



Leer Fundamenteel Beleggen: deel 3

Albert Jellema & Erik Mauritz



BNP PARIBAS | The bank for a changing world

Erik Mauritz
Amsterdam, 4 april 2016

Programma

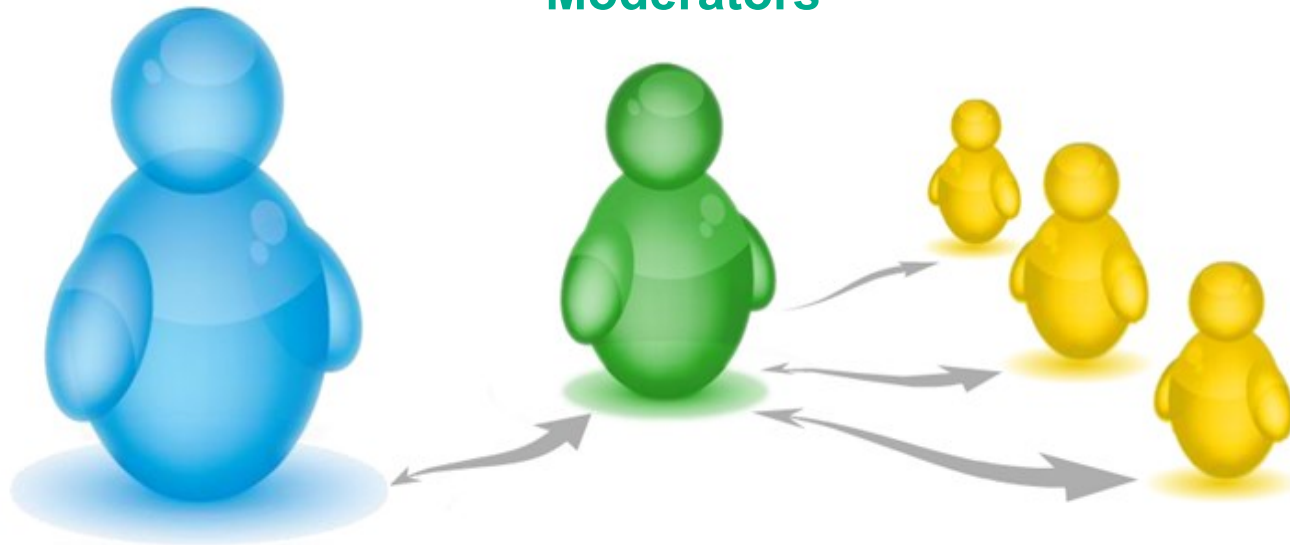
- Introductie BNP Paribas
- Presentatie Albert Jellema
 1. Wat is fundamentele analyse?
 2. Maatstaven vorige webinars: fundamenteel beleggen deel 1 & 2 & tekortkomingen
 3. Vrije kasstroomrendement
 4. Discounted Cash Flows
 5. Conclusie
- Pauze
 6. 6 uitgewerkte beleggingsideeën
- Enquete



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.**



1. Wat is fundamentele analyse
2. Maatstaven vorige webinars: fundamenteel beleggen deel 1 & 2 & tekortkomingen
3. Vrije kasstroomrendement
4. Discounted Cash Flows
5. Conclusie
6. 6 uitgewerkte beleggingsideeën



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. Maatstaven vorige webinars & tekortkomingen

- Koers-winstverhouding (K/W) = Price/Earnings (P/E), PEG = koerswinstverhouding / groei, Dividendrendement = dividend yield
- Enterprise value (EV) / EBITDA
- Prijs / boekwaarde

Tekortkomingen

- A. Kwaliteit data: garbage in garbage out
- B. Winst 'manipulatie' (bv kapitaliseren kosten)
- C. Houden niet altijd rekening met alle schulden
- D. Werken niet voor alle aandelen / sectoren
- E. Maakt geen onderscheid tussen soort bedrijven (BV wel / niet kapitaal intensief)



