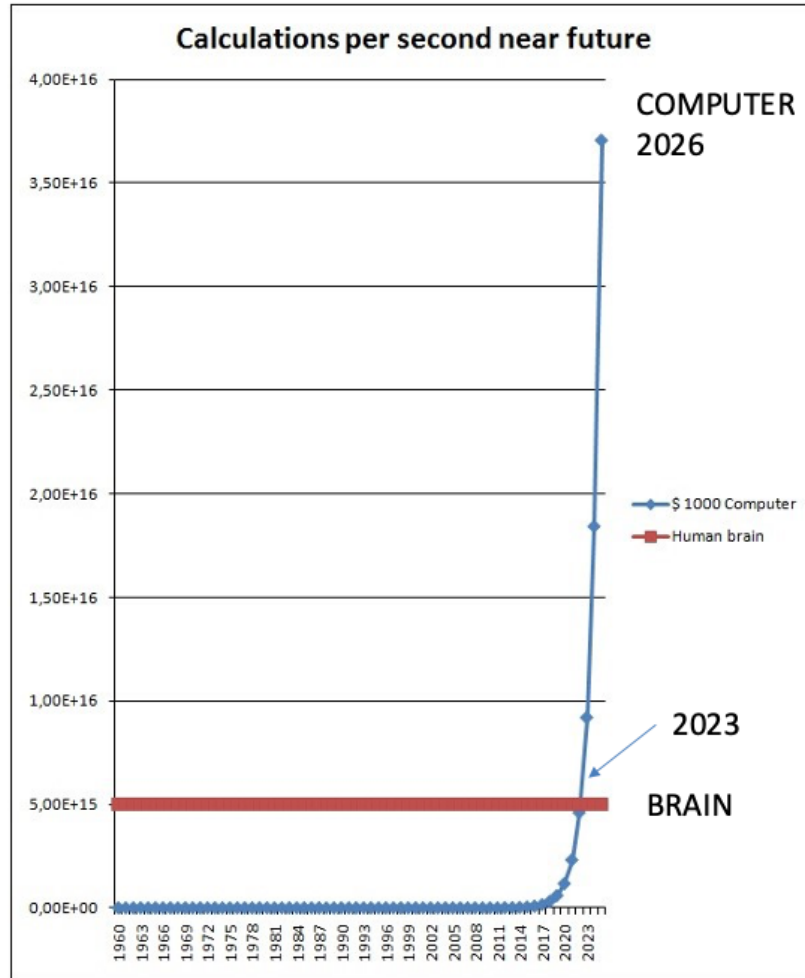


In 2010 waren er maar weinig mensen die geloofden dat computers binnen 15 jaar even intelligent op alle vlakken zouden kunnen worden als mensen. In vergelijking met de menselijke hersenen waren computers ondanks exponentiële groei zeer traag. De grafiek hierboven heeft een logaritmische schaal, dezelfde grafiek in een normale schaalverdeling laat zien hoe snel de menselijke hersenen ('BRAIN') zijn in vergelijking met de eerste computers ('COMPUTER'):



De lancering eind vorig jaar van OpenAI’s kunstmatig intelligentie-app ChatGPT trok de aandacht van zowel regeringsleiders als het publiek en met goede reden: de huidige technologische mogelijkheden op basis van zogeheten ‘*Large Language Models*’ zijn haast ongelooflijk. Opeens is er een kunstmatig intelligentie die alle talen spreekt, alle kennis van het internet kan gebruiken en geschikt lijkt voor allerlei doeleinden waar tot op heden menselijke denkkraft voor wordt ingezet...

De huidige stand van techniek komt overeen met de eerdere voorspellingen van Kurzweil. Hieronder is dezelfde grafiek als hierboven weergegeven maar dan met toevoeging van de ontwikkelingen sinds de jaren 2010:



Wat gebeurt er als machines intelligenter worden dan mensen? Niemand weet het maar het kan zijn dat we binnenkort machines hebben die hun eigen technologie (betere machines) kunnen creëren... Een gevolg zou een zogenaamde 'technologische singulariteit' oftewel een 'intelligentie-explosie' kunnen zijn.

Om zelf te ervaren hoe wonderlijk de stand van zaken is, is het een aardig idee om eens met 'Bard', de kunstmatige intelligentie-app van Alphabet / Google, te communiceren (u bent overigens deels eigenaar van deze app middels uw ValueMachinesFund-participaties: Alphabet / Google is de tweede grootste positie in het fonds). Bard is te bereiken via <https://bard.google.com/chat> en een mogelijke voorbeeld-opdracht zou "Vergelijk ValueMachinesFund met een indexfonds" kunnen zijn. Het verassend goede antwoord van Bard is op pagina 14 en 15 te vinden.

