

# De „top 100” van Beursplein 5

DR. C.J. PRINS\*

Voor het tweede achtereenvolgende jaar wordt een systematische analyse gepresenteerd van de ontwikkelingen op de Nederlandse aandelenmarkt. In vergelijking met vorig jaar zijn nu geen vijftien, maar twintig variabelen per fonds gehanteerd, terwijl het aantal geanalyseerde aandelen is gestegen tot 102. De groepsindeling is vereenvoudigd door nog slechts de categorieën groeiaandelen, bijzondere aandelen, kwaliteitsaandelen en speculatieve aandelen te onderscheiden. Batenburg, vorig jaar lijstaanvoerder, is gezakt naar de 26ste plaats. Nieuwe koploper is de nummer 9 van vorig jaar, Riva. De grote veranderingen in de top – zeven fondsen zijn uit de toptien gevallen – geven aan dat de beste „overall performers” van het afgelopen jaar niet automatisch de beste beleggingskeus voor het komende jaar zijn. Toch lijkt het mogelijk op basis van de gegevens in dit artikel een beleggingsportefeuille samen te stellen die het beter doet dan de ANP/CBS-beursindex „algemeen”.

## Inleiding

Evenals vorig jaar 1) is weer een poging gedaan om de meest verhandelde aandelen aan een nadere analyse te onderwerpen, ten einde enige ordening aan te brengen in de vele gegevens die over de Nederlandse aandelen bekend zijn. In vergelijking met vorig jaar is de dataverzameling uitgebreid. Hoewel een aantal fondsen om diverse redenen is verdwenen, is het opgenomen aantal gestegen tot 102. Daarnaast is de variëteit aan gehanteerde variabelen toegenomen. In de huidige analyse zijn twintig kencijfers gehanteerd, die op zich weer opgebouwd zijn uit een groot aantal gegevens 2). Een beter inzicht in de structuur binnen de dataverzameling wordt hierdoor nagestreefd.

## De bruikbaarheid van de top 90 van vorig jaar

De meeste hooggenoteerde aandelen uit de top 90 van vorig jaar hebben een zeer goed jaar achter de rug. Van een enkel aandeel echter was het resultaat minder goed. In de loop van 1984 kwam er van een tweetal fondsen negatieve informatie, waardoor het koersresultaat tegenviel. Dit gold voor de Scheepshypotheekbank, maar in mindere mate ook voor de ABN. Desondanks zou de waardeinstijging van een belegging waarin de 10 „beste” fondsen gelijkmatig voorkomen, de stijging van de ANP/CBS-index „algemeen” over de periode begin januari-ultimo december met 1% overtreffen, daarbij afgezien van het – overigens hoge – dividend. Een gelijke verdeling over de 10 „beste-groei aandelen” zou deze index met bijna 7% geslagen hebben. In beide gevallen is, omdat er geen tussentijdse transacties plaatsvonden, een vergelijking van het statische bezit met de index geoorloofd. Hiermee is natuurlijk geen diepgaande analyse gegeven, maar wel blijkt de bruikbaarheid voor het feitelijke belegginsbeleid, zeker als we problemen verdisconteren die vele portfolio-managers hebben met het bijhouden van de index. Het resultaat kan nog sterk worden verbeterd door een goede timing van aan- en verkopen, bij voorbeeld met behulp van charttechnieken.

## De grote lijnen voor 1984

Evenals vorig jaar is in eerste instantie gepoogd door middel

van principale-componentenanalyse enige datareductie toe te passen met behoud van zoveel mogelijk informatie. Op deze manier worden de mogelijke structuren binnen de dataset wat inzichtelijker. Veel gegevens hebben op het verleden betrekking, sommige echter betreffen de toekomst, zoals de winstverwachtingen voor 1984 en 1985. De resultaten zijn in tabel 1 samengevat en in de appendix de belangrijkste factorladingen per principale component.