2. Maatstaven vorige webinars & tekortkomingen

- Winst = manipuleerbaar
- Winst = een opinie, cash is een feit
- Behandelen nu maatstaven obv cash
 - Vrije kasstroomrendement
 - Discounted Cashflows



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

- Vrije kasstroom: kasstroom beschikbaar voor de gewone aandeelhouder zonder dat dit de toekomstige bedrijfsvoering in gevaar brengt
- Berekening op meerdere manieren mogelijk
- Data beschikbaar via jaarverslagen & kwartaalverslagen



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

- Vrije kasstromen voor heel het bedrijf worden berekend door:
- Operationeel resultaat * (1-belastingtarief)
- +/- afschrijvingen
- -/- veranderingen in werkkapitaal
- -/- investeringen



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

Turnover	240	Netto omzet
COGS (cost of goods sold)	(120)	Cost of goods sold
Gross Profit	120	Brutowinst
Grossprofit margin	50.0%	Brutowinst marge
SG&A	(85)	Selling General & Administrative
EBITDA	35	Operationele winst voor depreciatie en amortisatie
Ebitda margin	14.6%	Operationele winstmarge voor depreciatie en amortisatie
Depreciatie	(10)	Afschrijving kapitaalgoederen
Amortisatie	(5)	Afschrijving op bv goodwill
EBIT	20	Operationele winst
Ebit margin	8.3%	Operationele winstmarge
Interest charges	(4)	Rentelasten
EBT	16	Winst voor belasting
Taxes	(4)	Belasting
Net progit	12	Netto winst
Net pofit margin	5.0%	Netto winstmarge

EBITDA: winst voor (earnings before)...Proxy voor operationele kasstroom

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



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

DCF Valuation Calendar Years ending December 31, (<i>\$ in thousands</i>)	Projected Free Cash Flow					
	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
EBITDA	\$8,954	\$9,898	\$10,941	\$12,093	\$13,367	\$13,367
Less D&A	1,112	1,222	1,343	1,476	1,623	1,623
EBIT	7,842	8,676	9,598	10,617	11,745	11,745
Less: Cash Taxes (35%)	(2,745)	(3,037)	(3,359)	(3,716)	(4,111)	(4,111)
Tax-adjusted EBIT	5,097	5,639	6,239	6,901	7,634	7,634
Pluss: D&A	1,112	1,222	1,343	1,476	1,623	1,623
Less: Capital Expenditures	(1,750)	(1,750)	(1,750)	(1,750)	(1,750)	(1,750)
Less: Change in Net Working Investment	(318)	(350)	(384)	(423)	(465)	(465)
Unlevered Free Cash Flow	\$4,141	\$4,762	\$5,447	\$6,205	\$7,042	\$7,042

- FCF yield: vrije kasstroomrendement delen door de waarde van de aandelen
- Stel waarde aandelen 50 dan vrijekasstroomrendement van 4,14 gedeeld door 50 = 8,3%
- Hoog / laag hangt af van fase onderneming / sector



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

Enkele tekortkomingen

- A. Vooruitbetaald krijgen (bv tegen korting)
- B. Facturen trager betalen
- C. Minder voorraad aanhouden
- D. Definitie van kapitaaluitgaven
- E. Investeren voor groei versus 'going concern'



3. Vrije kasstroomrendement

= free cashflow yield = FCF (Equity)

