

Whitepaper VEB Stijlbeleggen

Introductie

VEB Stijlbeleggen is bedoeld als hulpmiddel voor beleggers in individuele aandelen. Het bestaat uit zogeheten stockscreens, verzamelingen van aandelen die geselecteerd worden op basis van een aantal vooraf vastgestelde criteria.

Stockscreens zijn een efficiënt instrument voor beleggers in de zoektocht naar mogelijk interessante beleggingen en wordt daarom veel toegepast door professionele beleggers. Deze stockscreens kunnen als startpunt dienen voor beleggers in de zoektocht naar beleggingen van voorkeur.

In dit Whitepaper wordt de werking van stockscreens toegelicht en achtergronden geschetst bij de gebruikte maatstaven¹.

Lees ook dit www.veb.net/disclaimer voor gebruik.

Inhoud

1. Uitgangspunt
2. Beleggingsstijlen
3. Methode
4. Beperkingen

1. Uitgangspunt

VEB Stijlbeleggen toont een selectie van aandelen op basis van een tiental beleggingsstijlen en beperkt zich daarbij tot de aandelen uit de brede Europese Stoxx 600 index².

De Stoxx 600 bestaat uit de belangrijkste grote, middelgrote en kleine beursgenoteerde ondernemingen uit 17 Europese landen. Gezamenlijk representeren ze circa 90 procent van de vrij verhandelbare stukken binnen de Europese kapitaalmarkt.

De aandelen zijn onderverdeeld in 19 sectoren³.

Sectoren

¹ Voor vragen kunnen VEB-leden contact opnemen met de beleggersservice via: vragen@veb.net

² Het betreft de aandelen die deel uitmaken van de Stoxx 600 op 1 januari van het lopende kalenderjaar

³ Onderverdeling is congruent aan de classificatie van dataleverancier Factset

Commercial Services	Communications	Consumer Durables	Consumer Non Durables	Consumer Services
Distribution Services	Electronic Technology	Energy Minerals	Finance	Health Services
Health Technology	Industrial Services	Non Energy Minerals	Process Industries	Producer Manufacturing
Retail Trade	Technology Services	Transportation	Utilities	

2. Beleggingsstijlen

In totaal worden tien stock screens gebruikt, gebaseerd op de vier beleggingsstijlen en zes combinaties van deze vier stijlen:

<u>Stockscreens op basis van beleggingsstijlen</u>					
Vier beleggingsstijlen					
Waarde	Groei		Kwaliteit	Dividend	
Zes combinaties van stijlen					
Waarde-groei	Waarde-Kwaliteit	Waarde-dividend	Groei-Kwaliteit	Groei-Dividend	Dividend-Kwaliteit

De aandelen uit de stock screens in de vier beleggingsstijlen voldoen aan de volgende kenmerken.

-Kwaliteit

Binnen deze beleggingsstijl gaat de aandacht uit naar aandelen van ondernemingen die over langere periodes in staat zijn om waarde te creëren voor aandeelhouders en daarom mogelijk profiteren van duurzame concurrentievoordelen. Deze bedrijven zijn over het algemeen in staat om gezonde vrije kasstromen te genereren en beschikken over een stevige balans.

Bekende beleggers die vaak geassocieerd worden met het beleggen in kwaliteitsbedrijven zijn Warren Buffett, Pat Dorsey en Joel Greenblatt.

-Dividend

Dividendbeleggen is investeren in aandelen van ondernemingen die naar verwachting een dividend uitkeren dat relatief hoog is ten opzichte van de beurskoers. Belangrijk daarbij is dat het dividend houdbaar is. Hiervoor moet de gerealiseerde winsten en kasstromen hoger liggen

dan het uit te betalen dividend, zodat dividend uitkeren geen kwestie is van extra schulden maken.

Bekende belegger die vaak geassocieerd wordt met het beleggen in dividendbedrijven is Geraldine Weiss.

-Waarde

Bij waarde-beleggen draait het om de aandelen van ondernemingen die op de beurs laag gewaardeerd worden. Omdat de verwachtingen van beleggers bij deze ondernemingen laag zijn kunnen ze verrassen. Indien de financiële resultaten van deze bedrijven uiteindelijk meevallen kan de waarderingmultiple (bijv. koers/winstverhouding) in de toekomst gaan stijgen, waardoor het aandeel meer waard wordt.

Bekende beleggers die vaak geassocieerd worden met het beleggen in waardebedrijven zijn Benjamin Graham, Seth Klarman en Walter Schloss.

