



Leer Fundamenteel Beleggen: deel 2

Albert Jellema & Erik Mauritz



BNP PARIBAS | The bank for a changing world

Erik Mauritz
Amsterdam, 23 maart 2016

Programma

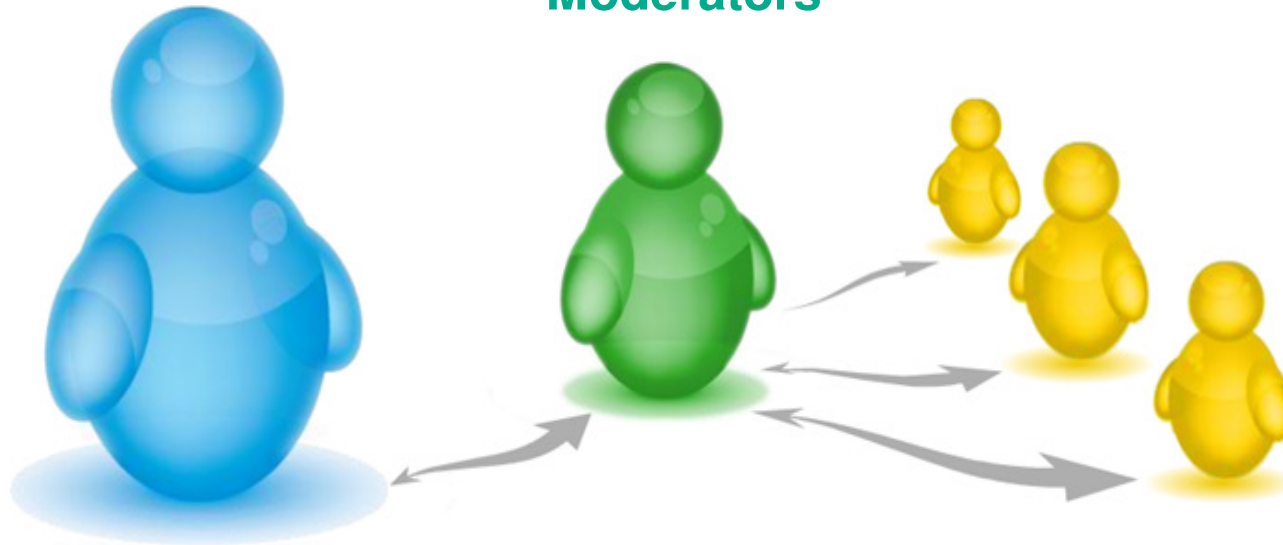
- Introductie BNP Paribas
- Presentatie Albert Jellema
 1. Wat is fundamentele analyse?
 2. Theorie vs praktijk
 3. Maatstaven vorig webinar: fundamenteel beleggen deel 1
 4. Enterprise value (EV) / EBITDA
 5. Informatiebronnen
 6. Spreiding
 7. Prijs / boekwaarde
 8. Hoe vaak bijwerken?
 9. Volgende webinar
 10. ProBeleggen, enquête en call-to-action



Presentatoren

Moderators

Deelnemers



**Beperkte
mogelijkheid tot
vragen stellen!**



BNP Paribas Markets in Nederland

- In 2014 verhuizing 'originele' Turbo(team) naar BNP Paribas. (2004: introductie Turbo bij ABN AMRO, 2009: overname door RBS.)
- Marktaandeel BNP Paribas in hefboomproducten zoals Turbo's en Boosters 45% op Euronext Amsterdam in 2015.
- Andere productlijnen: Memory Coupon Notes en Rendement Certificaten.
- Inspiratie, innovatie, educatie
- BNP Paribas Markets werkt samen met een aantal partners zoals Probeleggen.
- De visie van Albert Jellema is volledig onafhankelijk en vertegenwoordigt niet de visie van BNP Paribas.
- **Albert Jellema heeft zakelijk posities in de besproken aandelen en producten.**



Agenda

1. Wat is fundamentele analyse
2. Theorie vs praktijk
3. Maatstaven vorig webinar: fundamenteel beleggen deel 1
4. Enterprise value (EV) / EBITDA
5. Informatiebronnen
6. Spreiding
7. Prijs / boekwaarde
8. Hoe vaak bijwerken
9. Volgende webinar
10. ProBeleggen



1. Wat is fundamentele analyse?

Kwalitatief en kwantitatief analyseren van ondernemingen

A. Hoe stabiel is het bedrijfsmodel:

- i. *Wat zijn de sterke/zwakke kanten van de onderneming?*
- ii. *Wat zijn de kansen en bedreigingen voor het bedrijf?*
- iii. *Kan de onderneming groeien?*

B. Begrijp ik wat de onderneming doet:

- i. *Wat is de kwaliteit van het management?*
- ii. *Rapporteert de onderneming transparant?*

C. Is de aandelenkoers hoger/lager dan de waarde:

- i. *Hoe ziet de schuldpositie er uit?*
- ii. *(Toekomst)ontwikkeling omzet en resultaten*
- iii. *Rendement op het toevetrouwde kapitaal*



Kan een belegger waarde toevoegen met fundamentele analyse?

