

Aanbevelingen aandelen toegelicht

28 januari 2014

Samenvatting

Onze aanbeveling om een aandeel te kopen, te verkopen of te houden hangt af van het door ons verwachte rendement ten opzichte van het verwachte risico.

Het verschil tussen de aandelenkoers van een onderneming en wat de aandelen volgens ons waard zijn bepaalt of een aandeel redelijk is gewaardeerd of onder- of overgewaardeerd is. Vervolgens maken we een inschatting van het risico dat de feitelijke winst in de toekomst afwijkt van onze prognose. Aan de hand hiervan kijken we of er voldoende ruimte voor een koersstijging of -daling is die een uitgesproken koop- of verkoop-aanbeveling rechtvaardigt.

Via een stapsgewijze benadering wordt een voor risico gecorrigeerde aanbeveling geformuleerd. Dit houdt in dat wij:

1. Bepalen wat een onderneming waard is

Wij bepalen de reële waarde (fair value) van een onderneming door alle verwachte toekomstige kasstromen bij elkaar op te tellen.

2. De reële waarde vergelijken met de aandelenkoers

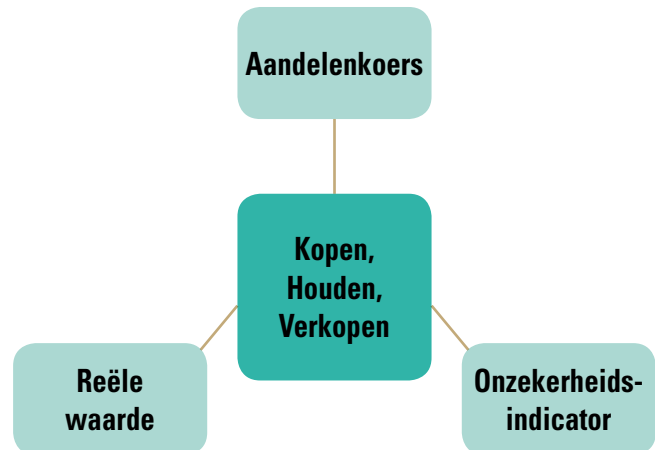
De aandelenkoers is doorgaans niet een goede weerspiegeling van de reële waarde. Een aandelenkoers lager dan de reële waarde geeft aan dat er ruimte is voor koersstijging. Is de aandelenkoers hoger dan de reële waarde, dan zijn aandelen minder aantrekkelijk of misschien zelfs gewoon duur.

3. Corrigeren voor risico (onzekerheidsindicator)

Wij houden rekening met de onzekerheidsfactor door een veiligheidsmarge in te bouwen voordat wij een aanbeveling doen. Naarmate de schatting van de reële waarde onzekerder is, nemen wij een ruimere veiligheidsmarge voordat wij de aanbeveling voor een aandeel wijzigen.

4. De aanbeveling vaststellen

De afwijking van de aandelenkoers ten opzichte van de reële waarde, in verhouding tot vooraf vastgestelde bandbreedtes voor de verschillende onzekerheidsindicatoren, bepaalt uiteindelijk of wij aanbevelen een aandeel te kopen, te houden of te verkopen.



		Onzekerheidsindicator			
		Laag	Gemiddeld	Hoog	Erg hoog of extreem
Koers ten opzichte van reële waarde	Hoger dan reële waarde	Verkopen +25%	Verkopen +35%	Verkopen +55%	Verkopen +75%
	Lager dan reële waarde	Houden -5%	Houden -10%	Houden -15%	Houden -20%

Bron: Morningstar, ABN AMRO

Hoe worden aandelen gewaardeerd?