Selectie Nederland

Naam	FCF / MC	Naam	FCF / MC
BOSKALIS WESTMIN	13.3	TOMTOM	4.5
FUGRO NV-CVA	13.0	ASM INTL NV	4.5
AIR FRANCE-KLM	10.6	AALBERTS INDS	4.4
POSTNL NV	10.6	ASML HOLDING NV	4.4
TKH GROUP NV	9.0	HEINEKEN NV	4.1
ARCADIS NV	8.8	CORBION NV	4.1
APERAM	8.7	USG PEOPLE NV	4.1
BE SEMICONDUCTOR	8.4	GRANDVISION W/I	3.8
AEGON NV	8.2	AKZO NOBEL	3.3
VOPAK	7.7	INTERTRUST	3.2
AHOLD NV	7.1	KONINKLIJKE PHIL	3.2
NSI NV	6.8	DSM (KONIN)	1.7
WOLTERS KLUWER	6.3	ROYAL DUTCH SH-A	1.2
RANDSTAD HOLDING	5.9	ARCELORMITTAL	-3.8
KPN (KONIN) NV	5.8	GALAPAGOS NV	-4.6
RELX NV	5.7	OCI NV	-5.0
SLIGRO FOOD GROU	5.2	TNT EXPRESS	-5.3
UNILEVER NV-CVA	4.9	BAM GROEP	-9.8
IMCD GROUP	4.8	SBM OFFSHORE NV	-27.5
GEMALTO	4.6		



4. Discounted Cashflows (DCF)

- De waarde van een onderneming is de netto contante waarde van toekomstige vrije kasstromen....
- Gebaseerd op het volgende principe: een euro vandaag is meer waard dan een euro over een jaar. Waarom?
 - Bezit het nu in plaats van te wachten
 - Met inflatie van 2% over een jaar 98 cent koopkracht
 - Risico dat je er over een jaar niet meer bent



4. Discounted Cashflows (DCF)

- A. Toekomstige vrije kasstromen contant maken
- B. Contant maken tegen de gewogen gemiddelde kostenvoet van het eigen en vreemd vermogen = WACC
- C. Beschikbare tools te vinden op bijvoorbeeld:
http://www.xdiv.com/invest/dcf_tutorial/
- D. Uitkomsten te afhankelijk van uiteindelijke groeivoet



5. Conclusie maatstaven

- Kunt nooit een aandeel op basis van 1 maatstaf beoordelen
- Per sector andere maatstaven relevant
- Moet soortgelijke aandelen vergelijken
 - Niet Akzo vergelijken met ASML
- EV/EBITDA vaak goed uitgangspunt (behalve bij financials)
- Winst is een opinie, cash een feit
- Fundamentele analyse kost tijd
- Maatstaven zeggen weinig over oa:
 - Bedrijfsmodel
 - Kwaliteit management
 - Sterkte / zwaktes



6. Praktijkvoorbeeld: PostNL

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
POSTNL NV	0%	8.21	3.84	10.62

- Beurskoers: €3,65
- Verwachte winst per aandeel 2016: € 0,44
- Koerswintverhouding $3.65 / 0,44 = 8,2x$
- Enterprise value: marktwaarde aandelen + Netto schuld = € 1,58 miljard
- EBITDA € 408
- $EV / EBITDA = 1,58 / 408 = 3,84x$
- Vrije kasstroom € 171 miljoen / Marktwaarde aandelen € 1618 = 10,6%



6. Praktijkvoorbeeld: PostNL

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
POSTNL NV	0%	8.21	3.84	10.62

- Waardering aantrekkelijk: gemiddeld 35% goedkoper dan concurrenten
- Geen dividend vanwege negatief eigen vermogen
- Positief eigen vermogen = dividend = dividendrendement >8%
- Geen groeibedrijf... maar ook geen krimp!
- Pensioenfonds problematiek redelijk onder controle
- Triggers:
 - TNT overname afgerond = PostNL schuldenvrij
 - Redelijk eerste kwartaal na slechte resultaten vorig jaar

*Op dit moment geen positie



6. Praktijkvoorbeeld: Aperam

Naam	Dvd Yld	Est P/E	Nxt Yr	EV/EBITDA	Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
APERAM	2.9%		11.63		5.56	8.72

- Roestvaststaal producent
- Lastig 2015 vanwege lage nikkel prijzen (uitstel orders) & Brazilië
- Aantrekkelijke waardering & sterke financiële positie
- Dividend positieve verrassing
- Importheffing binnen EU voor Chinees staal positief
- Sterk management

Naast de vraag wat je wilt kopen ook altijd belangrijk te kijken hoe?



