

# De top 100 van Beursplein 5

In moderne theorieën met betrekking tot het vermogensbeheer staat de toekomst centraal.

Volgens de auteur van dit artikel echter valt er, als het om de samenstelling van een aandelenportefeuille gaat, van het verleden heel wat te leren. Een goede analyse van historische tijdreeksen levert volgens hem meer dan gemiddelde resultaten op. Hoe zo'n analyse zou kunnen plaatsvinden wordt in dit artikel uiteengezet. De auteur rangschikt 100 Nederlandse aandelen op basis van een reeks criteria, zoals groeikracht, koersstabiliteit, rendement, marktgevoeligheid, bewezen performance e.d. Aan de hand hiervan kan men zelf een keuze maken die de eigen beleggingsvoorkeur weerspiegelt. Wie dit op grond van de eerder gepresenteerde ranglijsten had gedaan, had een goed resultaat geboekt.

**DR. C.J. PRINS\***

## Evaluatie van de resultaten uit 1984 en 1985

In de 'top 100' van vorig jaar werd aangegeven welk resultaat men had behaald als men op grond van informatie uit 1983 op 1 januari 1984 een beleggingsportefeuille had samengesteld op basis van de 'top 90' en op 31 december 1984 deze portefeuille had verkocht 1). De index 'Algemeen' was dan overtroffen! Dit resultaat was behaald zonder te muteren en zonder rekening te houden met eventueel uitgekeerd dividend. In de onderstaande tabel is zowel het resultaat van de beste 10 aandelen uit de analyses van 1984 en 1985 opgenomen als dat van de categorie 'groei-aandelen'. Dit is gedaan voor de periode volgend op de uitgevoerde analyse. Voor een goed begrip van de uitgevoerde analyses is het belangrijk te weten, dat de dataverzameling werd afgesloten per 31 december 1985. Gegevens die na die datum beschikbaar kwamen werden niet meer verwerkt. Derhalve heeft de 'top 100' van 1986 betrekking op informatie die in 1985 of eerder ter beschikking kwam.

Tabel 1. Resultaten van de beste 10 aandelen uit de 'top 100' van 1984 en 1985

Categorie	Resultaat 1984	Resultaat 1985
Top 90 1984		
- algemene kwaliteit	19%	53%
- groei-aandelen	18%	46%
Top 100 1985		
- algemene kwaliteit	-	78%
- groei-aandelen	-	104%
- sterkste stijgers	-	78%
ANP/CBS-index algemeen	18%	41%

Was de eerste 'top 90' nog een probeersel, toch was het resultaat in vergelijking met de stijging van de ANP/CBS-index 'Algemeen' goed. De uitgebreidere versie van vorig jaar, zowel naar aantal variabelen als naar diepgang, gaf een zeer goed resultaat. Het is opvallend dat de gegevens uit de 'top 90' van 1984, gebaseerd op informatie uit 1983 en eerdere jaren, zelfs voor 1985 alleszins acceptabele rendementen opleverden. Op grond van deze resultaten kunnen voor een ondersteuning van de 'efficiënte-markthypothese', die ervan uitgaat dat niet historische,

maar verwachte ontwikkelingen het beleggingsresultaat bepalen, weinig argumenten gevonden worden.

## De gehanteerde methodiek voor 1986

Waren er vorig jaar 20 variabelen, die in een dataset geanalyseerd werden, dit jaar zijn in totaal 22 variabelen gebruikt. Anders dan in voorgaande jaren is nu in de dataset een tweedeling aangebracht. De eerste dataset bestaat uit gegevens waarbij 'waarderingsaspecten' een rol spelen; de tweede dataset bestaat louter uit 'fundamentele' grootheden. Voorbeelden uit de eerste categorie zijn het dividendrendement, de koers/winstverhouding en het gemiddelde koersstijgingspercentage over de afgelopen 5 jaar. Voor de tweede categorie moet men denken aan de boekwaarde per aandeel, de netto winst als percentage van het eigen vermogen en bij voorbeeld de groei van de omzet. De complete lijst van gebruikte variabelen is als bijlage 1 opgenomen 2).