Tabel 1. Resultaten van de principale-componentenanalyse (varimax-rotatie)

Principale component	Benaming	Verklaarde variantie in procenten	Gecumuleerde verklaarde variantie in procenten
1	Inkomensrisico	29	29
2	Herstelkracht	12	41
3	Winststabiliteit	11	52
4	Koerspotentie	9	61
5	Marktgevoeligheid	7	68
6	Ontwikkeling in koersstabiliteit	6	74
7	Groei­kracht	6	80

Een duidelijk nieuwe principale component is de „herstelkracht”. Aangezien slechts de jaarresultaten van 1983 bij het afronden van de dataverzameling aanwezig waren voor alle aandelen, geeft dit het herstel van het Nederlands bedrijfsleven aan in 1983. Het is niet opmerkelijk dat met 7 principale componenten nu 80% van de variantie wordt verklaard tegen 90% vorig jaar, omdat het aantal variabelen van 15 is toegenomen tot 20! In wezen wil dit zeggen dat we met 35% van de data nu 80% van de variantie hebben verklaard. Dat is een beter resultaat dan de 90% die vorig jaar met 45% van de data werd bereikt. Een sterke verschuiving in de principale componenten kan niet worden ge-

\* De auteur is werkzaam als directeur van NV Interbeheer en ITEC Vermogensbeheer BV te Den Haag en als zodanig verantwoordelijk voor het beleggingsfonds Esmeralda.

1) C.J. Prins, Negentig Nederlandse aandelen op een „rijtje” gezet, *ESB*, 8 augustus 1984, blz. 712-715.

2) De dataverzameling werd beëindigd per 31-12-1984.

Tabel 2. De 10 hoogst en de 10 laagst scorende fondsen per principale component, met factorscore

Hoogste scores						
Inkomensrisico (laag)	Herstelkracht (groot)	Winststabiliteit (hoog)	Koerspotentie (groot)	Marktgevoeligheid (laag)	Ontw. in koersstabiliteit (positief)	Groei­kracht (hoog)
1.47 Riva	4.92 Blyd.-Willink	1.35 Wereldhave	1.39 VMF	3.24 Holl. Kloos	2.84 Palthe	1.98 Giesen-de Noord
1.25 Kon. Olie	2.85 Nijverdal T.C.	1.28 ABN	1.27 Hoogovens	2.29 Nierstrasz	1.91 Macintosh	1.95 Amev
1.17 Batenburg	2.82 Macintosh	1.22 Stad Rotterdam	1.16 Riva	2.04 Proost & Brandt	1.55 Volker Stevin	1.94 Nierstrasz
1.15 Beers' Zonen	2.61 Riva	1.19 Amev	1.00 Proost & Brandt	2.02 Riva	1.43 Wyers	1.90 AHOLD
1.14 HBG	1.86 Nutricia	1.17 CBM	0.84 Rommenhöller	1.89 Emba	1.40 Emba	1.85 AEGON
1.13 Ver. Glas	1.45 Schuitema	1.16 Kon. Olie	0.84 KNP	1.78 Wereldhave	1.38 Nijverdal T.C.	1.68 Nat. Nederlanden
1.13 Ceteco	1.43 Ver. Glas	1.12 Beers' Zonen	0.78 HBG	1.69 Cred. Lyonais	1.18 Proost & Brandt	1.49 Riva
1.09 IHC Caland	1.01 Nierstrasz	1.12 Nat. Nederl.	0.78 Ceteco	1.62 Koppelpoort	1.18 Blyd.-Willink	1.49 HAL
1.06 Rommenhöller	0.85 AKZO	1.09 Rommenhöller	0.77 Twijnstra&Gudde	1.61 Batenburg	1.16 Chamotte Unie	1.38 Proost & Brandt
0.95 Reesink	0.81 Fokker	1.03 Reesink	0.75 Econosto	1.35 Landré & Gl'man	1.09 Holl. Kloos	1.34 Bos Kalis

  