2. Theorie vs praktijk

- | | | |
|----|------------------------------|--|
| A. | Aandelen efficiënt geprijsd: | alle informatie in de koers |
| B. | Ongelijke informatie: | niet iedereen weet alles |
| C. | Insiders: | weten meer dan de buitenwacht |
| D. | Informatie: | niet iedereen op dezelfde tijd zelfde informatie |
| E. | Overdrijvingsfactor: | beleggers irrationeel (geen exacte wetenschap) |
| F. | Mean reversion: | terugkeer naar het gemiddelde |



3. Maatstaven vorig webinar

- Koers-winstverhouding (K/W) = Price/Earning (P/E)
- PEG = koerswinstverhouding / groei
- Dividendrendement = dividend yield
- De gebruikte maatstaven hangen af van veel factoren zoals sector / groei / cyclisch / kapitaalintensiteit



3. Koerswinstverhouding

$$(K/W) = \text{Price} / \text{Earnings (P/E)}$$

- Huidige aandelenkoers gedeeld door (verwachte) winst per aandeel
- Winst per aandeel: (gecorrigeerde) nettowinst gedeeld door aantal uitstaande aandelen

Voorbeeld

- Netto winst onderneming: € 20 miljoen
- Gemiddeld aantal uitstaande aandelen: 2 miljoen
- Winst per aandeel: $20 / 2 = € 10,-$
- Beurskoers aandeel: € 140,-
- Koerswinstverhouding = $140 / 10 = 14$



3. $K/W = P/E$

Enkele tekortkomingen

- A. Kwaliteit data: garbage in garbage out
- ☒ B. Netto schuld / netto cash buiten beschouwing
- ☒ C. Winst 'manipulatie' (bv kapitaliseren kosten, IFRS verschillende kosten direct in equity)
- D. Verplichtingen buiten balans
- E. Verschillende belastingtarieven
- F. Werkt niet voor alle aandelen (groei / verliesgevend)



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

A. Enterprise Value

1. Marktwaaarde aandelen (aantal uitstaande aandelen x beurskoers)
2. Netto schuld

B. EBITDA: winst voor (earnings before)...

1. Interest (rente)
2. Taxes (belasting)
3. Depreciation (afschrijving machines bv)
4. Amortisation (afschrijving op goodwill bv)
5. “earnings before everything else”

Proxy voor operationele kasstroom



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

Voorbeeld theorie

A. Enterprise value

- Aantal uitstaande aandelen: 2 miljoen
- Beurskoers aandeel € 140,-
- Marktwaaarde aandelen $2 \times 140 = € 280$ miljoen
- Netto schuld € 60 miljoen
- Enterprise value: $280 + 60 = € 340$ miljoen

B. EBITDA 2015: € 30 miljoen

C. EBITDA 2016 (verwacht): € 33 miljoen

D. EV / EBITDA 2015: $340 / 30 = 11,3$

E. EV / EBITDA 2016: $340 / 33 = 10,3$



4. EV/EBITDA versus K/W

	Bedrijf A	Bedrijf B
Winst per aandeel	10	10
Koers	140	140
K/W	14	14
Aantal uistaande aandelen	2	2
Marktwaaarde aandelen	280	280
Netto schuld	0	60
Enterprise Value	280	340



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

Enkele tekortkomingen

- A. Kapitaal intensieve bedrijven lijken altijd goedkoop
 - 1. Hoge kapitaalinvesteringen & depreciation betekent veel lagere kasstromen
- B. Enterprise Value
 - 1. Lease verplichtingen
 - 2. Pensioenverplichtingen
 - 3. Verplichtingen buiten de balans
 - 4. Kwaliteit data: garbage in garbage out
- C. Kwaliteit data: garbage in garbage out
- D. Winst 'manipulatie' (bv kapitaliseren kosten)
- E. Werkt niet voor banken / verzekeraars