Een fonds komt pas in aanmerking om in de analyse te worden opgenomen als het over enige 'marketability' beschikt; daarnaast moeten er minimaal over een periode van 8 jaar balansgegevens bestaan. Een notering aan de beurs in Amsterdam gedurende een periode van 5 jaar is een minimumvereiste.

De gedachte achter de splitsing van de dataset is de mogelijkheid te scheppen om of alleen naar 'fundamentele' data te kijken, dan wel 'koerstechnische' gegevens te hanteren. Natuurlijk zijn deze twee ook te combineren, hetgeen later in de analyse ook is gedaan. Het zal duidelijk zijn dat er grote verschillen zijn tussen fundamentele waardering en koersperformance. Het voorbeeld van een aandeel als Koninklijke Olie is daarvoor illustratief. Evenals in voorgaande jaren is principale-componentenanalyse gebruikt voor het opsporen van structuren. Om de interpreteerbaarheid van de verkregen uitkomsten te vergroten is hierbij orthogonale rotatie toegepast (varimax). Vervolgens zijn de uitkomsten geclusterd in onderling samen-

\* De auteur is werkzaam als directeur van NV Interbeheer en Jadebeheer BV en als zodanig verantwoordelijk voor de beleggingsfondsen Esmeralda en Jade.

1) Zie C.J. Prins, Negentig Nederlandse aandelen op een „rijtje" gezet, *ESB*, 8 augustus 1984, blz. 712-715 en idem, De „top 100" van Beursplein 5, *ESB*, 17 juli 1985, blz. 708-711.

2) Een uitgebreidere versie zal verschijnen als 'special' bij *Itec-Tijdingen*, een uitgave van Itec Vermogensbeheer te 's-Gravenhage.

hangende groepen. Voor het uitzetten van een beleggingsstrategie kunnen deze groepen behulpzaam zijn.

## De resultaten voor 1986

De resultaten van de principale-componentenanalyse van de 22 variabelen, opgesplitst in 2 verschillende datasets, zijn in tabel 2 samengevat. Per principale component is tevens de gehanteerde interpretatie vermeld.

Tabel 2. Resultaten van de principale-componentenanalyse (varimax-rotatie)

Koerstechnische dataset (11 variabelen)		Fundamentele dataset (11 variabelen)	
Principale component	Verklaarde variantie	Principale component	Verklaarde variantie
1. Groeikracht	27,6%	1. Rendement	31,2%
2. Bewezen performance	18,7%	2. Winststabiliteit	17,8%
3. Turnaround-situatie	11,6%	3. Groeicapaciteit	16,0%
4. Koersstabiliteit	11,6%	4. Fundamentele stabiliteit	10,0%
5. Marktgevoeligheid	9,0%		
<b>Totaal</b>	<b>78,5%</b>	<b>Totaal</b>	<b>75,0%</b>

Omdat de dataset nu gesplitst is, kon een betere interpretatie van de principale componenten worden bereikt dan voorheen. De resultaten wijken hier en daar dan ook licht af. De structuur is echter hetzelfde gebleven! Met de 9 principale componenten is een datareductie bereikt van meer dan 60%, terwijl bijna 77% van de informatie behouden bleef. Alle variabelen blijken hoog te scoren op de gehanteerde principale componenten, waardoor gesteld kan worden dat deze een evenwichtig beeld geven van de dataset. Het is niet verwonderlijk dat respectievelijk 'groeikracht' en 'rendement' het grootste deel van de opgenomen variantie vertegenwoordigen. Tevens blijkt 'stabiliteit' in beide datasets veel informatie te bevatten.

Een interessante vraag is welke ondernemingen op de verschillende principale componenten hoog scoren en welke van hen op de totaallijsten van de 'koerstechnische' en de 'fundamentele' analyses op de hoogste plaatsen komen. In de tabellen 3 en 4 zijn enkele relevante data van de totaallijsten weergegeven. Nogmaals zij in herinnering gebracht, dat de onderliggende factorscores normaal verdeeld zijn met een gemiddelde van 0 en een standaardafwijking van 1. Was vorig jaar het groepje, bestaande uit Blydenstein-Willink, Nijverdalen ten Cate en Macintosh sterk vertegenwoordigd in de categorie 'herstelkracht', nu zien we deze 3 textielbedrijven in de koerstechnische analyse bovenaan.