Laagste scores						
Inkomensrisico (hoog)	Herstelkracht (gering)	Winststabiliteit (laag)	Koerspotentie (gering)	Marktgevoeligheid (hoog)	Ontw. in koersstabiliteit (negatief)	Groei­kracht (gering)
-3.10 Schuttersveld	-1.79 Bos Kalis	-2.64 Hoogovens	-5.04 Schuttersveld	-1.72 Wegener	-6.44 Bos Kalis	-4.85 Schuttersveld
-2.43 Wyers	-1.76 HAL	-2.42 Wyers	-4.89 Bos Kalis	-1.60 VMF	-2.86 Schuttersveld	-2.17 Volker Stevin
-2.39 Chamotte Unie	-1.67 Cred. Lyonais	-2.36 Proost&Brandt	-2.47 Cred. Lyonais	-1.60 Verto Cert.	-1.51 Grasso	-1.97 Nijverdal T.C.
-2.30 Hoogovens	-1.67 Holl. Kloos	-2.35 Schuttersveld	-2.47 Meneba	-1.49 Van Berkel	-1.46 Sanders	-1.51 Wyers
-2.21 CKK	-1.63 Pont	-1.98 Blyd. Willink	-1.87 HAL	-1.47 Pakhoed	-1.20 Boer	-1.47 Meneba
-2.16 Holec	-1.43 WUHB	-1.86 Holl. Kloos	-1.68 Pont	-1.46 Furness	-0.97 Gamma	-1.39 Hoogovens
-1.68 VMF	-1.35 Boer	-1.85 Palthe	-1.62 Furness	-1.42 Hoogovens	-0.79 Goudsmit	-1.31 Sanders
-1.68 Meneba	-1.30 FGH	-1.70 HAL	-1.40 Nagron	-1.32 Nijverdal T.C.	-0.78 Nedlloyd	-1.29 Koppelpoort
-1.64 Pont	-1.27 Nedlloyd	-1.52 WUHB	-1.38 KBB	-1.31 Blyd. Willink	-0.78 Reesink	-1.27 Emba
-1.63 Palthe	-1.26 Goudsmit	-1.40 KNP	-1.15 Emba	-1.28 Meneba	-0.69 Rommenhöller	-1.25 CKK

constateerd. Zo nam het inkomensrisico vorig jaar 28% voor zijn rekening tegen 29% nu. Het aantal principale componenten is beperkt tot die welke minimaal 5% van de variantie kunnen verklaren. Bij 20 variabelen is dat het uiterste criterium om nog te kunnen spreken van datareductie. Dit resulteerde evenals vorig jaar in het opnemen van 7 principale componenten.

Wederom zijn de scores van de aandelen op de diverse factoren berekend. Deze zijn voor de 10 hoogst en de 10 laagst scorende fondsen in tabel 2 samengevat. Hierbij zij in herinnering gebracht dat deze factorscores normaal verdeeld zijn met een gemiddelde 0 en een standaardafwijking van 1. De meeste aandelen die vorig jaar in deze tabel voorkwamen zijn ook nu weer aanwezig. Het is ondoenlijk om alle afwijkingen t.o.v. vorig jaar op te sommen; vandaar dat slechts enige uitschieters worden aangestipt. Bij de factor „herstelkracht” zien we de drie tekstbedrijven Blijdenstein-Willink, Nijverdal ten Cate en Macintosh broederlijk bijeen! Opvallend is het veelvuldig voorkomen van Vereenigde Glas bij de 10 hoogst scorende aandelen. Verder zien

we dat Hoogovens, vorig jaar nog op de één na laagste plaats, nu op een na hoogste positie inneemt bij de factor „koerspotentie”. Door het inzakken van het resultaat in 1983 heeft Batenburg de hoge positie van vorig jaar niet kunnen handhaven. Slechts het inkomensrisico (het dividend bleef ondanks de winstdaling op peil!) bleef uiterst laag.

De 7 scores op de principale componenten zijn gesommeerd en door 7 gedeeld ten einde een eindtotaal te krijgen, zodat een „top 100” kon worden samengesteld. In tabel 3 zijn de 102 fondsen gerangschikt naar gemiddelde score. Bovenaan de lijst prijkt dit jaar Riva (vorig jaar: 9), terwijl Batenburg is gezakt van de eerste positie naar de 26e plaats! Door de hoge plaatsen van Vereenigde Glas en Nierstrasz, waarvan de laatste vorig jaar niet werd opgenomen, is er nogal wat bij de eerste 10 veranderd. Zo vinden we de Nederlandse Scheepshypotheekbank, die momenteel moeilijke tijden doormaakt en het dividend zelfs gepasseerd heeft, niet meer terug. Ook moest Desseaux bijna 20 plaatsen terug. Daarentegen komen we de middenmotor AHOLD nu in de

