

Maar er zijn meer redenen voor het achterblijven van de beurskoers. Zo heeft in 2013 een bestuurswisseling plaatsgehad waarbij Floris Deckers is vervangen door Karl Guha, voorheen chieff risk officer bij het Italiaanse Unicredit. Guha heeft het leningenboek grondig doorgespit en maakt schoon schip. Lokale en Europese toezichthouders pleiten voor strengere kapitaaleisen en er heerst onduidelijkheid over 'Basel-4', de regelgeving die gevolgen zou kunnen hebben voor de risicoweging van de Nederlandse hypotheek bij de berekening van de risico-gewogen activa.

STRUCTURELE OVERHANG

Wat de beurskoers ook niet hielp zijn de geringe interesse van analisten voor het aandeel en de beperkte verhandelbaarheid. Een groot deel van het aandelenkapitaal is in vaste handen. Delta Lloyd heeft een belang van 30 procent en Rabobank is sinds de acquisitie van Friesland Bank grootaandeelhouder met 12 procent. De vrije verhandelbaarheid (*free float*) is slechts 23 procent en dat zorgt voor een zogenoemde structurele 'overhang' en dus een discount. Geef orders daarom altijd een koerslimiet mee.

Een katalysator voor een betere beursprestatie zou het behalen van de bedrijfsdoelen zoals geformuleerd door Guha in 2013 kunnen zijn. Guha zette voor 2017 in op een

nog gezondere balans en een rendement op het eigen vermogen van 10 tot 12 procent. Dit kan Van Lanschot onder andere bereiken door het balanstotaal te minderen en de bedrijfskosten structureel te verlagen. Het leningentotaal is al verkleind van 12,5 miljard euro ultimo 2013 naar 10,4 miljard euro halverwege 2015. Ook moeten op termijn de IT-kosten, die nu ongeveer 60 miljoen euro per jaar bedragen, omlaag door standaardisatie aan de voorkant van de bank.

Het verbeterende economische klimaat in Nederland zal helpen de jaarlijkse toevoegingen aan de pot voorzieningen voor slechte leningen te verlagen. Deze trend is zichtbaar in de resultaten van ABN Amro en andere Nederlandse grootbanken. Ook kan het blijvend volatiele, maar naar verwachting betere beursklimaat de kernactiviteiten ondersteunen. De succesvolle ontmanteling van de niet-kernactiviteit corporate banking kan een positieve katalysator zijn evenals een verhoging van het dividend en, minder waarschijnlijk, een vermindering van het aantal kernactiviteiten. Tot slot kan minder onzekerheid omtrent toezichthouders positief uitwerken.

KOERSDOEL: 31 EURO

Van Lanschot heeft een beurswaarde van ongeveer 900 miljoen

CONTRAIR BELEGGEN

Het kopen van de angst van de massa, zo kun je contrair beleggen ook noemen. Angst om achter te blijven en angst om een aandeel te kopen waarbij je steeds moet uitleggen waarom en waarover je op feestjes maar liever je mond houdt.

Contrair of tegendraads beleggen kan een goede methode zijn om de markt te verslaan, mits consistent en met een goede spreiding uitgevoerd. De tegendraadse belegger zoekt naar aandelen die zijn achtergebleven bij de markt, die niet geliefd zijn bij beleggers en een lage waardering hebben. Aandelen met lage verwachtingen dus.

euro en is niet duur. Met een koers van 22 euro staat het aandeel bijna 30 procent onder de boekwaarde van het eigen vermogen (31,11 euro per eind 2014). De dividenduitkering van 40 cent per aandeel (over 2014) levert een bescheiden dividendrendement op van 1,8 procent.

Waar kan de koers naartoe? Theoretisch zou het aandeel rond boekwaarde moeten noteren indien de winstgevendheid van het toevertrouwde eigen vermogen gelijk zou zijn aan het door de eigenvermogensverschaffers geëiste rendement. Voor Van Lanschot is dat echter nog niet het geval. De bank behaalde over de eerste zes maanden van 2015 een rendement op het eigen vermogen van 5,7 procent. Ter vergelijking: ING handelt wel rond boekwaarde en maakt tegenwoordig de vermogenskostenvoet weer meer dan goed. Hetzelfde geldt voor beursnieuweling ABN Amro.

Alleen al *mean reversion* (terug keer naar het gemiddelde, red.) van de bedragen die jaarlijks aan de stropenpot voor slechte leningen moeten worden toegevoegd, zou

betekenen dat het doelrendement voor 2017 ter grootte van 10 tot 12 procent voor Van Lanschot binnen handbereik ligt. Niet alleen de verbeterde economische situatie in Nederland kan hieraan bijdragen, ook de verkorte balans met een lager risicoprofiel zijn een steun in de rug. In dat geval mag het aandeel rond de boekwaarde noteren. In de periode 2005-2007 werd een gemiddeld rendement op het eigen vermogen gerealiseerd van bijna 17 procent, dus onhaalbaar is het niet.

Onder het credo '*Focus, Simplify and Grow*' wordt het bedrijf door een transitieperiode geloodst naar een *wealth manager* met een betere winstkwaliteit. Pure *wealth managers* worden doorgaans beloond met hogere beurswaarderingen dan de meer traditionele bankbedrijven. Dit als gevolg van een betere winstkwaliteit en hogere rendementen op het eigen vermogen. Zo handelt bijvoorbeeld het Zwitserse Julius Baer boven boekwaarde.

Van Lanschot is een aandeel dat past in een klassiek *mean reversion*-patroon en is een prima aanvulling op een goed gespreide aandelenportefeuille met bovengemiddeld kansrijke achterblijvers. Als '*Focus, Simplify and Grow*' met succes kan worden afgerond, is de boekwaarde een realistisch koersdoel.

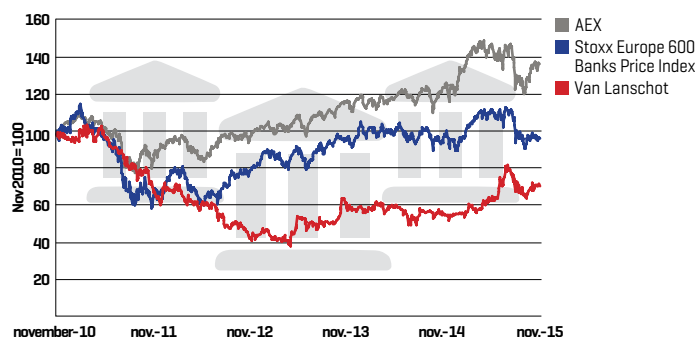


HANS VAN DE WEG

is zelfstandig vermogensbeheerder. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring met het beheer van aandelenportefeuilles voor onder andere Aegon Asset Management en ING Investment Management. Hij behoorde over die twintigjarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit aandelen Van Lanschot.

VAN LANSCHOT VERSUS BANKENSECTOR EN AEX

Van Lanschot bleef de afgelopen vijf jaar sterk achter bij de Nederlandse beurs én bij de Europese bankensector



Bron: Bloomberg.