Tabel 3. De 10 hoogst scorende aandelen in de koerstechnische en fundamentele analyses

Koerstechnische analyse		Fundamentele analyse	
Fonds	Waardering	Fonds	Waardering
1. Blydenstein-Willink	1,31	1. Koninklijke Olie	1,01
2. Macintosh	0,93	2. Ahold	0,97
3. Nijverdalen ten Cate	0,73	3. Nat. Nederlanden	0,92
4. Palthe	0,69	4. Verenigde Glas	0,84
5. A'damse Rijtuig Mij	0,56	5. Amev	0,84
6. Unilever	0,49	6. IBB-Kondor	0,78
7. Econosto	0,43	7. Gist Brocades	0,76
8. Verto	0,43	8. CSM	0,71
9. CSM	0,42	9. Heineken	0,69
10. HBG	0,39	10. Twentsche Kabel	0,69

Dat in de fundamentele analyse Koninklijke Olie hoge ogen zou gooien, was voorspelbaar. Ook de posities van de verzekeraars in deze categorie zijn plausibel. Voor

Ahold, CSM en Verenigde Glas is eveneens een hoge fundamentele waardering weggelegd. Dit geldt overigens ook voor IBB - Kondor die vorig jaar nog niet was opgenomen. De kwaliteit van CSM komt tot uiting in het feit, dat in beide categorieën dit fonds hoog eindigt.

Een lijst met slecht scorende aandelen is natuurlijk niet de meest tot de verbeelding sprekende. Toch komt het vaak voor, dat zich hiertussen bekende aandelen bevinden. Tabel 4 brengt deze in beeld.

Tabel 4. De 10 laagst scorende aandelen in de koerstechnische en fundamentele analyses

Koerstechnische analyse		Fundamentele analyse	
Fonds	Waardering	Fonds	Waardering
91. Schuttersveld	-0,51	91. Gelatine Delft	-1,39
92. NMB	-0,53	92. Hoogovens	-1,42
93. Gelatine Delft	-0,72	93. Holec	-1,49
94. Hollandia Kloos	-0,75	94. Bos Kalis	-1,50
95. Rommenholler	-0,78	95. Goudsmit	-1,53
96. Giessen de Noord	-0,81	96. Van Berkel	-1,58
97. Pont Houthandel	-0,82	97. Cindu Key & Kramer	-1,69
98. Cred. Lyonnais	-0,95	98. Meneba	-1,68
99. Van Berkel	-1,57	99. Pont Houthandel	-1,91
100. Bos Kalis	-2,72	100. Chamotte Unie	-2,01