-Groei

Beleggen in groeiaandelen betekent vooral aandacht voor aandelen van ondernemingen waarvan de omzet en winst naar verwachting hard toenemen. Vaak hebben de aandelen van deze bedrijven een relatief hoge waarderingmultiple (bijv. koers/winstverhouding). Bedrijven met veel omzet- en winstgroei zijn echter (regelmatig) in staat om in hun waardering te groeien, waardoor ze op het eerste gezicht 'duur' lijken.

Bekende beleggers die vaak geassocieerd worden met beleggen in groeibedrijven zijn Thomas Rowe Price, Phil Fisher en Ron Baron.

3. Methode

Alle aandelen in een sector worden per maatstaf ingedeeld in 100 gelijke delen. Hoe beter het aandeel van een bedrijf ten opzichte van sectorgenoten scoort, hoe hoger het percentiel.

De percentielen van de diverse maatstaven worden opgeteld tot een totaalscore. Op basis van de totaalscore wordt uit iedere supersector een "best in class" aandeel geïdentificeerd.

De 19 getoonde aandelen per beleggingsstijl vertegenwoordigen de kwantitatief best scorende aandelen in iedere supersector binnen de betreffende stijl.

Per stijl worden de volgende maatstaven gehanteerd.

Kwaliteit	Dividend	Waarde	Groei
ROIC/WACC Ratio	Best Div Yld 1FY	Price Earnings Ratio	EPS growth

5 Year Average ROIC	Best Div Yld 3FY	Price/ Cash Flow Ratio	CPS growth
Working Capital to Sales	Dividend coverage ratio	Price to Book Ratio	BPS growth
Altman's Z-score	FCFE coverage ratio	Enterprise Value to EBITDA	EBITDA growth
Long Term Debt to Total Equity	Long Term Debt to Total Equity	Enterprise Value to Sales	Revenue growth

4. Beperkingen

VEB Stijlbeleggen kan een hulpmiddel voor beleggers zijn in de zoektocht naar mogelijk interessante beleggingen.

Het mag echter op geen enkele manier als advies beschouwd worden. Enkele beperkingen in bruikbaarheid zijn inherent aan het modelmatig beschrijven van de werkelijkheid.

Voorbeelden hiervan zijn de door software (mogelijk) incorrect getoonde en berekende getallen, maar ook getallen die niet de daadwerkelijke onderliggende bedrijfseconomische situatie goed weerspiegelen.

Ook om deze redenen is het goed te bedenken dat de getoonde stockscreens een vertrekpunt tot verdere analyse kan zijn.

Lees voor gebruik van VEB Stijlbeleggen ook de disclaimer: veb.net/disclaimer

+++

Begrippenlijst

Maatstaven Kwaliteit:

ROIC/WACC Ratio

Het rendement op het geïnvesteerd kapitaal (ROIC) vergeleken met de kostenvoet van kapitaal (WACC)

Deze maatstaf laat zien of het bedrijf op het moment in staat is aandeelhouderswaarde te creëren. Indien de ROIC hoger ligt dan de WACC creëert het bedrijf economische winst voor aandeelhouders. Hoe groter het verschil (hoe hoger de ROIC/WACC ratio) des te meer waarde wordt er gecreëerd.

5 Year Average Return on Invested Capital (ROIC)

Het gemiddelde rendement op geïnvesteerd kapitaal over de afgelopen vijf jaar

Een hoog en constant rendement of geïnvesteerd kapitaal (ROIC) duidt vaak op de aanwezigheid van een zogeheten concurrentievoordeel. Hierbij heeft de VEB de gemiddelde ROIC over de afgelopen vijf jaar genomen. De consistentie van de ROIC boven de kostenvoet van kapitaal is over het algemeen belangrijker dan de mate van verschil ten opzichte van de kostenvoet van kapitaal (WACC).

Working Capital to Sales

Het gemiddelde werkkapitaal van de afgelopen twee jaar afgezet tegenover de omzet van het meest recente jaar

Werkkapitaal is een belangrijke motor achter de vrije kasstromen die een onderneming weet te genereren. Het werkkapitaal wordt mede beïnvloed door de machtspositie van een onderneming richting klanten en leveranciers en is daarmee ook een indicator voor de concurrentiepositie.

Altman's Z-score

Een model om de kans op een faillissement in te schatten

Binnen het Altman-model worden ratio's gebruikt om de kans op een faillissement in te schatten. Het model kijkt naar winstgevendheid, activiteit, liquiditeit en solvabiliteit. Bedrijven met een score boven de drie hebben een kleine kans om failliet te gaan, bij een score tussen de 1,81 en 3 valt er onvoldoende te zeggen. Onder de 1,81 is er een reële kans dat het bedrijf in problemen komt.