Bij beleggen in aandelen komt meer kijken dan simpelweg goede bedrijven selecteren en slechte bedrijven vermijden. Zelfs het beste bedrijf kan een slechte belegging zijn als de aankoopprijs te hoog is. Elk bedrijf heeft een reële waarde die is gebaseerd op de toekomstige winsten en verliezen. Er zijn maar weinig bedrijven waarvan de aandelenkoers gelijk is aan deze reële waarde, omdat markten over het algemeen naar boven of beneden doorschieten. Om het signaal van de ruis te kunnen onderscheiden, maken de researchspecialisten van ABN AMRO een grondige analyse van ondernemingen en bepalen zij wat deze waard zijn. In dit document beschrijven wij de stapsgewijze benadering die ABN AMRO toepast bij het waarderen van aandelen, met als doel meer inzicht te verschaffen in de achtergrond van onze Koop-, Verkoop- en Houden-aanbevelingen.

Beleggen of niet beleggen, dat is de vraag

Onze benadering voor het beleggen in aandelen kunnen wij het beste toelichten aan de hand van een voorbeeld. Wij gebruiken hiervoor twee fictieve bedrijven, Dos en Cinco, die een vergelijkbaar product maken. Beide bedrijven hebben deze producten gepatenteerd. Voor Dos vervalt deze bescherming over twee jaar. Het octrooi van Cinco loopt echter nog vijf jaar. Verder is aangenomen dat de beide bedrijven geen nieuw product lanceren dat het verlies aan inkomsten als gevolg van het aflopend octrooi compenseert.

Beleggers staan voor de beslissing of ze aandelen in één of beide bedrijven willen kopen of houden. Maar hoe moeten zij hun keuze bepalen?

Kijk verder dan de koers-winstverhouding

Voor een gefundeerde beslissing is meer informatie nodig over de actuele marktprijzen, de winstvooruitzichten en de samenstelling van de balans.

De aandelen van beide bedrijven worden op de beurs verhandeld tegen een koers van EUR 100 per stuk. Beide bedrijven zullen naar verwachting dit jaar een winst per aandeel behalen van EUR 10, gemeten op basis van hun kasstroom¹. Op grond van een simpele waarderingsmaatstaf (ratio) die uitgaat van de verhouding tussen koers en kasstroom komt de waardering van beide bedrijven uit op 10x (EUR 100 / EUR 10). Omdat de waardering gelijk is, zullen beleggers die alleen naar deze ratio kijken, geen voorkeur hebben voor het ene of

het andere bedrijf. Instinctief zou je echter concluderen dat Cinco een betere belegging is dan Dos. Cinco zal immers drie jaar langer kasstroom genereren voordat het octrooi afloopt en zou daarom, bij een gelijke waardering, de voorkeur verdienen boven Dos. Maar betekent dit dan ook dat Cinco een goede belegging is?

Onze stapsgewijze benadering

Ons advies om een aandeel te kopen, te verkopen of te houden is gebaseerd op het verschil tussen de aandelenkoers en wat de aandelen volgens ons waard zijn. Wij komen tot een voor risico gecorrigeerde aanbeveling via de volgende stappen:

1. bepaling van de waarde van de onderneming
2. vergelijking van de reële waarde met de aandelenkoers
3. correctie voor prognoserisico
4. vaststelling van de aanbeveling

Stap 1: bepaling van de waarde van de onderneming

Om te beginnen maken wij een inschatting van de waarde van een bedrijf door de theoretische reële waarde te berekenen. Dit kan op verschillende manieren. Wij berekenen de reële waarde van een onderneming door alle verwachte toekomstige kasstromen bij elkaar op te tellen. De reële waarde waar wij op uitkomen, wordt de discounted cash flow (DCF) waarde genoemd. DCF-modellen zijn vrij complex, maar bieden onze aandelenanalisten en -specialisten veel flexibiliteit in de aannames die de reële waarde bepalen. Dankzij deze flexibiliteit kan de analist een afgewogen oordeel maken over de waarde van een onderneming.

Voordat de kasstromen bij elkaar worden opgeteld, corrigeert de analist de toekomstige kasstromen voor de tijdswaarde van geld, vanuit het uitgangspunt dat een euro nu meer waard is dan over een paar jaar. Hiertoe verdisconteert hij de toekomstige kasstromen met de kapitaalkosten van de onderneming². Voor een onderneming met een risicovoller bedrijfsmodel zijn de geschatte kapitaalkosten normaal gesproken hoger, waardoor de som van de kasstromen, en daarmee de reële waarde, in verhouding lager is.