Tabel 5. Rangorde van 100 Nederlandse aandelen

Nr.	Waarde	Fonds	Nr.	Waarde	Fonds
1	1,90	Blydenstein-Willink	51	0,32	Twijnstra & Gudde
2	1,37	Koninklijke Olie	52	0,30	Wereldhave
3	1,14	Centrale Suiker Mij.	53	0,26	Ass. Stad Rotterdam
4	1,12	Unilever	54	0,24	Océ v.d. Grinten
5	1,08	Verenigde Glas	55	0,22	VNU
6	1,07	Econosto	56	0,21	Algemene Bank Nederland
7	1,04	Ahold	57	0,19	A'damse Rijtuig Mij.
8	1,00	Gist Brocades	58	0,17	Nedlloyd
9	0,98	IBB - Kondor	59	0,15	Reesink
10	0,98	Nationale Nederlanden	60	0,12	Holl. Amerika Lijn
11	0,94	Wessanen	61	0,12	Audet
12	0,90	KLM	62	0,11	Kluwer
13	0,86	Macintosh	63	0,10	Nagron
14	0,83	Verto certs.	64	0,09	Deli - mij.
15	0,80	Gamma Holding	65	0,09	Bredero V.B.
16	0,79	Ceteco	66	0,07	Ubbink
17	0,79	Nijverdalen ten Cate	67	0,03	Schuitema
18	0,78	Palthe	68	0,00	Wegener
19	0,78	Pakhoed	69	-0,09	Nederl. Middenstands Bank
20	0,77	Twentsche Kabel	70	-0,10	Batenburg
21	0,76	De Telegraaf	71	-0,11	Hagemeyer
22	0,75	VRG	72	-0,18	Bühmann Tetterode
23	0,73	Riva	73	-0,19	KNP
24	0,73	Amev	74	-0,20	Van Dorp
25	0,72	Norit	75	-0,23	Borsumij Wehry
26	0,71	Furness	76	-0,29	Rommenholler
27	0,69	Heineken	77	-0,32	Internatio Muller
28	0,67	ACF Holding	78	-0,34	Amro
29	0,65	Beers' Zonen	79	-0,45	Volker Stevin
30	0,64	Naarden	80	-0,54	Van Ommeren
31	0,60	Akzo	81	-0,80	Wyers
32	0,59	Wolters Samson	82	-0,88	Boer Drukkerij
33	0,56	Proost & Brandt	83	-1,09	Kon. Bijenkorf Beheer
34	0,55	Holl. Beton Groep	84	-1,17	Hollandia Kloos
35	0,55	Aegon	85	-1,19	Hunter Douglas
36	0,55	Elsevier	86	-1,33	Landre & Giinderman
37	0,49	Philips	87	-1,42	Cred. Lyonnais Bank Ned.
38	0,49	Smit Internationale	88	-1,43	Sanders Behang
39	0,49	Bols	89	-1,54	Holec
40	0,46	VMF-Stork	90	-1,62	Schuttersveld
41	0,45	Hoek-Loos	91	-1,62	Hoogovens
42	0,45	Burgman Heybroek	92	-1,63	Cindu, Key & Kramer
43	0,45	Eriks	93	-1,84	Goudsmit
44	0,43	Otra	94	-2,00	Giessen de Noord
45	0,42	IHC Caland	95	-2,01	Meneba
46	0,42	Nutricia	96	-2,11	Gelatine Delft
47	0,41	Koppelpoort	97	-2,33	Chamotte Unie
48	0,39	Desseaux	98	-2,73	Pont Houthandel
49	0,34	Grasso	99	-3,15	Van Berkel
50	0,34	Fokker	100	-4,23	Bos Kalis

Het is opvallend, dat de banken zeer bescheiden posities innemen in de koerstechnische analyses. De hoogste plaats is voor de ABN weggelegd (78), terwijl de positie van de NMB wel zeer bescheiden is. Door de lange periode met slechte resultaten heeft Hoogovens de laagste 10 wat het fundamentele aspect betreft nog niet verlaten. Wat de koers aangaat, heeft het recente herstel al krachtig doorgewerkt (81). Voor het overige is voor Pont Houthandel, van Berkel, Gelatine Delft en Bos Kalis de synchroniciteit tussen koers en fundamentele kracht sprekend.

De interessantste lijst is natuurlijk die, waarin de scores van de beide analyses zijn samengevat. Dit is gebeurd door simpelweg de behaalde scores op te tellen. Door enige weging toe te passen, kan men zelf hierin natuurlijk de eigen voorkeur voor de korte termijn (koerstechnische aspecten) dan wel voor de lange termijn (fundamentele gegevens) verwerken.

Vergelijken we de resultaten van tabel 5 met die van vorig jaar dan valt een aantal zaken op. De aandelen die vorig jaar hun positie op de ranglijst sterk wisten te verbeteren, scoren dit jaar opvallend hoog in het eindresultaat. Vermeldenswaard zijn in dit verband vooral Blydenstein Wil-link, Verenigde Glas, Wessanen en KLM. Overigens geldt een analoog verhaal mutatis mutandis in mindere mate ook voor de sterkste dalers van vorig jaar, die nu in de on-

derste regionen te vinden zijn, zoals Meneba en Bos Kalis.

Was vorig jaar de categorie de sterk stijgende aandelen beleggingsresultaat van 78% zeer succesvol, ook dit jaar mag van deze groep wel het een en ander worden verwacht. Tabel 6 brengt de grootste winnaars en verliezers in beeld.