Tabel 3. Rangordening van 102 Nederlandse aandelen op grond van 7 principale componenten

Rangnr.	Waarde-ring	Fonds	Rangnr.	Waarde-ring	Fonds	Rangnr.	Waarde-ring	Fonds	Rangnr.	Waarde-ring	Fonds
1	1,29	Riva	27	0,38	Nutricia	53	0,10	Audet	78	-0,31	Verto Cert.
2	0,79	Amev	28	0,38	HBG	54	0,10	Pakhoed	79	-0,34	HAL
3	0,76	Vereenigde Glas	29	0,35	Telegraaf	55	0,09	NMB	80	-0,37	Van Dorp
4	0,67	Kon. Olie	30	0,34	Desseaux	56	0,09	Burgman Heybroek	81	-0,40	Nagron
5	0,67	Nat. Nederlanden	31	0,34	Blydestein-Willink	57	0,05	Norit	82	-0,40	Nedlloyd
6	0,64	Aegon	32	0,34	Reesink	58	0,04	KNP	83	-0,42	Sanders
7	0,61	Nierstrasz	33	0,33	ARM	59	0,03	KLM	84	-0,43	KBB
8	0,56	Unilever	34	0,31	Eriks	60	0,01	Gist-Brocades	85	-0,47	Wegener
9	0,52	Ahold	35	0,27	IHC Caland	61	0,00	Océ v.d. Grinten	86	-0,52	Chamotte Unie
10	0,52	Ceteco	36	0,27	VNU	62	-0,02	Giesen-de Noord	87	0,54	Goudsmit
11	0,52	Twentsche Kabel	37	0,27	Landré & Gl'man	63	-0,04	Nijverdal Ten Cate	88	-0,54	Cred. Lyonais Ned.
12	0,51	Kluwer	38	0,25	Holl. Kloos	64	-0,05	Bredero VB	89	-0,58	Volker-Stevin
13	0,49	Stad Rotterdam	39	0,24	Scheepshyp. Bank	65	-0,06	Borsumij Wehry	90	-0,63	Boer Drukkerij
14	0,49	CSM	40	0,22	Ubbink	66	-0,07	AKZO	91	-0,66	Internatio Muller
15	0,49	ABN	41	0,21	Proost & Brandt	67	-0,07	Deli-Mij	92	-0,67	FGH
16	0,48	Bols	42	0,21	ACF-Holding	68	-0,08	Smit Internationale	93	-0,76	van Berkel
17	0,48	Wereldhave	43	0,20	Fokker	69	-0,10	Emba	94	0,76	Wyers
18	0,47	Wessanen	44	0,20	Elsevier-NDU	70	-0,13	Bührmann-Tetterode	95	-0,84	WUHB
19	0,46	Rommenhöller	45	0,19	VRG	71	-0,14	Van Ommeren	96	-0,89	Hoogovens
20	0,43	Koppelpoort	46	0,15	Gamma	72	-0,15	Hagemeyer	97	-0,95	CKK
21	0,43	Macintosh	47	0,14	Schuitema	73	-0,17	Grasso	98	-0,96	Holec
22	0,42	Beers' Zonen	48	0,13	Amro	74	-0,22	Palthe	99	-1,05	Pont
23	0,42	Heineken	49	0,13	Naarden	75	-0,27	Otra	100	-1,06	Meneba
24	0,42	Wolters Samson	50	0,13	Econosto	76	-0,29	Furness	101	-1,83	Bos Kalis
25	0,41	Twijnstra & Gudde	51	0,12	Hoek-Loos	77	-0,30	VMF	102	-2,50	Schuttersveld
26	0,41	Batenburg	52	0,11	Phillips						

Tabel 4. De 10 grootste mutaties in de „top 100” van 1984 ten opzichte van 1983

Stijgers	Mutatie	Dalers	Mutatie
Proost & Brandt	+42	Bos Kalis	-41
AHOLD	+39	Sanders	-33
Blydestein-Willink	+33	Bredero VB	-29
Nutricia	+29	Scheepshypotheekbank	-28
Heineken	+27	Hoek-Loos	-26
Vereenigde Glas	+27	Meneba	-25
Wessanen	+26	Smit Internationale	-24
KLM	+23	Furness	-23
KNP	+22	Deli-Mij	-21
Fokker	+22	Nagron	-20

hoogste regionen tegen. Een aardig beeld geeft de lijst met grootste veranderingen van die aandelen die ook vorig jaar werden opgenomen (tabel 4).

