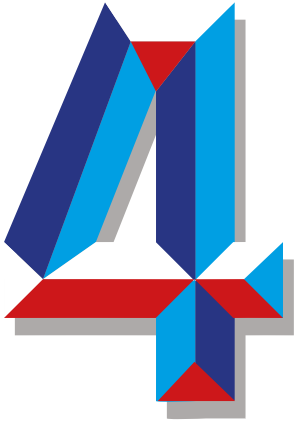


gers. Het verschil tussen goed en slecht presterende aandelen uit de S&P 500 wordt met deze maatstaf zeer zichtbaar. Het kwart van de aandelen met de hoogste free cash flow yield behaalde afgelopen twintig jaar een gemiddeld rendement van meer dan 17 procent per jaar, tegenover 9 procent voor de aandelen met de laagste free cash flow yield.



### PIOTROSKI F-SCORE

De zoektocht van waardebeleggers naar koopjes op de beurs kent keerzijden. De kritiek is misschien wel het scherpst verwoord door Joseph Piotroski, hoogleraar accountancy aan de Stanford University. Volgens Piotroski lopen waardebeleggers het risico in een val te trappen. Ze denken een koopje in beeld te hebben totdat (achteraf) blijkt dat de gunstige waardering wel degelijk een oorzaak heeft. Het bedrijf in kwestie blijkt toch niet zo financieel gezond als gedacht. Als oplossing bedacht de hoogleraar een checklist waaraan bedrijven moeten voldoen om financieel gezond te worden verklaard. Hij doopte het de Piotroski F-score, waarbij de F voor *financially sound* staat. De F-score varieert van 0 tot 9. Hoe hoger de score, hoe gezonder het bedrijf.

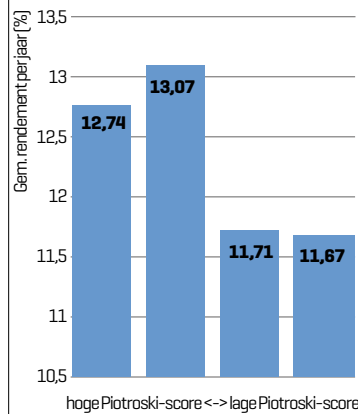
### BETER PRESTEREN

Uit onze test over de periode 1993 tot en met 2014 blijkt dat financieel gezonde bedrijven volgens de F-score over het algemeen beter presteren. Toch hoeven bedrijven niet tot de gezondste selectie te horen om

goed te presteren. Een plek bij de beste helft van de vijfhonderd bedrijven uit onze test betekende jaarlijks al procenten meer rendement. Vooral tijdens beurscrashes presteren de gezonde jongens aanzienlijk beter. Zodra een crisis voorbij is, neemt dat verschil snel weer af. Koersen van financieel gezonde bedrijven dalen dus minder hard in moeilijke tijden en doen het in de nadagen van een crisis vaak weer even iets minder.

### Piotroski F-score

Rendementen S&P 500-aandelen (1993-2014)



MEER UITLEG OVER DE  
PIOTROSKI F-SCORE:  
[VEB.NET/PIOTROSKI](http://VEB.NET/PIOTROSKI)

### MEER DAN DE SOM DER DELEN

Vier maatstaven om kansrijke aandelen te selecteren, maar werken ze ook gezamenlijk? Om dat te testen hebben we over de afgelopen twintig jaar gekeken hoe aandelen presteren die in de vier selecties boven komen drijven.

De aandelen die op de waardecriteria (K/W, EV/Ebitda en free cash flow yield) tot de 25 procent goedkoopste behoren en ook een voldoende scoorden volgens Piotroski behaalden een gemiddeld rendement van 18,52 procent per jaar, veel hoger dan de te behalen rendementen bij iedere methode afzonderlijk. Blijkbaar versterken deze elkaar. Meer meten leidt dan tot hogere rendementen.

## CAMPINGRALLY



door Marc Langeveld

Precies een jaar geleden schreef ik in *Effect* over een feestje dat al een tijdje bij de burens aan de gang was. Om precies te zijn in de appartementenblokken naast mij, geheten Tokio, New York en Zürich. Deze appartementen hebben schijnbaar allemaal een eigen geldpers en een assistent-huisbaas die het allemaal toestaat. Aan het muziekvolume te horen gaat het feestje nog steeds door, maar zijn er wel wat veranderingen gaande. Zo heeft de assistent-huisbaas van het blok Tokio besloten om het feest nog meer muziek en gratis drank te geven, maar geeft de nieuwe assistent-huisbaas van het New York-blok aan dat de muziek beetje bij beetje zachter gaat en de gratis drank aan het eind van dit jaar wel op zal zijn.

Zoals u weet hebben wij in ons complex ook een huisbazin genaamd Angela Merkel en een assistent-huisbaas, Mario Draghi. Ons complex beschikt ook over een geldpers en de mogelijkheid om te feesten, maar Merkel is vooral bezorgd dat het feestgedruis de waarde van ons blok kan beschadigen. Zij heeft namelijk slechte ervaringen gehad toen zij nog aan de Weimarstraat woonde en daar was het lang geleden helemaal uit de hand gelopen.

De bewoners met relatief hoge schulden blijven tekeergaan tegen Merkel dat zij veel te streng is en dat het veel gezelliger in de flat zou zijn als onze assistent-huisbaas ook de geldpers vol zou aanzetten, maar diverse rijkere bewoners steunen Merkel en vinden dat de bewoners die boven hun stand geleefd hebben maar eerst zelf de tering naar de nering moeten zetten, en dat doet de solidariteit in de flat nog steeds geen goed.

De assistent-huisbaas Draghi, die toch ook aanzienlijke risico's ziet van het sobere leven in ons blok, heeft laten onderzoeken wat de effecten van een knalfeestje in ons complex zouden zijn. Hij heeft laten modelleren wat het effect zou zijn als onze geldpers €1 miljard in 12 maanden zou bijdrukken. Alleen al het feit dat Draghi dit heeft getest, laat zien hoe serieus hij is en dat huisbaas Merkel niet langer a priori dwarsligt.

Samen met de burens van het Tokio- en Zürich-complex kunnen we dan over een paar maanden het feestje nieuw leven inblazen, ook al is er straks geen gratis drank meer in het New York-blok. Mocht dit scenario voor de zomer uitkomen dan ga ik met vakantie naar de camping, er schijnt daar dan misschien een rally te zijn.