**Tabel 6. De 10 sterkst stijgende en sterkst dalende aandelen in de top 100**

Nr.	Winst	Fonds	Nr.	Verlies	Fonds
1	+ 64	Verto	1	- 57	Römmenhöller
2	+ 56	Palthe	2	- 50	Kluwer
3	+ 52	Gist Brocades	3	- 49	Landré & Glinkerman
4	+ 47	KLM	4	- 46	Hollandia Kloos
5	+ 46	Econosto	5	- 44	Batenburg
6	+ 46	Nijverdal ten Cate	6	- 40	Ass. Stad Rotterdam
7	+ 37	VMF-Stork	7	- 35	Wereldhave
8	+ 35	Pakhoed	8	- 33	Giessen de Noord
9	+ 35	Akzo	9	- 30	Amro
10	+ 31	Gamma Holding	10	- 29	Aegon

Doordat de analyse meer aandacht schenkt aan 'koersperformance' vallen de banken uit de toon, omdat er

**Tabel 7. De groepsindeling van 100 Nederlandse aandelen**

Gemiddelde score op:	Groep 1 Speculatieve fondsen	Groep 2 Bijzondere aandelen	Groep 3 Kwaliteitsaandelen	Groep 4 Groeiaandelen
Groei-kracht	- 1,739	0,346	0,051	0,627
Bewezen stabiele performance	- 1,321	- 0,260	- 0,024	0,868
Turnaround - situatie	0,016	0,473	- 0,298	0,214
Koersstabiliteit	0,280	- 0,323	0,635	- 1,001
Marktgevoeligheid	- 0,543	- 0,050	0,041	0,243
Rendement	- 1,841	- 0,456	0,600	0,231
Winstcapaciteit	- 1,737	- 0,771	0,274	0,883
Fundamentele stabiliteit	0,600	- 1,202	0,274	- 0,265
Groeicapaciteit	- 1,856	- 0,440	0,381	0,406
	79 Volker Stevin 81 Wyers 82 Boer Drukkerij 83 Kon. Bijenkorf 87 CLN Bank 89 Holec 90 Schuttersveld 93 Furness 94 Giessen de Noord 96 Gelatine Delft 97 Chamotte Unie 98 Pont Houthandel 99 Van Berkel 100 Bos Kalis	57 A'damse Rijtuig 58 Nedlloyd 61 Audet 68 Wegener 72 Bührmann Tetterode 74 Van Dorp 75 Borsumij Wehry 77 Internatio Muller 80 Van Ommeren 85 Hunter Douglas 86 Landré & Gl'man 88 Sanders Behang 91 Hoogovens 92 CKK 95 Meneba	2 Koninklijke Olie 3 Centrale Suiker Mij. 4 Unilever 6 Econosto 7 Ahold 8 Gist Brocades 10 Nat. Nederlanden 11 Wessanen 16 Ceteco 19 Pakhoed 20 Twentsche Kabel 22 VRG 24 Amev 25 Norit 26 Furness 27 Heineken 28 ACF - Holding 29 Beers' Zonen 32 Wolters Samson 34 HBG 35 Aegon 37 Phillips 38 Smit Intern. 39 Bols 41 Hoek - Loos 42 Burgm. Heybroek 44 Otr 45 IHC Caland 46 Nutricia 47 Koppelpoort 48 Desseaux 52 Wereldhave 53 Ass. Stad Rotterdam 56 ABN 59 Reesink 62 Kluwer 63 Nagron 64 Delf - mij 65 Bredero V.B. 66 Ubbink 69 NMB 70 Batenburg 72 Hagemeyer 78 Amro	1 Blydenstein-Willink 5 Verenigde Glas 9 IBB - Kondor 12 KLM 13 Macintosh 14 Verto certs. 15 Gamma Holding 17 Nijverdal ten Cate 18 Patthe 21 Telegraaf 23 Riva 30 Naarden 31 Akzo 33 Proost & Brandt 36 Elsevier 40 VMF - Stork 43 Eriks 49 Grasso 50 Fokker 51 Twijnstra & G. 54 Océ v.d. Grinten 55 VNU 60 Hol. Am. Lijn 67 Schuitema 73 KNP 76 Römmenhöller 84 Holl. Kloos

over een lange periode geen sprake is van hoge koersstijgingen! Aegon en Stad Rotterdam kunnen evenmin hun hoge posities handhaven. Voor deze categorie geldt, dat de koersstijging te veel en te lang vooruit gelopen is op de fundamentele ontwikkeling. Bij Wereldhave is dit door overnameperikelen in het verleden ook het geval. Dit industriële sector zit, doordat de algemene verbetering van het beursklimaat met lagere rentes samenging, met een stijging van het winstniveau nu in de categorie met de grootste winnaars. Nu moeten we niet de fout maken door deze sector als de fundamenteel meest aantrekkelijke te karakteriseren! Immers juist daar moest men door een diep dal en kon/moest de winst groot zijn!