In ons voorbeeld worden de toekomstige kasstromen van Dos met een hogere disconteringsvoet verlaagd dan die van Cinco. Naarmate het risico toeneemt, daalt de theoretische reële waarde van Dos. Op basis van de verdisconteerde kasstromen hebben Dos en Cinco een reële waarde per aandeel van respectievelijk EUR 50 en EUR 100.

¹ Kasstroom: het saldo aan kasmiddelen dat door een onderneming in een jaar wordt gegenereerd en gebruikt.

² Kapitaalkosten van een onderneming: de gemiddelde kosten van eigen en vreemd vermogen.

Stap 2: vergelijking van reële waarde met aandelenkoers
De berekende reële waarde van de verdisconteerde toekomstige kasstromen kan nu worden vergeleken met de aandelenkoers. Als de koers lager is dan de reële waarde, dan betekent dit dat de aandelen ondergewaardeerd zijn. Is de koers hoger dan de reële waarde, dan zijn de aandelen overgewaardeerd en daarom minder aantrekkelijk of misschien gewoon te duur.

De koers van Cinco is precies gelijk aan de reële waarde (100/100=100%), terwijl die van Dos twee keer zo hoog is als de reële waarde (100/50=200%).

Er zijn nog een paar aspecten waar we naar moeten kijken. De verhouding koers/reële waarde kan op veel (ook wel verkeerde) manieren uitgelegd worden. Verdient een startend biotechnologiebedrijf dezelfde aanbeveling als een solide producent van voedingsmiddelen met een voorspelbare winst en kasstroom, in een situatie waarin de aandelenkoers voor beide bedrijven 10% onder de reële waarde ligt? Het antwoord is uiteraard nee. In de volgende stap laten wij u zien hoe wij corrigeren voor het prognoserisico.

Stap 3: correctie voor prognoserisico

In stap 1 hebben wij laten zien dat een onderneming minder waard wordt wanneer het risico toeneemt. In het verlengde daarvan is er het risico dat onze resultaatsschattingen afwijken van de feitelijke toekomstige winst. Om dit te corrigeren, gebruiken wij een onzekerheidsindicator voor ondernemingen.

Ondernemingen met een voorspelbare kasstroom en een aanzienlijk concurrentievoordeel krijgen de onzekerheidsindicator 'Laag' (Low) en worden beschouwd als relatief veilig. Als bedrijven risicovoller zijn of gevoeliger voor de economische cyclus, dan betekent dit dat de winst minder voorspel-

baar is. Deze onzekerheid duiden wij aan met een indicator die kan variëren van 'Laag' (Low) tot 'Zeer Hoog' (Very High) of, in uitzonderlijke gevallen, 'Extreem Hoog' (Extreme). In stap 4 bepalen wij onze aanbeveling op basis van het verwachte rendement en het prognoserisico.

Na analyse van de fundamentele omstandigheden van beide bedrijven krijgt Dos de onzekerheidsindicator 'Hoog' en wordt Cinco aangemerkt als een bedrijf met een 'Gemiddelde' onzekerheid.

Stap 4: vaststelling van de aanbeveling

Het advies om een aandeel te kopen, te houden of te verkopen wordt bepaald door de verhouding tussen de koers van het aandeel en de reële waarde van de betreffende onderneming. Wij kijken of de koers van het aandeel boven of onder de reële waarde ligt en ook naar de mate waarin de koers afwijkt van de reële waarde. Hiervoor zetten wij de relatieve afwijking van de aandelenkoers ten opzichte van de reële waarde af tegen bandbreedtes die vooraf zijn vastgesteld voor elke onzekerheidsindicator.