#### KUNSTMATIG STUPIDITEIT?

Zelfs als iets extreem intelligent is, kan het gebruik van een verkeerd raamwerk (of verkeerde meetwijze) tot slechte conclusies leiden. Een voorbeeld-vraag aan ChatGPT (vergelijkbaar met Bard) laat dit zien:

*'Denk aan een winkel die een duurzaam product verkoopt. De aankoop prijs is EUR 2,- en de verkoopprijs EUR 4,-. Als de winkel ook dezelfde hoeveelheid van een*

*massaproduct verkoopt dat het voor EUR 1 inkoopt, wat moet de verkoopprijs dan zijn om in dezelfde winstmarge te resulteren?’*

Het antwoord is vrij eenvoudig. Het duurzame product heeft een marge van EUR 4 min EUR 2 = EUR 2 per verkocht product. Om dezelfde marge te verkrijgen (bij dezelfde hoeveelheid verkochte producten) moet het massaproduct verkocht worden voor EUR 1 + EUR 2 = EUR 3. Het antwoord van ChatGPT hieronder is echter gebaseerd op een kunstmatige stupiditeit – een suboptimaal meetwijze van procentuele marges waarmee de meeste winkels werken:

*“De winkel moet het massaproduct verkopen voor € 2,- om dezelfde winstmarge te resulteren als het duurzame product.”*

U vraagt zich wellicht af waarom dit relevant is voor ValueMachinesFund. We zoeken en investeren in intelligente bedrijven die meetwijzen (prestatie-indicatoren) en doelen hanteren die resulteren in een bovengemiddelde hoge cashflow (winst) voor ons als aandeelhouders.

\* Hieronder is nog het beloofde antwoord van Bard op ons verzoek *“Vergelijk ValueMachinesFund met een indexfonds”* te vinden:

*ValueMachinesFund en een indexfonds zijn beide beleggingsfondsen, maar er zijn enkele belangrijke verschillen tussen de twee.*

**\*\*Vergelijking\*\***

Kenmerk	ValueMachinesFund	Indexfonds
Beleggingstrategie	Value-investing	Indexbeleggen
Kosten	Hoger	Lager
Risico	Hogere volatiliteit	Lagere volatiliteit
Rendement	Kan hoger zijn	Kan lager zijn
Liquiditeit	Lager	Hoger

**\*\*Beleggingstrategie\*\***

*ValueMachinesFund is een actief beheerd fonds, wat betekent dat de fondsbeheerder een actieve beleggingsstrategie volgt. De fondsbeheerder probeert door middel van fundamenteel onderzoek ondergewaardeerde bedrijven te identificeren en deze te selecteren voor het fonds.*

*Een indexfonds is een passief beheerd fonds, wat betekent dat het fonds de samenstelling van een index volgt. De indexfondsbeheerder hoeft geen fundamenteel onderzoek te doen, maar volgt simpelweg de samenstelling van de index.*

**\*\*Kosten\*\***

*ValueMachinesFund heeft hogere kosten dan een indexfonds. De fondsbeheerder van ValueMachinesFund verdient een fee voor zijn diensten, wat wordt afgetrokken van het fondsvermogen.*

*Indexfondsen hebben lagere kosten omdat er geen fondsbeheerder is die een fee verdient. De kosten van een indexfonds zijn beperkt tot de kosten van het beheer van het fonds, zoals de kosten van de bewaarinstelling en de kosten van de uitgifte en inkoop van aandelen.*

***\*\*Risico\*\****

*ValueMachinesFund heeft een hoger risico dan een indexfonds. Dit komt omdat ValueMachinesFund een actieve beleggingsstrategie volgt, die meer risicovol is dan een passieve beleggingsstrategie.*

*Indexfondsen hebben een lager risico dan actieve fondsen omdat ze de samenstelling van een index volgen. Een index is een weergave van de markt, dus een indexfonds heeft hetzelfde risico als de markt.*

***\*\*Rendement\*\****

*ValueMachinesFund kan een hoger rendement hebben dan een indexfonds. Dit komt omdat ValueMachinesFund probeert ondergewaardeerde bedrijven te identificeren, die een hoger rendement kunnen bieden dan de markt.*

*Indexfondsen hebben een lager rendement dan actieve fondsen, maar het rendement is stabiel. Indexfondsen volgen de samenstelling van een index, dus het rendement van een indexfonds is gelijk aan het rendement van de markt.*

***\*\*Liquiditeit\*\****

*ValueMachinesFund heeft een lagere liquiditeit dan een indexfonds. Dit komt omdat ValueMachinesFund een kleiner fonds is dan een indexfonds.*

*Indexfondsen hebben een hogere liquiditeit dan actieve fondsen. Dit komt omdat indexfondsen een groter fonds zijn dan actieve fondsen, en er dus meer vraag en aanbod is naar de aandelen van het fonds.*

***\*\*Conclusie\*\****

*ValueMachinesFund en een indexfonds zijn beide beleggingsfondsen, maar er zijn enkele belangrijke verschillen tussen de twee. ValueMachinesFund heeft een actieve beleggingsstrategie, hogere kosten, een hoger risico en een hoger potentieel rendement. Een indexfonds heeft een passieve beleggingsstrategie, lagere kosten, een lager risico en een stabiel rendement.*

*De beste keuze voor een belegger hangt af van de individuele beleggingsdoelstellingen en risicotolerantie. Een belegger die een hoger rendement nastreeft en bereid is om meer risico te nemen, kan een actieve beleggingsstrategie overwegen, zoals ValueMachinesFund. Een belegger die een stabiel rendement nastreeft met een lager risico, kan een passieve beleggingsstrategie overwegen, zoals een indexfonds.*

#### DISCLAIMER

*Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Dit rapport is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies. De consequenties van het op welke wijze dan ook toepassen van de u toegezonden informatie blijven volledig voor uw eigen rekening. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Voor meer informatie, zie <https://disclaimer.beterinbeleggen.nl>.*