## Een typering in samenhangende groepen

Alle in beschouwing genomen aandelen worden gekarakteriseerd door een groot aantal kenmerken. De een groeit harder, de ander fluctueert sterker, terwijl een derde uitmunt in een uitstekende financiële structuur. Door nu een aantal samenhangende groepen van aandelen samen te stellen is het mogelijk de selectie van fondsen fijner af te stemmen op het geformuleerde beleggingsbeleid. Hiervoor is evenals in voorgaande jaren weer gebruik gemaakt van de cluster-analyse. De clusters van aandelen worden met behulp van de eerder gememoreerde factorscores van een etiket voorzien. In tabel 7 is deze groepsindeling gecombineerd met de kwaliteitsaanduiding van tabel 5. Tevens is de gemiddelde factorscore per principale component voor iedere onderscheiden groep opgenomen. Evenals vorig jaar is een viertal groepen gehanteerd. De hoogst genoteerde fondsen kwamen uiteindelijk vooral terecht in de categorieën 'kwaliteitsaandelen' en 'groeiaandelen'. De beide andere soorten: 'bijzondere aandelen' en 'speculatieve fondsen' vinden hun aanhang vooral in de lagere regionen van de 'top 100'.

## Praktische implicaties

Evenals voorgaande jaren zal het ook dit jaar mogelijk zijn, dat op basis van gefundeerde analyse van historisch materiaal een meer dan gemiddeld beleggingsresultaat wordt bereikt. Hiervoor is het niet nodig om een marktconforme portefeuille samen te stellen: een tiental aandelen met een gelijke weging in de portefeuille is hiervoor voldoende. Ook is een actief beleggingsgedrag met aan- en verkopen overbodig. De zo belangrijk geachte timing kunnen we eveneens vergeten. Kopen aan het begin van een periode en het realiseren van de winst aan het einde van het jaar is voldoende. Geldt dit ook voor de onderhavige analyse? De uitkomsten van volgend jaar zullen het leren. De ervaring van de afgelopen twee jaar is echter bemoedigend!

C.J. Prins

## Lijst van gebruikte variabelen

### Koerstechnische variabelen

1. Gemiddelde koers/winstverhouding 1980 – 1984.
2. Getaxeerde koers/winstverhouding 1985.
3. Getaxeerde koers/winstverhouding 1986.
4. Variatiecoëfficiënt koers/winstverhouding 1980 – 1984.
5. Beta-coëfficiënt.
6. Variatiecoëfficiënt hoog-laagverhouding 1980 – 1984.
7. Regressiecoëfficiënt hoog-laagverhouding 1980 – 1985.
8. Getaxeerde koers/cashflow-verhouding 1985.
9. Gemiddelde koersgroei per jaar in de periode 1981 – 1985.
10. Laatstbekende boekwaarde per aandeel/koers per ultimo 1985.
11. variatiecoëfficiënt koersgroei 1981 – 1985.

### Fundamentele variabelen

1. Netto winst in percentage eigen vermogen in 1984.
2. Gemiddeld dividendpercentage 1981 – 1985.
3. Dividendpercentage 1985.
4. Gemiddelde pay-out 1980 – 1984.
5. Gemiddelde omzetgroei 1980 – 1984.
6. Variatiecoëfficiënt omzetgroei 1980 – 1984.
7. Gemiddelde groei boekwaarde per aandeel 1980 – 1984.
8. gemiddelde groei netto winst per aandeel 1980 – 1984.
9. Variatiecoëfficiënt groei netto winst per aandeel.
10. Aantal jaren met netto verlies in de periode 1977 – 1984.
11. Variatiecoëfficiënt netto winst als % eigen vermogen.



Bestudering van de top-100 vergroot uw kans op succes in de effectenbeurs. (ANP-foto).