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

Praktijkvoorbeeld: Refresco

- Grootste bottelaar van Europa: 4100 medewerkers in 9 landen
- 6 miljard liter door de productietanks
- Onbekend maakt tot nu toe onbemind
- Omzet € 2 miljard
- 82% private label – onder andere Aldi & Lidl
- 18% co-packing – onder andere Pepsi, Unilever, Coca Cola
- Organische omzetgroei 1% – 3%
- Groei komt uit acquisities
 - Waardecreatie: ROCE >50% beter dan concurrentie
 - Synergie: 3% tot 5% punten verbetering marge



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

Praktijkvoorbeeld: Refresco

- EV/EBITDA 2017: 6,4x = korting tov sector van >20%
- P/E 2017: 12,6X = korting sector van >15%
- Vrije kasstroomrendement: 8% = korting sector van >25%
- Acquisities zitten niet in de verwachtingen!
- Overnamekas € 350 miljoen
- Voldoende mogelijkheden maar tegen welke prijs
- Continue dialoog met het management



4. Enterprise value (EV) / EBITDA

Selectie Nederland

Naam	EV/EBITDA 2016	Naam	EV/EBITDA 2016
AIR FRANCE-KLM	2.4	TOMTOM	10.6
POSTNL NV	3.9	WOLTERS KLUWER	10.7
BAM GROEP	4.2	VOPAK	10.7
ROYAL DUTCH SH-A	4.4	SBM OFFSHORE NV	10.9
APERAM	5.4	HEINEKEN NV	10.9
ARCELORMITTAL	5.5	GRANDVISION W/I	11.9
AHOLD NV	6.3	ASM INTL NV	11.9
ALTICE NV -A	6.3	INTERTRUST	12.0
ARCADIS NV	6.7	IMCD GROUP	12.1
FUGRO NV-CVA	7.0	FLOW TRADERS	12.2
AKZO NOBEL	7.1	RELX NV	12.8
TNT EXPRESS	7.5	UNILEVER NV-CVA	12.9
KONINKLIJKE PHIL	7.5	NSI NV	13.1
RANDSTAD HOLDING	7.7	ASML HOLDING NV	15.2
CORBION NV	8.0	WERELDHAVE NV	16.9
BOSKALIS WESTMIN	8.1	WAREHOUSES DE PA	18.2
GEMALTO	8.4	VASTNED RETAIL N	20.4
KPN (KONIN) NV	8.7	EUROCOMMERCIAL-CVA	22.0
DSM (KONIN)	8.7	UNIBAIL-RODAMCO	26.9
USG PEOPLE NV	8.7	ING GROEP NV	#N/A N/A
SLIGRO FOOD GROU	8.9	ABN AMRO-CVA	#N/A N/A
BE SEMICONDUCTOR	9.0	AEGON NV	#N/A N/A
TKH GROUP NV	9.1	NN GROUP	#N/A N/A
OCI NV	9.1	GALAPAGOS NV	#N/A N/A
AALBERTS INDS	9.5	DELTA LLOYD NV	#N/A N/A



5. Informatiebronnen

- A. Jaarverslag onderneming
- B. Kwartaalverslag onderneming
- C. Bloomberg
- D. Openbare websites zoals fd.nl (download in Excel)
<http://beurs.fd.nl/noteringen/11764/dsm/kerncijfers>
- E. Analisten
- F. Eigen research



6. Spreiding: hoeveel aandelen?

- A. Verschillende uitkomsten studies
 - A. <20
 - B. >20
- B. Spreiding over sectoren belangrijker dan landen
- C. Teveel spreiding = middenmoot
- D. Niet weten waarin je belegt = hoger risico
- E. Marktrisico blijft altijd
- F. Spreiding over beleggingscategorieën



7. Prijs / boekwaarde = Price to Book ratio (P/B)

- A. Huidige aandelenkoers gedeeld door de boekwaarde per aandeel
- B. Boekwaarde per aandeel*: totale bezittingen (total assets) -/- Intangible assets -/- verplichtingen gedeeld door aantal uitstaande aandelen
- C. Bruikbaar voor ondernemingen met voornamelijk liquide bezittingen zoals banken en verzekeraars

*wat blijft er over voor de aandeelhouder nadat het bedrijf aan alle verplichtingen heeft voldaan



7. Prijs / boekwaarde = Price to Book ratio (P/B)

Assets	
Cash	1000
Accounts receivable	500
Inventory	500
Total Current Assets	2000
Liabilities	
Accounts payable	500
Current debt	500
Total current liabilities	1000
Long term debt	500
Total Liabilities	1500
Equity (Book value)	500
# shares	100
Book value per share	5

Voorbeeld

- Beurskoers aandeel : € 6,-
- Boekwaarde aandeel: € 5,-
- $P/B = 6/5 = 1,2$
- <1 ondergewaardeerd?