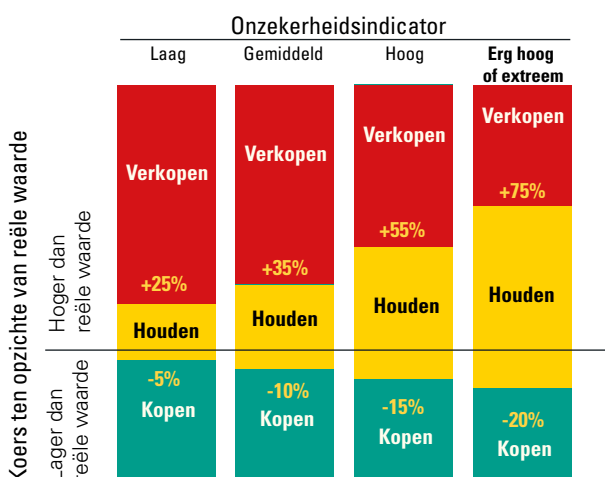
Figuur 1 toont voor elke onzekerheidsindicator verschillende bandbreedtes rond de reële waarde. Voor bedrijven met een indicator die duidt op geringe onzekerheid geldt een smalle bandbreedte. De bandbreedte wordt groter naarmate de onzekerheid toeneemt. Hoe groter de onzekerheid over toekomstige winsten, hoe lager de waardering van het aandeel moet zijn om een Koop-aanbeveling te krijgen. Voor bedrijven met een zeer voorspelbare winst geldt het omgekeerde. Dit volgt uit het beginsel dat beleggers een hoger rendement verlangen ter compensatie van een hoger risico.

In de praktijk betekent dit dat wij van een onderneming met geringe onzekerheid over toekomstige winsten de aanbeveling verlagen van Houden naar Verkopen wanneer de aandelenkoers meer dan 25% boven de reële waarde uitkomt. Voor ondernemingen met een gemiddelde, hoge of zeer hoge onzekerheid verlagen wij de aanbeveling pas naar Verkopen wanneer de koers respectievelijk 35%, 55% of 75% boven de reële waarde uitkomt.

Voor een onderneming met de onzekerheidsindicator Laag, ten slotte, verhogen wij onze aanbeveling van Houden naar Kopen wanneer de aandelenkoers 5% onder de reële waarde ligt. Bij meer risicovolle bedrijven moeten de aandelen nog goedkoper worden voordat de aanbeveling wordt verhoogd naar Kopen.

Nu wij hebben vastgesteld dat de marktprijs van Cinco precies gelijk is aan de reële waarde, kunnen wij dit vertalen in de aanbeveling Houden. Als de koers van Cinco 35% of meer stijgt, zal de aanbeveling voor deze onderneming met

Figuur 1: Balans tussen verwacht risico en rendement



Bron: Morningstar, ABN AMRO

de onzekerheidsindicator Gemiddeld worden gewijzigd van Houden in Verkopen. Bij een koersdaling van 10% wordt de aanbeveling verhoogd naar Kopen. Voor beleggers die al aandelen in Cinco bezitten is hier nog wel enige winst te behalen. Voor beleggers die geen belang hebben in Cinco, zijn wellicht aantrekkelijker gewaardeerde alternatieven te vinden.

De aandelenkoers van Dos ligt 100% boven de reële waarde van EUR 50. Dit betekent dat, ongeacht de onzekerheidsindicator, wij beleggers aanbevelen de aandelen te verkopen.

Aanbevolen Lijst

De aandelenspecialisten van ABN AMRO plaatsen een klein aantal ondernemingen op de Aanbevolen Lijst. Hiermee geven zij aan dat zij deze bedrijven beschouwen als winnaars op de lange(re) termijn binnen de sectoren en thema's waarvoor zij op basis van de beleggingsstrategie van ABN AMRO een voorkeur hebben. De geselecteerde aandelen zijn over het algemeen geschikt voor beleggers die aandelen minimaal een jaar in portefeuille willen houden.

Veelgestelde vragen

V: Wie bepaalt de reële waarde en de aanbeveling?

A: Morningstar verricht de fundamentele aandelenresearch voor individuele ondernemingen wereldwijd met een grote marktkapitalisatie. Morningstar is een vooraanstaand leverancier van onafhankelijk beleggingsonderzoek en houdt zich niet bezig met bank- of brokerage-activiteiten. De 4-stapsbenadering die wij in dit document hebben beschreven, is van toepassing op de aandelenresearch van Morningstar.