In de top 10 van de sterkst stijgende fondsen vallen de categorieën „levensmiddelen” (AHOLD, Nutricia en Wessanen) en „papier” op (KNP en Proost & Brandt), terwijl bij de dalers het „onroerend goed” (Bos Kalis, Bredero VB en Nagron) en de „scheepvaart” (Scheepshypotheekbank, Smit en Furness) een opmerkelijke plaats innemen. Tabel 4 geeft hiermee een goed beeld van de vele veranderingen die zijn opgetreden, hoewel de beste 10 en de 10 laagst scorende aandelen ook een groot aantal oude bekenden in hun midden hebben.

Tabel 5. Groepsindeling van 102 Nederlandse aandelen

Gemiddelde score op	Groep 1 Groeiaandelen	Groep 2 Bijzondere aandelen	Groep 3 Kwaliteitsaandelen	Groep 4 Speculatieve aandelen
Inkomensrisico	-0,44	-1,67	+0,69	-0,70
Herstelkracht	+0,91	-0,60	+0,06	-1,26
Koerspotentie	+0,45	-0,76	+0,30	-1,48
Marktgevoeligheid	-0,55	-0,97	+0,25	+1,03
Winststabiliteit	-0,87	-1,26	+0,71	-0,57
Groei­kracht	-0,26	+1,21	-0,22	-0,06
Ontwikkeling in koersstabiliteit	+0,71	+0,45	-0,25	-0,57
Fondsen	7. Nierstrasz 21. Macintosh 27. Nutricia 31. Blydestein-Willink 41. Proost & Brandt 43. Fokker 47. Schuitema 49. Naarden 54. Pakhoed 58. KNP 59. KLM 62. Giessen-de Noord 63. Nijverdal Ten Cate 65. Borsumij Wehry 66. Akzo 72. Hagemeyer 75. Otra 77. VMF-Stork 78. Veto Cert	74. Paithe 85. Wegener 86. Chamotte Unie 89. Volker Stevin 91. Internatio-Müller 92. FGH 93. Van Berkel 94. Wyers 95. WUHB 96. Hoogovens 97. CKK 98. Holec 99. Pont-Houthandel 100. Meneba 102. Schuttersveld	1. Riva 2. Amev 3. Vereenigde Glas 4. Kon. Olie 5. Nationale Nederlanden 6. Aegon 8. Unilever 9. Ahold 10. Ceteco 11. Twentsche Kabel 12. Kluwer 13. Stad Rotterdam 14. CSM 15. ABN 16. Bols 17. Wereldhave 18. Wessanen 19. Rommenhüller 20. Koppelpoort 22. Beers' Zonen 23. Heineken 24. Wolters & Samson 25. Twijnstra & Gudde 26. Batenburg 28. HBG 29. Telegraaf 30. Desseaux 32. Reesink 33. ARM 34. Eriks 35. IHC Caland 36. Landré & Gl'man 37. VNU 39. Scheepshypotheekbank 40. Ubbink 42. ACF-Holding 44. Elsevier NDU 45. VRG 46. Gamma 48. Amro 50. Econosto 51. Hoek-Loos 52. Philips 53. Audet 55. NMB 56. Burgman Heybroek 57. Norit 60. Gist-Brocades 61. Océ v.d. Grinten 64. Bredero VB 67. Deli-Mij 68. Smit Internationale 70. Bührmann Tetterode 71. Van Ommeren 73. Grasso 76. Furness 80. Van Dorp 82. Nedlloyd	38. Hollandia Kloos 69. Emba 79. HAL 81. Nagron 83. Sanders 84. Kon. Bijenkorf 87. Goudsmit 88. Credit Lyonnais Ned. 90. Boer Drukkerij 101. Boskalis Westminster