7. Prijs / boekwaarde = Price to Book ratio (P/B)

Enkele tekortkomingen

- A. Boekwaarde kan materieel afwijken van de marktwaarde
- B. Niet bruikbaar voor alle ondernemingen (wat is de waarde van de zoekmachine van Google)
- C. Kwaliteit data: garbage in garbage out
- D. Verplichtingen buiten balans
- E. Negatief eigen vermogen



7. Prijs / boekwaarde = Price to Book ratio (P/B)



ProBeleggen

Beter beleggen met de beste Professionals

Selectie Nederland

Naam	P/B	P/B 5Yr Avg	Naam	P/B	P/B 5Yr Avg
ARCELORMITTAL	0.4	0.4	RANDSTAD HOLDING	2.4	2.9
AEGON NV	0.5	0.5	OCI NV	2.5	4.0
NN GROUP	0.5	0.4	IMCD GROUP	2.5	
DELTA LLOYD NV	0.5	1.2	CORBION NV	2.5	2.2
NSI NV	0.7	0.8	SLIGRO FOOD GROU	2.6	2.4
VASTNED RETAIL N	0.8	0.7	AALBERTS INDS	2.6	2.5
ING GROEP NV	0.9	1.0	BE SEMICONDUCTOR	2.7	2.5
ROYAL DUTCH SH-A	0.9	1.0	VOPAK	2.8	2.9
ABN AMRO-CVA	1.0		AHOLD NV	2.9	2.8
SBM OFFSHORE NV	1.1	1.3	INTERTRUST	2.9	
EUROCOMMERCIALCVA	1.1	1.1	USG PEOPLE NV	2.9	2.2
BOSKALIS WESTMIN	1.2	1.7	TKH GROUP NV	3.1	2.7
FUGRO NV-CVA	1.2	1.4	KPN (KONIN) NV	3.1	2.8
BAM GROEP	1.2	1.1	HEINEKEN NV	3.3	2.8
ASM INTL NV	1.3	1.3	WOLTERS KLUWER	4.1	3.7
APERAM	1.3	1.1	ASML HOLDING NV	4.4	4.8
ARCADIS NV	1.3	2.4	GALAPAGOS NV	5.5	2.6
DSM (KONIN)	1.5	1.5	UNILEVER NV-CVA	7.1	6.7
UNIBAIL-RODAMCO	1.5	1.5	GRANDVISION W/I	8.0	
KONINKLIJKE PHIL	1.9	1.9	AIR FRANCE-KLM	10.7	
TNT EXPRESS	1.9	1.7	RELX NV	11.0	10.2
TOMTOM	2.0	2.1	ALTICE NV -A	57.1	
WAREHOUSES DE PA	2.2	1.7	POSTNL NV		
GEMALTO	2.2	2.7	FLOW TRADERS		
AKZO NOBEL	2.3	2.6	WERELDHAVE NV		



7. Prijs / boekwaarde = Price to Book ratio (P/B)

Praktijkvoorbeeld: Van Lanschot

- Boekwaarde per aandeel € 31,77
- Koers aandeel € 19,50
- $P/B = 19,50 / 31,77 = 0,61$
- Afronding transformatie in 2017
 - Afbouw zakelijke- en vastgoedportefeuille – van € 4,4 miljard naar € 1,83 miljard
 - Focus op private banking, asset management en merchant banking
- Groei in winstgevendheid door afbouw voorzieningen
 - Winst per aandeel van € 1,47 in 2015 richting € 2,25 in 2016
- Aandeel onder druk vanwege aankomende plaatsing Delta Lloyd
- Waardering: $12 \times \text{winst } 2017 = € 27$
- P/B op koersdoel 0,85x



8. Hoe vaak bijwerken?

- A. Afhankelijk van de waarderingsmaatstaf
- B. Koers verandert elke dag (relevant voor bijv. koers-winstverhouding)
- C. Kasstroom gerelateerd maximaal 1x per kwartaal

Welke aandelen vind ik interessant?