Aandelen van bedrijven uit de Benelux worden gevolgd door ABN AMRO Markets en Duitse aandelen door Independent Research. De benadering die deze drie researchleveranciers toepassen bij hun analyses, wijkt onderling enigszins af. Wat ze gemeen hebben is dat bedrijven waarvan de koers ruim boven de reële waarde ligt als duur worden bestempeld en daarom moeten worden vermeden. Ook geldt voor alle drie dat zij een positieve aanbeveling geven wanneer de koers ruim onder de reële waarde ligt. Daarnaast screenen de specialisten van ABN AMRO het volledige universum op aandelen die aantrekkelijk kunnen zijn voor de langere termijn. Deze aandelen krijgen een plek op de Recommended List.

V: Wat is het verschil tussen een Morningstar-rating en een ABN AMRO aanbeveling?

A: Het ratingsysteem van ABN AMRO heeft drie aanbevelingen: Kopen, Houden of Verkopen. Morningstar kent aan elk aandeel een rating toe van 1, 2, 3, 4 of 5 sterren. Beide ratingsystemen zijn gebaseerd op dezelfde verhouding tussen koers en reële waarde. Figuur 2 laat zien hoe de aanbevelingen van ABN AMRO zich verhouden tot de vijf sterren van Morningstar.

Figuur 2: Morningstar-rating versus ABN AMRO-aanbeveling

Morningstar	ABN AMRO
***** (5-Sterren)	Kopen
**** (4-Sterren)	Kopen
*** (3-Sterren)	Houden
** (2-Sterren)	Houden
* (1 -Ster)	Verkopen

V: Waarom veranderen de aanbevelingen voor sommige aandelen zo vaak tussen Kopen en Houden of tussen Verkopen en Houden?

A: Soms zal de koers van een aandeel waarvan de opinie net is verlaagd van Houden naar Verkopen een tijdje zijwaarts bewegen. Als dit gebeurt rond het omslagpunt dat bepaalt of een opinie Houden of Verkopen is, dan kan het zijn dat de opinie regelmatig verandert. Een vergelijkbare situatie kan zich voordoen als een aandeel net van Houden naar Kopen is gegaan, waarna de koers rond het omslagpunt blijft schommelen. We onderkennen dat dit een onwenselijke situatie is. Momenteel werken we aan een oplossing, die we op korte termijn zullen introduceren. Dankzij deze oplossing zal het aantal wijzigingen van aanbevelingen als gevolg van kleine koersschommelingen beperkt worden. Tot die tijd geldt, dat een aandeel waarvan de koers aanzienlijk hoger ligt dan de reële waarde een onaantrekkelijke belegging is. In dergelijke situaties maakt het eigenlijk niet uit of de opinie op Verkopen of Houden staat; het onderliggende signaal is negatief.

V: De koers van een aandeel ligt boven de reële waarde. Moet ik verkopen?

A: Niet per definitie. Aandelen waarvan de koers boven de reële waarde ligt, hebben de aanbeveling Verkopen of Houden. Voor aandelen met een Verkoop-aanbeveling is ons advies simpel; wij adviseren beleggers ze direct te verkopen.

Of een belang in een onderneming met de aanbeveling Houden wel of niet moet worden verminderd, hangt af van de beleggingsdoelstellingen en van de vraag hoe ver de koers boven de reële waarde ligt. Figuur 1 toont dat aandelen niet worden afgewaardeerd naar Verkopen tenzij de koers, afhankelijk van de onzekerheidsindicator, 25% tot 75% boven de reële waarde ligt.

Wanneer de aanbeveling Houden is en de aandelenkoers boven de reële waarde uitkomt, kunnen klanten met een korte tot middellange beleggingshorizon van maximaal zes maanden overwegen hun belang te verminderen.

Beleggers met een lange(re) horizon kunnen overwegen de aandelen aan te houden en ze te verkopen wanneer de koers duidelijk boven de reële waarde uitkomt.

