

PIOTROSKI OP HET DAMRAK

Aandelenselectie via de F-score verloopt als een tweetrapsraket. Stap 1 is de zoektocht naar aandelen met een lage waardering. Piotroski vond alleen die aandelen binnen een index interessant die bij de 20 procent aandelen met de laagste beurskoers ten opzichte van de boekwaarde hoorden. Voor de aandelen op het Damrak voldoet het aandeel ArcelorMittal aan dit criterium.

Daarna is het tijd voor de checklist van negen vragen. Is het antwoord op een vraag "ja" dan krijgt het aandeel 1 punt, bij "nee" is er geen deelscore.

De eerste 4 criteria hebben betrekking op het winstpotentieel van een onderneming:

1 Was de winst voor bijzondere zaken in het laatste boekjaar positief?

Nee. ArcelorMittal boekte een verlies van 3,2 miljard dollar in 2012.

SCORE 00

2 Was de operationele kasstroom in het laatste boekjaar positief?

Ja. De onderneming boekte een operationele kasstroom van 5,3 miljard dollar in 2012.

SCORE 01

3 Was het rendement op het balanstotaal hoger dan in het boekjaar 2011?

Nee. Het rendement op het balans-

totaal was vorig jaar negatief (minus 2,8 procent), terwijl dit in 2011 nog een positief getal was.

SCORE 00

4 Ligt de operationele kasstroom hoger dan de winst?

Reden van de vraag: bedrijven met een hogere winst dan kasstroom gebruiken vaak boekhoudkundige trucjes om zaken mooier voor te stellen dan ze zijn.

Ja. De operationele kasstroom van 5,3 miljard dollar is aanzienlijk hoger dan de negatieve winst van 3,2 miljard dollar.

SCORE 01

De volgende 3 criteria analyseren hoe solvabel de onderneming is:

5 Ligt de nettoschuld (rentedragende schulden minus cashposi-

tie) lager dan vorig jaar?

Ja. De nettoschuld in 2012 bedroeg 21,8 miljard dollar en dat is iets minder dan in 2011 (22,5 miljard dollar).

SCORE 01

6 Is de liquiditeit verbeterd, gedefinieerd als de current ratio (vlottende vaste activa gedeeld door de vlottende passiva)?

Nee. De vlottende activa bedroeg in 2011 35,6 miljard dollar en de vlottende passiva 23,8 miljard dollar, wat resulteert in een current ratio van 1,5. In 2012 daalde de ratio tot 1,3, een verslechtering dus.

SCORE 00

7 Heeft ArcelorMittal geen aandelen uitgegeven in het boekjaar 2012?

Reden van de vraag: een aandelenemissie is vaak nodig omdat de ondernemingsleiding verwacht dat het niet aan toekomstige financiële verplichtingen kan voldoen.

Nee. ArcelorMittal heeft 642 miljoen dollar opgehaald met eeuwigdurende kapitaalinstrumenten, die volgens het bedrijf geclassificeerd worden als aandelen.

SCORE 00

De laatste twee vragen beoordelen hoe efficiënt het bedrijf op het operationele vlak is:

8 Is de bruto marge, brutowinst gedeeld door de omzet, verbeterd ten opzichte van 2011? Nee. In 2012 bedroeg de bruto marge bijna 0 procent tegenover een positieve marge van 9 procent in 2011.

SCORE 00

9 Is de turnover ratio, oftewel de omzet gedeeld door het balanstotaal, beter geworden in het laatste boekjaar? Dit is een maatstaf die aangeeft hoe productief de onderneming haar bezittingen aanwendt.

Nee. In 2011 bedroeg de omzet 94 miljard dollar bij een balanstotaal van 122 miljard dollar, wat uitmondt in een ratio van 0,77. In 2012 verslechterde de ratio tot 0,74.

SCORE 00

DE EINDSCORE

Piotroski haalt zijn neus op voor ArcelorMittal. Het bedrijf scoort slechts 3 punten en is dus geen kwaliteitsaandeel voor volgers van de F-score.

TOTAAL 03

gen over de financiën van een bedrijf. De vragen zijn onderverdeeld in drie categorieën die betrekking hebben op de winstgevendheid, solvabiliteit en de operationele efficiëntie van de onderneming. Voor iedere vraag op de checklist kan het aandeel één punt krijgen: een absolute winnaar krijgt dus negen punten, een verliezer nul.

EXTRA RENDEMENT

Piotroski testte zijn theorie op twintig jaar beleggingsdata tot 1996 en concludeerde dat goedkope aandelen met een score van meer dan

acht een rendement opleverden dat jaarlijks 7,5 procent boven dat van de index lag. Nog beter: een strategie waarbij zowel de aandelen met de slechtste score werden verkocht ("geshort") en aandelen met de hoogste score werden gekocht, leverde 23 procent rendement per jaar op.

Recent onderzoek toont aan dat de checklist nog altijd werkt. De Amerikaanse beleggersorganisatie AAIL onderzocht 56 verschillende aandelenstrategieën. De F-score was de enige die ook in het rampjaar 2008 een positief rendement

boekte. De selectie van Piotroski leverde een rendement op van 32,6 procent, terwijl het gemiddelde van alle strategieën een dikke min van 41,7 procent bedroeg.

NADELEN

De F-score kent ook gebreken. Zo is de checklist niet toepasbaar op vastgoedfondsen, verzekeraars en banken. Ook is het een behoorlijk karwei om de vragenlijst af te werken voor tientallen aandelen met een lage waardering.

Daarbij komt, zeker gezien het kwakkelende economische li-

maat, dat maar weinig bedrijven een hoge score toegekend krijgen. Hierdoor is het moeilijk om voldoende spreiding in de portefeuille te krijgen.

HANDIG?

Een belegger kan met de F-score betrekkelijk eenvoudig kwaliteitsaandelen filteren uit een lijst met aandelen met een lage waardering. Het is wel een arbeidsintensief werkje en er zijn, zeker in het huidige economisch klimaat, maar weinig aandelen die een 8 of hoger scoren.