

DE SCORE OP HET DAMRAK

Nog beter: een strategie waarbij zowel de aandelen met de slechtste score werden verkocht (“geshort”) en aandelen met de hoogste score werden gekocht, leverde gemiddeld 23 procent rendement per jaar op.

Meer recent onderzoek toont aan dat de checklist nog werkt. Zo werd de F-score in 2017 uitgebreid getest door hoogleraren Harry Turtle (Universiteit van Colorado) en Kainan Wang (Universiteit van Toledo). Aan de hand van beleggingsdata over de periode van 1973 tot 2014 concludeerden zij dat mandjes aandelen met een hoge F-score het beter deden dan mandjes met een lage F-score.

Lage F-scores werden gedefinieerd als 0 tot 2. Scores van 3 tot 6 werden gedefinieerd als ‘midden’. De gemiddelde F-score voor de onderzochte bedrijven over een volledig bedrijfsjaar was 4,6; de mediane score was 5 (de middelste waarneming).

NADELEN

De F-score kent ook gebreken. Zo is de checklist niet toepasbaar op vastgoedfondsen, verzekeraars en banken. Deze bedrijven werken met unieke balansstructuren en hebben afwijkende operationele kenmerken. Daarnaast zijn financiële instellingen onderworpen aan specifieke regelgeving die ervoor zorgt dat de activa en verplichtingen afwijken van die bij andere beursfondsen. Een ander nadeel: het is een flink karwei om de vragenlijst af te werken voor tientallen aandelen.

Daarbij komt, zeker gezien het cyclische karakter van sommige bedrijven en het zo nu en dan kwakkelende economische klimaat, dat maar weinig bedrijven een hoge score toegekend krijgen. Hierdoor is het lijstje met toppers volgens Piotroski niet zelden kort, waardoor het moeilijk is voldoende spreiding in de portefeuille te krijgen.

De Piotroski-analyse geeft geen informatie over de algehele waardering van de markt, of

Het is opvallend dat er na de eerste stap, de filter op aandelen met een lage k/b, nauwelijks aandelen op de Nederlandse beurs zijn die goed scoren op de checklist. De relatief laag gewaardeerde bedrijven lijken dus niet zonder reden een lage k/b te hebben; ze presteren maar matig op het gebied van winstgevendheid, solvabiliteit en efficiëntie. De beste score binnen de aandelen met een lage waardering is van Just Eat Takeaway, een bedrijf dat toch ook met de nodige (groei)problemen kampt.

De onderstaande tabel laat daarom het eerste criterium, selectie van aandelen met een lage k/b, buiten beschouwing. Ook dan zijn er op het Damrak echter maar weinig bedrijven die echt hoog scoren (8 of 9). Het laat zien dat de checklist behoorlijk streng is. Ebusco, Alfen en Pharming scoren het slechtst. Deze bedrijven kijken in 2024 alle drie tegen zeer stevige koersdalingen aan.

HOE SCOREN AANDELEN OP HET DAMRAK?

Toppers	Score	Floppers	Score
InPost	9	CM.com	4
RELX	8	Vivoryon	3
ASML	7	Alfen	2
KPN	7	Pharming	2
ASMI	7	Ebusco	1

Bron: Bloomberg. Betreft F-score op basis van de jaarcijfers over 2023.

HET
FILTEREN VAN
KWALITEITS-
AANDELEN
MET DE
F-SCORE IS
EEN
STEVIGE KLUS
EN VERGT
VEEL
ZOEKWERK

de waarderingen buiten het mandje aandelen met de laagste koers-boekwaarderatio (k/b). Er is altijd een groep met bedrijven die relatief de laagste k/b hebben en daarom in aanmerking komen.

De echte waarde van een bedrijf zit bovendien steeds minder in het cijfer waarvoor de bezittingen in de boeken staan. Essentieel is of het erin slaagt de bezittingen winstgevend aan te wenden.

DE CHECKLIST

Aandelenselectie via de F-score verloopt als een tweetrapsraket. Allereerst is het zoeken naar aandelen met een lage waardering. Piotroski vond alleen die bedrijven binnen een markt interessant die bij de 20 procent aandelen met de laagste beurskoers ten opzichte van de boekwaarde hoorden.

De eerste 4 criteria hebben

betrekking op de **kasstroom** en het **winstpotentieel** van een onderneming:

- 1 Was de winst in het laatste boekjaar positief?
- 2 Was de operationele kasstroom in het laatste boekjaar positief?
- 3 Was het rendement op het balanstotaal in het meest recente boekjaar hoger dan in het boekjaar ervoor (winst/balanstotaal)?
- 4 Ligt de operationele kasstroom hoger dan de winst? (Reden voor deze vraag is de constatering dat bedrijven die een hogere winst rapporteren dan de kasstroom in bepaalde gevallen boekhoudkundige trucjes gebruiken om zaken mooier voor te stellen dan ze zijn.)

De volgende 3 criteria analyseren hoe **solvabel** de onderneming is:

- 5 Ligt de langetermijnschuld ten opzichte van het balanstotaal lager dan vorig jaar?
- 6 Is de liquiditeit verbeterd, gedefinieerd als de *current ratio* (vlottende vaste activa plus de liquide middelen, gedeeld door de vlottende passiva)?
- 7 Heeft het bedrijf in het afgelopen boekjaar geen aandelen uitgegeven? (Reden voor deze vraag: een emissie is vaak nodig omdat de ondernemingsleiding verwacht dat het bedrijf niet aan toekomstige financiële verplichtingen kan voldoen.)

De laatste twee vragen beoordelen hoe **efficiënt** het bedrijf op het operationele vlak is:

- 8 Is de brutomarge – bruto-winst gedeeld door de omzet – verbeterd ten opzichte van het vorige boekjaar?
- 9 Is de turnoverratio – de omzet gedeeld door het balanstotaal – beter geworden in het laatste boekjaar? Deze turnoverratio geeft aan hoe productief een bedrijf zijn bezittingen aanwendt.

NB: Met elke vraag kan een bedrijf 1 punt scoren als het antwoord ‘ja’ is.