V: Wat zijn, naast een koersverandering, andere redenen om een aanbeveling te wijzigen?

A: Elke aanbeveling is gebaseerd op het verschil tussen wat een onderneming volgens ons waard is en wat beleggers daar op dit moment voor willen betalen. Veranderingen in de aandelenkoers zijn de belangrijkste oorzaak van een verschuiving in deze relatie en daaropvolgende wijzigingen van de aanbeveling. Een op- of afwaardering kan ook worden ingegeven door veranderingen in de fundamentele omstandigheden bij een bedrijf, zoals een strategiewijziging of veranderingen in de concurrentiepositie. Deze fundamentele factoren kunnen gevolgen hebben voor de inschatting van de reële waarde van een onderneming of voor de onzekerheidsindicator - de tweede en derde variabele die de aanbeveling bepalen. Veranderingen in één of beide factoren die groot genoeg zijn om gevolgen te hebben voor de balans tussen verwacht risico en rendement, kunnen ook leiden tot wijziging van de opinie.

Voor nadere informatie kunt u contact opnemen met uw private banker of beleggingsadviseur.

Disclaimer

De in dit document aangeboden informatie is bedoeld als informatie in algemene zin en is niet toegespitst op uw persoonlijke situatie. De informatie mag daarom nadrukkelijk niet beschouwd worden als een voorstel of aanbod tot 1) het kopen of verhandelen van beleggingsproducten en/of 2) het afnemen van beleggingsdiensten noch als een beleggingsadvies. Beslissingen op basis van de informatie uit dit document zijn voor uw eigen rekening en risico. De informatie en de voorwaarden die van toepassing zijn op door ABN AMRO aangeboden beleggingsproducten en beleggingsdiensten verleend door ABN AMRO kunt u vinden in de Voorwaarden Beleggen ABN AMRO die verkrijgbaar zijn via www.abnamro.nl/beleggen.

Over ABN AMRO

ABN AMRO Bank N.V. is gevestigd aan de Gustav Mahlerlaan 10 (1082 PP) te Amsterdam, Nederland. Telefoon: 0900—0024¹. Internet: abnamro.nl.

ABN AMRO Bank N.V. heeft een bankvergunning van De Nederlandse Bank N.V. (DNB) en is opgenomen in het register van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) onder nummer: 12000004. Handelsregister KvK Amsterdam nr. 34334259. BTW-identificatienr: NL820646660B01.

US Person Disclaimer Beleggen

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de beleggingsdienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven beleggingsproducten en beleggingsdiensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

¹ Voor dit gesprek betaalt u uw gebruikelijke belkosten. Uw telefoonaanbieder bepaalt deze kosten.

Disclaimer inzake duurzaamheidsinformatie

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") heeft alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de duurzaamheidsinformatie (inclusief de duurzaamheidsindicator) betrouwbaar is. De informatie is echter niet door een accountant gecontroleerd en is aan wijziging onderhevig. De informatie is deels gebaseerd op informatie die afkomstig is van externe onderzoeksbureaus waarover ABN AMRO geen controle heeft. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor enige schade die een gevolg is van het (directe of indirecte) gebruik van de duurzaamheidsinformatie. De informatie is niet bedoeld als een aanbeveling met betrekking tot individuele bedrijven, en evenmin als een aanbod tot het kopen of verkopen van beleggingen. Hierbij dient te worden aangekend dat de duurzaamheidsinformatie een opinie op een bepaald moment weergeeft, waarbij een aantal verschillende duurzaamheidsaspecten in aanmerking is genomen. De duurzaamheidsinformatie geeft slechts een indicatie van de duurzaamheid van een bedrijf binnen zijn sector. De duurzaamheidsinformatie is eigendom van Morningstar Inc. en weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de opinie die ABN AMRO hanteert. Morningstar Inc. heeft alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de duurzaamheidsinformatie betrouwbaar is, echter kan zij niet garanderen dat de duurzaamheidsinformatie accuraat en compleet is.