6. Praktijkvoorbeeld: Aperam

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
APERAM	0%	11.63	5.56	8.72

- Aperam Rendement Certificaat: ISIN NL0011657424
- Koers Aperam €33,58
- Koers certificaat 33,70
- Certificaat keert €37 uit in december indien Aperam niet onder €20 is geweest
- Potentieel rendement 9,8% in 9 maanden
- Aandeel mag 40% dalen
- Gebeurt dit wel, dan is de performance 2% slechter dan rechtstreekse belegging in aandelen (plus div)



6. Praktijkvoorbeeld: Refresco

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
REFRESCO	2.2%	12.60	6.40	8.00

- Waardering aantrekkelijk: gemiddeld 20% goedkoper dan concurrenten
- Grootste bottelaar van Europa: 4100 medewerkers in 9 landen
- 6 miljard liter door de productietanks
- Onbekend maakt tot nu toe onbemind
- Groei komt uit acquisities
- Acquisities zitten niet in de verwachtingen!
- Overnamekas € 350 miljoen



6. Praktijkvoorbeeld: Heineken

Naam	Dvd Yld	Est P/E	Nxt Yr	EV/EBITDA	Nxt Yr	FCF Yld w/Curr	MC
HEINEKEN NV	1.7%		18.9		12.8		4.9

- Waardering stevig door overnames sector (SabMiller)
- Premie >10% tov langjarig gemiddeld
- Volume groei tussen 1 en 3% verwacht
- Prijsomgeving lastig
- Aandeel 6% onder de piek
- Waardering as good as it gets



6. Praktijkvoorbeeld: Ahold

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
AHOLD NV	2.7%	15.71	7.16	6.29

- Waardering redelijk aantrekkelijk
- Sterke resultaten over de afgelopen Jaren
- Goede focus op kosten
- Overname Delhaize in volle gang
- Synergiepotentieel significant en onderschat
- Sterke kasstromen en aandeelhouders vriendelijk management



6. Praktijkvoorbeeld: Unilever

Naam	Dvd Yld	Est P/E Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	FCF Yld w/Curr MC
UNILEVER	3.0%	18.89	12.76	4.92

- T(here) I(s) N(o) A(lternative) = TINA
- Outlook 'preparing for tougher market conditions'
- Volumes slechter dan verwacht
- Prijsontwikkeling positieve verrassing
- Resultaten degelijk maar verre van spannend
- Waardering as good as it gets, tenzij.....



Hartelijk dank voor uw aandacht



Ga naar www.probeleggen.nl voor meer informatie over Albert Jellema en ProBeleggen.



Veel weten van weinig

In 1999 studeerde Albert Jellema af als bedrijfseconoom aan de Rijks Universiteit Groningen. Hij begon bij ABN AMRO als vermogensbeheerder voor welgestelde particulieren om vervolgens het bekende hoog dividend aandelenfonds op te zetten. Dit fonds groeide snel naar een beheerd vermogen van ruim 1 miljard. In de tussentijd voltooide Albert de postdoctorale opleiding tot beleggingsprofessional, genaamd CFA. In 2005 werd hij benaderd door het succesvolle Nederlandse Hedgefund GO Capital, waar hij uiteindelijk managing partner werd. Het fondsvermogen steeg in enkele jaren richting de € 600 miljoen. Albert werd als manager van beide fondsen met verschillende prijzen onderscheiden. Zo behaalde hij de S&P Morningstar award in de categorie aandelen wereldwijd en werd het mede door hem beheerde hedgefund gekozen tot beste fonds van Europa in de categorie aandelen long/short.

Albert Jellema



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 gast spreker uit de financiële wereld. Met op 9 februari Albert Jellema van ProBeleggen.

Schrijf u hier in

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.](#)

[Nieuwsbrieven](#)

Turbos and Trading

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



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 4 april 2016.

