



Wat werkt op Wall Street

In 1996 publiceerde James O'Shaughnessy de bestseller 'What Works on Wall Street'. Hij onderzocht daarin 44 jaar aan financiële gegevens om te achterhalen welke beleggingsstrategieën de best renderende aandelen opleveren. Het boek is inmiddels toe aan zijn vierde editie (McGraw-Hill, 2012). Daarin heeft de auteur zijn eerdere spoorwerk geactualiseerd en uitgebreid. Het lijvige werk bevat daarmee de meest recente inzichten over het kiezen van winnende aandelen. De meest in het oog springende bevindingen zal ik hier bespreken.

De beurswijsheid 'cut your losses and let your winners run' blijkt een steekhoudend stukje advies. Wat blijkt namelijk uit de onderzoeksresultaten van O'Shaughnessy? Gemiddeld genomen gaan winnende aandelen nog een tijdje door met winnen. Daar staat tegenover dat aandelen die recentelijk het hardst geraakt zijn, in de regel verlies op verlies blijven stapelen.

Dit botst met de theorie van efficiënte markten. Volgens die leer is het immers niet mogelijk om de toekomstige beurskoers te voorspellen op basis van de koersontwikkeling uit het verleden. Toch kunnen beleggers aandelen die in de afgelopen zes en twaalf maanden het hardst zijn gedaald maar beter omzeilen, 'tenzij financiële vernietiging je doel is', aldus O'Shaughnessy. Het enige moment waarop het loont om de grootste verliezers te kopen is na een hevige beermarkt (minus 40% of meer) waarna doorgaans een 'junk' rally volgt.

In de originele editie van 'What Works on Wall Street' kwam O'Shaughnessy tot de conclusie dat men aandelen het beste kon selecteren op basis van de price-to-sales ratio, ofwel de koers-omzetverhouding (k/o). Hij bestempelde het als de koning van de value-maatstaven. Een mogelijke verklaring voor de superioriteit ten opzichte van de koers-winstverhouding (k/w) is de evenwichtigheid van verkoopcijfers. Het gebeurt maar weinig dat solide bedrijven een grote omzetzak moeten rapporteren. Het komt echter regelmatig voor dat de winst scherp kantelt. Omzet is zodoende een veel stabielere cijfer dan winst, en de k/o is daarom een zeer effectief middel om winnende aandelen te selecteren.

In de meest recente editie van het boek komt O'Shaughnessy tot de conclusie dat je meer rendement behaalt als je verschillende value-maatstaven compileert. Dit werkt beter dan wanneer je afgaat op slechts één value-indicator. Soms is een aandeel met een lage koers-winstverhouding

bijvoorbeeld niet een echt waarde-aandeel. Andersom duidt een hoog peil niet per definitie op overwaardering. Om een algemene indruk te krijgen dient men ook te kijken naar andere maatstaven. Ter illustratie: volgens de gegevens van Bloomberg bedraagt de koers van Koninklijke Ten Cate momenteel dertig maal de winst over de afgelopen twaalf maanden. Dat is aan de forse kant. Maar andere kerncijfers zijn als volgt: koers/boekwaarde = 1,3; koers/cashflow = 5,5; koers/omzet = 0,6; dividendrendement = 2,1%. Daaruit komt dus niet het beeld naar voren van een overdreven hoge prijs.

O'Shaughnessy bundelt de verschillende indicatoren samen tot een enkele 'value composite'. Wanneer je aandelen selecteert op basis van deze value composite is het risico lager dan wanneer je alles wedt op een individuele value-maatstaf zoals de k/o. Daarnaast is het rendement aanzienlijk. Iemand die consequent had geïnvesteerd in de 10% best gerangschikte aandelen, zou tussen 31 december 1963 en eind 2009 een bedrag van \$10.000 hebben zien uitgroeien tot \$14.688.089.

De value composite kun je ook gebruiken als hulpmiddel bij het innemen van shortposities. O'Shaughnessy adviseert beleggers die willen profiteren van koersdalingen om te beginnen met de 25 of 50 slechtste aandelen volgens de value composite. Ook al ben je niet van plan om short te gaan, zorg er in ieder geval voor dat je vermijdt deze aandelen aan te kopen. Ze zijn zwaar overgewaardeerd.

drs. Pieter van der Weele RBA is ceo/oprichter van Value Group en fondsbeheerder van het Long Run Value Partners Fund.

VALUE GROUP: Badhuisstraat 121-127, Vlissingen | 0118-413975 | info@valuegroup.nl | www.valuegroup.nl