

kortlopende bezittingen (cash, voorraden en debiteuren) min alle schulden. Zo bouwde Graham een stevige veiligheidsmarge in: zelfs bij een onverhoopt faillissement zat er voldoende in de boedel voor een vette uitkering aan aandeelhouders.

De wereld is veranderd. In de hoogtijdagen van Graham, de jaren dertig en veertig, waren effectenmarkten een stuk minder efficiënt en lagen waarderingen een stuk lager dan vandaag. Momenteel zijn er maar weinig bedrijven te vinden waarvan de beurswaarde lager is dan de waarde bij faillissement.

WAARDE ZONDER VISIE

Gelukkig beschreef Graham in zijn boek een tweede manier om aandelen te selecteren. Daarbij kopieert hij huidige prestaties van een bedrijf simpelweg door naar de toekomst. Bij deze zogeheten verdienkrachtmethode – in het Engels Earnings Power Value (EPV) – wordt dus wel naar de toekomst gekeken zonder die te voorspellen. “Een belegger moet de ware verdien capaciteit van een onderneming achterhalen, de waarde als je ervan uitgaat dat de komende jaren niets verandert”, aldus Graham.

De EPV-methode neemt als uitgangspunt dat de gemiddelde winst over de laatste vijf à tien jaar een goede inschatting is van de winst die het bedrijf tot in de eeuwigheid kan behalen.

Deze winst wordt vervolgens teruggerekend naar vandaag om de huidige waarde te bepalen. Deze berekende waarde wordt vergeleken met de waarde die beleggers op dat moment op de beurs betalen. Als de aandelen tegen een korting van 30 procent handelen – dat wil zeggen dat de beurswaarde 30 procent lager ligt dan de EPV-waarde – sprak Graham van een aantrekkelijke belegging.

KRACHT

De kracht van de Earnings-Power-Value-methode ligt in de eliminatie van de grootse onzekerheid voor

beleggers: toekomstverwachtingen. De meeste waarderingmethoden nemen wel toekomstverwachtingen mee, ondanks de zekerheid dat die in het verleden vaak onjuist bleken.

Daarnaast neemt de EPV-methode de gemiddelde winst uit het verleden, waardoor rekening wordt gehouden met de economische cyclus die het bedrijf doormaakt. Bij een waardering op basis van koers-winstverhouding is dat bijvoorbeeld niet het geval. Die kijkt slechts naar de winst van één jaar.

ZWAKTES

De EPV-methode mag dan alleen naar het heden kijken, wie met de methode aan de slag gaat, brengt de toekomst een stuk dichterbij. Het blijkt namelijk een erg tijdrovende klus om de strategie te gebruiken. Een belegger zal alle jaarverslagen van ten minste de laatste 5 jaar onder de loep moeten nemen om een duurzaam winstniveau te bepalen.

Hierbij is de belegger op zoek naar de operationele winst, die niet per se door het bedrijf opgelepeld wordt. Denk hier bijvoorbeeld aan eenmalige baten of lasten die samenhangen met de verkoop van activiteiten. Ook is de discontovoet discutabel. Het getal heeft een enorme impact op de uiteindelijke EPV-waarde. Een bedrijf met een (duurzame) winst van 100 en een discontovoet van 10 procent heeft een waarde van 1000. Bij een 2 procent lagere (hogere) discontovoet stijgt (daalt) de waarde tot 1250 euro (833 euro).

Aan de EPV-methode kleeft ook een behoorlijk risico. Veel bedrijven die volgens de methode interessant zijn, hadden een hoge winstgevendheid in het verleden, maar kampen nu met problemen waardoor de aandelenkoers in elkaar is gestort. Vaak komen de bedrijven er weer bovenop met een spectaculair aandelenrendement tot gevolg. Maar in sommige gevallen, denk bijvoorbeeld aan fotobedrijf Kodak, is faillissement het eindstation.

ACCELL ALS VOORBEELD

In vier stappen naar een EPV-waarde

Benjamin Graham zou ongetwijfeld schrikken als hij vandaag aandelen zou moeten selecteren. Bij de meeste bedrijven ligt de EPV ver onder de actuele beurskoers. Blijkbaar houdt de markt in zijn geheel rekening met een fors herstel van de winsten in de komende jaren als de economie van de euro-zone verbetert. Maar hoe werkt de formule precies? De EPV van fietsenmaker Accell uit Heerenveen in vier stappen.

1 Wat is een duurzaam winstniveau?

In stap 1 probeert een belegger een inschatting te maken van de duurzame winstgevendheid van

een bedrijf. Hiervoor neemt een belegger de gemiddelde winst in de afgelopen vijf jaar. Deze winst bedraagt voor Accell 34,5 miljoen euro.

KERNCIJFERS ACCELL

	Gemiddelde	2014	2013	2012	2011	2010
Verkopen	741,9	882,4	849,0	772,5	628,5	577,2
Bedrijfsresultaat (ebit)	39,4	43,6	33,9	36,1	37,1	46,4
Belasting	4,9	9,2	3,7	2,6	3,1	5,8
Duurzame winst	34,5	34,5	30,2	33,5	34,0	40,5

2 Wat is de discontovoet?

In stap 2 wordt deze winst teruggerekend naar vandaag. Daarvoor wordt een discontovoet gebruikt, het rendement dat beleggers willen zien op hun investering. Deze discontovoet verschilt per bedrijf en bedraagt momenteel 6 procent voor Accell volgens gegevens van dataleverancier Bloomberg.

3 Wat is de Earnings Power Value?

In stap 3 worden alle winsten vertaald naar vandaag. Een belegger kan dit doen door de duurzame winst door de WACC te delen.

Bij Accell bedraagt de EPV-waarde 575 miljoen euro [34,5 miljoen gedeeld door 6 procent].

4 Is het aandeel aantrekkelijk?

In de laatste stap wordt bepaald of het bedrijf een aantrekkelijke belegging is. Allereerst worden de schulden van 146 miljoen euro van de EPV-waarde afgetrokken om tot de waarde te komen die relevant is voor aandeelhouders. Deze waarde van 429 miljoen euro is nagenoeg identiek aan de beurswaarde van de aandelen van 427 miljoen. Graham zou Accell dus 'fair' gewaardeerd vinden en de aandelen niet kopen.