- A. Koersdoel $>20\%$ koers $\Rightarrow$ koop
- B. Koersdoel $<10\%$ upside $\Rightarrow$ verkoop
- C. Koersdoel $< 20\%$ koers $\Rightarrow$ short (inspelen op koersdaling)
- D. Koersdoel $<10\%$ downside $\Rightarrow$ sluiten short

E. Niet beleggen is ook een beslissing!



9. Volgende webinar

Deel 3. 4 april 2016:

- Maatstaven op basis van kasstromen
- Screening: het vinden van interessante beleggingen
- Wanneer welke maatstaf gebruiken / combineren van maatstaven

De gebruikte maatstaven hangen af van veel factoren zoals sector / groei / cyclisch / kapitaalintensiteit



Ultieme transparantie bij ProBeleggen

- Meebeleggen met Professionals als Albert Jellema
- Inzage in echte portefeuilles
- Toegang tot alle analyses
- Direct bericht bij kansen



Veel weten van weinig



Tot slot: blijf op de hoogte via www.bnpparibasmarkets.nl

- Nieuwsbrieven
- Technische Analyses van Nico Bakker
- Seminars
- Brochures
- Brochures en prospectus met productuitleg, kosten en risico's
- Productoverzichten, bijvoorbeeld van Turbo's en Rendement Certificaten
- Turbo app

0900 MARKETS (0900 6275387) markets@bnpparibas.co

BNP PARIBAS

Home Producten Marktoverzicht Thema's Academy Analyse

Zoek:
Code / Tekst

Zoek Turbo/Booster
AEX

Boosters > Long > Short
Turbo's > Long > Short

Productpagina's

- > Turbo's
- > Boosters
- > Certificaten
- > Memory Coupon Notes
- > Rendement Certificaten
- > Garantie Notes
- > AEX Obligaties

alle Producten

Quicklinks

- > Nieuwe producten
- > Turbo & Booster Overzicht
- > Rendementsoverzicht
- > Beëindigde Producten
- > Gratis Nieuwsbrieven
- > Brochures
- > Seminars

"Visie op de markt van..." met Albert Jellema

Memory Coupon Notes op ING en de EuroStoxx 50

Rendement Certificaten nieuwe series beschikbaar

Turbo App beschikbaar voor Android en iOS

Webinar met een gastspreker uit de financiële wereld. Met op 9 februari Albert Jellema van ProBeleggen.

Nieuwe Memory Coupon Notes op ING en de EuroStoxx 50

Met de Memory Coupon Note (MCN) op het aandeel ING ontvangt u een jaarlijkse coupon van 8% als ING op de jaarlijkse peildatum op of boven 8,95 euro noteert. De MCN op de EuroStoxx 50 biedt u een jaarlijkse coupon van 6% indien de EuroStoxx 50 op de jaarlijkse peildatum op of boven 2700 punten noteert. Lees meer...

Chart Navigator

"Bodem of dip?"
De beleggingslandschappen ogen wereldwijd niet eensluidend. Er zijn verschillen waarneembaar in de trendstatus van de aandelenindices. Met het thema van deze week "Bodem of dip" wordt geïndiceerd wat u mag verwachten op de speelvelden. Lees het in de Chart Navigator. Lees meer.

Turbos and Trading

"Belegt u al in dat andere alternatief?"
Als er op spaarrekeningen te weinig rente wordt gegeven om

Nieuwsbrieven



Disclaimer

Delen van deze presentatie worden verzorgd door Albert Jellema en in samenspraak met BNP Paribas Fortis SA N.V. (BNP Paribas) georganiseerd. Albert Jellema is medewerker van Probeleggen.nl en hij is onafhankelijk analist. BNP Paribas verstrekt een financiële vergoeding aan ProBeleggen in het kader van een mediaovereenkomst met het doel de activiteiten van BNP Paribas Markets te promoten. De informatie in deze presentatie is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als een individuele aanbeveling tot het doen van bepaalde beleggingen. Iedere belegging die u overweegt, dient u te toetsen aan uw persoonlijk beleggersprofiel en te bespreken met uw beleggingsadviseur. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze presentatie gegeven standpunten en vooruitzichten van Albert Jellema geven zijn mening weer in zijn hoedanigheid als analist. BNP Paribas kan van tijd tot tijd producten uitgeven die dezelfde onderliggende waarden kunnen hebben als de financiële instrumenten besproken in deze presentatie. BNP Paribas heeft echter geen enkele betrokkenheid bij, op welke manier dan ook, invloed op, zeggenschap over of inspraak in de totstandkoming van de analyses van of namens Albert Jellema, ProBeleggen of een aan haar gelieerde onderneming of persoon. BNP Paribas is niet verantwoordelijk voor de volledigheid, juistheid en geschiktheid voor welke doeleinden dan ook en aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid in verband met de analyses van Albert Jellema, ProBeleggen een aan haar gelieerde onderneming of persoon.