Long Term Debt to Total Equity

De lange termijnschulden afgezet tegen het eigen vermogen

Schulden zijn verleidelijk in goede tijden, maar kunnen desastreus zijn in mindere tijden. In goede tijden lijken zelfs matige bedrijven door het hefboomeffect van schulden goed te presteren. Bedrijven met een duurzaam concurrentievoordeel hebben over het algemeen weinig of geen schulden nodig. Groei kan worden gefinancierd uit de operationele kasstromen van het bedrijf in plaats van schulden.

Maatstaven Dividend:

Best Div Yld - 1FY

Het verwachte dividendrendement (dividend ten opzichte van de koers van het aandeel) in het huidige boekjaar

De verwachtingen betreffen taxaties van door dataleverancier Bloomberg gepeilde analisten. De hoogte van het dividendrendement is doorslaggevend voor veel beleggers om in een aandeel te beleggen, in het bijzonder wanneer zij beleggen in aanvulling op het pensioen.

Een relatief hoog dividendrendement blijkt daarnaast empirisch een hoger totaalrendement op te leveren, zo blijkt uit langjarig onderzoek. Beleggers moeten wel oppassen, extreem hoge dividendrendementen zijn vaak een waarschuwing en dienen veelal te worden vermeden.

Best Div Yld - 3FY

Het verwachte dividendrendement (dividend ten opzichte van de koers van het aandeel) in het huidige boekjaar

Door ook de taxatie naar de verdere toekomst toe in ogenschouw te nemen, is de kans kleiner dat een eenmalige uitschieter in dividend de resultaten te rooskleurig weerspiegelt. Het getoonde getal zegt iets over consistentie en mate van groei van het dividend ten opzichte van het huidige boekjaar.

Dividend coverage ratio

De nettowinst beschikbaar voor aandeelhouders als deel van het uitbetaalde dividend

De dividend coverage ratio (omgekeerde payoutratio) wordt gebruikt om de veiligheid van het dividend in te schatten. Gedachte daarbij is dat de kans op dividendverlaging groter is als een hoog percentage van de winst wordt uitbetaald.

Grote bedrijven betalen gebruikelijk 40 tot 60 procent van de nettowinst uit in de vorm van dividend. Dat komt overeen met een dividend coverage ratio van 1,7 tot 2,5. Als de dividend coverage ratio onder de 1 duikt staat het dividend op het spel, tenzij sprake is van een eenmalige gebeurtenis.

FCFE coverage ratio

De vrijekastroom beschikbaar voor aandeelhouders (FCFE) gedeeld door het contante dividend en het bedrag aan ingekochte eigen aandelen

De free cash flow to equity (FCFE) vertegenwoordigt de beschikbaar kasstroom nadat rekening is gehouden met de financiering van werkkapitaal en kapitaalinvesteringen. Ook deze maatstaf zegt iets over de houdbaarheid van het huidige dividend. Ratio's boven de 1 zijn over het algemeen gezond als dit tenminste niet het resultaat is van significant extra schuld opbouwen.

Long Term Debt to Total Equity

De lange termijnschulden afgezet tegen het eigen vermogen

Schulden zijn verleidelijk in goede tijden, maar kunnen desastreus zijn in mindere tijden. In goede tijden lijken zelfs matige bedrijven door het hefboomeffect van schulden goed te presteren. Bedrijven met een duurzaam concurrentievoordeel hebben over het algemeen weinig of geen schulden nodig. Groei kan worden gefinancierd uit de operationele kasstromen van het bedrijf in plaats van schulden.

Maatstaven Waarde:

Price Earnings Ratio (P/E)

De koers/winstverhouding, huidige koers van het aandeel ten opzichte van de winst per aandeel over de afgelopen vier kwartalen

Het betreft hier de verwaterde winst per aandeel, aangepast voor aandelenopties, warrants en converteerbare obligaties. Winst wordt vaak gezien als de primaire driver van de waarde van een aandeel en mede daarom ligt de focus van vele beleggingsanalisten op de winst per aandeel.

Uit onderzoek blijkt dat de k/w de meest gebruikte maatstaf is door institutionele beleggers. Volgens diverse onderzoeken blijkt de k/w een voorspellende waarde voor het toekomstig rendement van aandelen.