## Een typering in samenhangende groepen

De informatie die besloten ligt in de 7 principale componenten kan ook nu weer worden gebruikt om de 102 fondsen te clusteren in samenhangende groepen, die elk gekarakteriseerd kunnen worden door één specifiek kenmerk. Dát aantal clusters is genomen waarbij een maximale variantie optrad in de gemiddelde factorscores over de cluster. Op grond van de gemiddelde scores op de 7 principale componenten kunnen we deze clusters benoemen. De grootste groep is die van de „kwaliteitsaandelen”. Daarnaast konden nog onderscheiden worden de „groeiaandelen” met hoge scores op de factoren „herstelkracht” en „koerspotentie”, vervolgens de „bijzondere aandelen” met een hoge score op „groei” en een gunstige „ontwikkeling in koersstabiliteit” en ten slotte de „speculatieve aandelen”. Alle aandelen zijn in tabel 5 opgenomen in kwaliteitsvolgorde.

## Conclusie

Indien de aandelenportefeuille wordt samengesteld uit de 10 hoogst genoteerde fondsen uit de categorie „kwaliteitsaandelen” dan is wederom de kans groot dat de ANP/CBS-index Algemeen wordt verslagen. Hetzelfde geldt ook voor de categorie „groeiaandelen”, hoewel daar de risico's aanzienlijk groter

## Appendix

### Belangrijkste factorladingen per principale component

Variabele	1 Inkomensrisico	2 Herstelkracht	3 Winststabiliteit	4 Koerspotentie	5 Marktgevoeligheid	6 Ontwikkeling in koersstabiliteit	7 Groei
Gem. koers/winstverhouding 1977-1983	0,91						
Variatiecoëfficiënt dividend 1977-1983	0,84						
Aantal jaren met netto verlies 1977-1983	0,82						
Gem. pay-out 1977-1983	0,80						
Gem. dividend 1977-1984	0,85						
Groei winst per aandeel		0,80					
Netto winst t.o.v. eigen vermogen		0,71					
Variatiecoëfficiënt koers/winstverhouding 1977-1983			0,81				
Variatiecoëfficiënt winst per aandeel 1977-1983			0,65				
Koers/winstverhouding 1984				-0,60			
Koers/winstverhouding 1985				-0,70			
Bèta-coëfficiënt					-0,90		
Omzetgroei 1977-1983						0,69	
Regressiecoëfficiënt verhouding hoogste koers/laagste koers 1979-1984							-0,81

zijn, maar ook de kans op een hoger rendement zoals de evaluatie van vorig jaar liet zien! Dit geldt in versterkte mate voor de „bijzondere aandelen”. Echt gokken wordt het bij de meeste aandelen uit de categorie „speculatieve fondsen”. Een redelijke mate van spreiding kan de risico's echter wel wat verminderen.

Bij de evaluatie van de resultaten na een half jaar is het goed te bedenken dat de meest recente informatie datgene was dat bekend was per ultimo 1984. Overigens bleek ook vorig jaar het recente nieuws maar voor enkele aandelen belangrijke gevolgen gehad te hebben (Bos Kalis, Scheepshypotheekbank en bij voorbeeld Fokker). Recente informatie over de jaarresultaten van 1984 leert bij voorbeeld dat voor Batenburg, de winnaar van vorig jaar, komend jaar een wat hogere positie weer in het verschieft ligt. Ook nu weer blijkt dat de toegevoegde waarde van de meest gangbare toekomstverwachtingen relatief weinig voorstelt. De factor „koerspotentie” bij voorbeeld neemt nog geen 10% van de informatie van de dataset voor zijn rekening. Het proces van waarderen en evalueren houdt derhalve niet bij één momentopname op. Toch geven dergelijke analyses enerzijds een goede algemene kwaliteitsbeoordeling en anderzijds een richtlijn voor wat meer gerichte acties voor de samenstelling van een aandelenportefeuille.

C.J. Prins