Ten tijde van deze presentatie heeft Albert Jellema zakelijk of privé posities in de besproken onderliggende waarden dan wel financiële instrumenten gerelateerd aan de onderliggende waarden die aan de orde komen in deze presentatie. Verder zijn er geen andere potentiële belangenconflicten bekend.



Disclaimer

Deze presentatie dient uitsluitend voor informatiedoeleinden. Noch dit document noch de verklaringen die in verband met deze presentatie zijn afgegeven zijn opgesteld als of vormen een aanbieding, uitnodiging of aanbeveling tot het kopen of verkopen van een financieel instrument of het aangaan van een transactie. Een aanbieding of een uitnodiging tot het doen van een aanbieding, uitnodiging of aanbeveling tot het aangaan van een transactie in een financieel instrument uitgegeven door BNP Paribas S.A. (BNP Paribas) of The Royal Bank of Scotland Plc (RBS Plc) of the Royal Bank of Scotland N.V. (RBS N.V.) zal uitsluitend worden gedaan op basis van een prospectus, eventuele supplementen en definitieve voorwaarden welke kosteloos verkrijgbaar zijn via www.bnpparibasmarkets.nl. U kunt ook bellen op 0900-MARKETS (0900-6275387, lokaal tarief), een e-mail sturen naar markets@bnpparibas.com of per post aanvragen via BNP Paribas, Herengracht 595, 1017 CE, Amsterdam. Potentiële beleggers dienen een onafhankelijk oordeel te vormen en onafhankelijk professioneel advies inwinnen voordat zij een beleggingsbeslissing met betrekking tot financiële instrumenten nemen. Beleggers dienen zorgvuldig af te wegen of een transactie in de financiële instrumenten geschikt is gezien de mogelijke economische voordelen, de risico's, de effectenrechtelijke, andere juridische, fiscale en boekhoudkundige aspecten en hun persoonlijke omstandigheden (waaronder ervaring, doelstellingen en financiële positie). De getallen opgenomen in deze presentatie zijn indicatief en resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie of indicatie voor toekomstige resultaten. Er is geen enkele garantie dat de beleggingsdoelstellingen genoemd in deze presentatie werkelijk worden behaald. Elke belegging kent economische en markt risico's en de waarde van een belegging kan zowel stijgen als dalen. BNP Paribas accepteert geen enkele aansprakelijkheid voor welke schade, kosten en claims dan ook ontstaan uit, of in verband met enige informatie opgenomen in deze presentatie of mondeling verstrekt, tenzij er sprake is van opzet of grove schuld van BNP Paribas. BNP Paribas kan als principaal of als agent van tijd tot tijd een belang nemen in of financiële instrumenten kopen, verkopen of aanbieden die identiek zijn aan of vergelijkbaar met de financiële instrumenten die worden besproken in deze presentatie of daaraan gerelateerde financiële instrumenten zoals futures, opties en grondstoffen contracten. Distributie van deze presentatie verplicht BNP Paribas niet tot het aangaan van enige transactie. De informatie opgenomen in deze presentatie is onderhevig aan wijzigingen zonder dat hiervan voorafgaande mededeling wordt gedaan en kan in zijn geheel worden gewijzigd, aangevuld of vervangen door latere documentatie. Deze presentatie mag niet (geheel of gedeeltelijk) worden gekopieerd, verstrekt of anderszins gedistribueerd aan een ander zonder de schriftelijke toestemming van BNP Paribas. Aanvullende informatie is op verzoek beschikbaar. Als geen contact wordt opgenomen neemt BNP Paribas aan dat aanvullende informatie niet nodig is gezien uw kennis en ervaring. BNP Paribas S.A. staat in Nederland onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. BNP Paribas S.A. staat in Frankrijk onder toezicht van de Autorité des marchés financiers' and Banque de France. © BNP Paribas S.A. Alle rechten, behalve indien expliciet toegekend, worden voorbehouden. Reproductie in welke vorm dan ook van de inhoud van dit document is zonder voorafgaande schriftelijke toestemming verboden tenzij voor persoonlijk gebruik. Deze presentatie is geproduceerd op 23 maart 2016.