Price/ Cash Flow Ratio

De koers/kasstroomverhouding. De huidige koers van het aandeel wordt gedeeld door de kasstroom per aandeel over de afgelopen vier kwartalen

Voor veel bedrijven worden de zogeheten "noncash charges", zoals afschrijvingen, opgeteld bij de winst per aandeel om de kasstroom per aandeel te berekenen.

De voorkeur van sommige analisten gaat uit naar kasstromen in plaats van winst omdat kasstromen over het algemeen minder onderhevig zijn aan manipulatie door het management.

Net als de koers-winstverhouding heeft ook de koers/kasstroomverhouding volgens diverse onderzoeken een voorspellende waarde voor het rendement op aandelen.

Price to Book Ratio

De koers/boekverhouding. De huidige koers van het aandeel wordt gedeeld door de laatst bekende boekwaarde per aandeel

Om de boekwaarde per aandeel te berekenen wordt eerst het eigen vermogen uitgerekend dat gewone aandeelhouders toekomt. Vervolgens wordt deze gedeeld door het aantal uitstaande aandelen.

Het voordeel is dat boekwaarde in tegenstelling tot de winst vrijwel altijd positief. Het nadeel is dat menselijk kapitaal, belangrijk voor dienstenbedrijven, buiten beschouwing blijft. Vooral voor financiële instellingen is dit een relevante maatstaf, omdat veel van de bezittingen bestaan uit relatief liquide bezittingen.

Enterprise Value to EBITDA

De verhouding tussen de ondernemingswaarde (enterprise value) en het bedrijfsresultaat (EBITDA)

Het voordeel van de EV/EBITDA is dat deze maatstaf, in tegenstelling tot de koerswinstverhouding, rekening houdt met de kapitaalstructuur. Schulden, specifiek: de netto-schuldpositie (schuld- en kaspositie) van het bedrijf worden in de berekening betrokken.

Bij het analyseren van de EV/EBITDA is het rendement op het geïnvesteerde kapitaal (ROIC) de relevante maatstaf, omdat EBITDA vloeit naar alle verschaffers van kapitaal.

Enterprise Value to Sales

De verhouding tussen de ondernemingswaarde en omzet

De ratio is een belangrijk alternatief voor de koersomzetverhouding, omdat rekening wordt gehouden met de kapitaalstructuur van het bedrijf. Vergelijkingen tussen bedrijven zijn nauwkeuriger wanneer ook rekening wordt gehouden met de nettoschuldpositie.

Het voordeel van de Enterprise Value to Sales is dat de ratio ook gebruikt kan worden als de winst of kasstroom negatief is van een bedrijf.

Maatstaven Groei:

EPS growth

De verwachte groei van de winst per aandeel

Hierbij wordt de gemiddelde verwachte⁴ winst per aandeel genomen over 3 jaar. Dit getal wordt afgezet tegen de behaalde winst per aandeel over het afgelopen boekjaar. Hieruit wordt een samengestelde jaarlijkse groei berekend.

CPS growth

De verwachte groei van de kasstroom per aandeel

Het gaat daarbij om de winst per aandeel plus non-cash items. Hierbij wordt de gemiddelde verwachte kasstroom per aandeel genomen over 3 jaar. Dit getal wordt afgezet tegen de behaalde kasstroom per aandeel over het afgelopen boekjaar. Hieruit wordt een samengestelde jaarlijkse groei berekend.

BPS growth

De verwachte groei van de boekwaarde per aandeel

Hierbij wordt de gemiddelde verwachte boekwaarde per aandeel genomen over 3 jaar. Dit getal wordt afgezet tegen de behaalde boekwaarde per aandeel over het afgelopen boekjaar. Hieruit wordt een samengestelde jaarlijkse groei berekend.

⁴ Verwachtingen zijn gebaseerd op de inschattingen van analisten zoals gepeild door dataleverancier Bloomberg

EBITDA growth

De verwachte groei van het bedrijfsresultaat (EBITDA)

Hierbij wordt de gemiddelde verwachte EBITDA genomen over 3 jaar. Dit getal wordt afgezet tegen de behaalde behaalde EBITDA over het afgelopen boekjaar. Hieruit wordt een samengestelde jaarlijkse groei berekend.

Revenue growth

De verwachte groei van de omzet

Hierbij gaat het om de gemiddelde verwachte omzet over 3 jaar. Dit getal wordt afgezet tegen de behaalde omzet over het afgelopen boekjaar. Hieruit wordt een samengestelde jaarlijkse groei berekend.