



Aandelenresearch | 1 maart 2022

Onze research providers: Morningstar, Oddo BHF en ABN AMRO-Oddo BHF

Voor een groot aantal aandelen geeft ABN AMRO een opinie af in de vorm van een kopen-, houden- of verkopen-opinie. Deze opinie hangt af van het door ons verwachte rendement ten opzichte van het verwachte risico. Hierbij maakt ABN AMRO gebruik van research van derde partijen. Het gaat hierbij om de research providers Morningstar, Oddo BHF en ABN AMRO-Oddo BHF. In dit document leest u meer over de gebruikte methodiek van de research providers en de vertaling naar een opinie bij ABN AMRO.

Onderzoek door Morningstar: de methodologie

Morningstar is een toonaangevende leverancier van onafhankelijk beleggingsonderzoek met wereldwijd ongeveer 8.000 werknemers. Morningstar is geselecteerd als leverancier voor aandelenonderzoek van individuele aandelen wereldwijd. Binnen ons universum gebruiken wij Morningstar als onze primaire provider voor Europese (ex-Benelux), Aziatische en Amerikaanse beursgenoteerde aandelen.

Morningstar gebruikt sterren in de beoordeling van aandelen, waarbij de slechtst scorende aandelen 1 ster krijgen en de best scorende aandelen 5 sterren. De sterwaardering is gebaseerd op de door een analist ingeschatte waarde van een bedrijf per aandeel (dat wil zeggen: de schatting van de reële waarde; de Fair Value Estimate). Aandelen die verhandeld worden tegen een aanzienlijke korting ten opzichte van deze Fair Value Estimate krijgen een hoge ster-rating. Aandelen die aanzienlijk boven de schatting van hun reële waarde worden verhandeld, krijgen een lage ster-rating, ongeacht hoe goed het bedrijfsmodel volgens de Morningstar-analisten is.

Economisch concurrentievoordeel (Economic Moat)

De Morningstar Economic Moat Rating is een beoordeling van de kwaliteit van het duurzame concurrentievoordeel van een onderneming. Het resulterende concurrentievoordeel wordt weergegeven in drie ratings: (1) geen, (2) smal, en (3) breed. Aandelen met een smal of breed concurrentievoordeel worden over het algemeen beschouwd als superieure beleggingen. Om een rating van een smal of breed concurrentievoordeel te krijgen, heeft een bedrijf twee belangrijke dingen nodig: (1) het vooruitzicht op bovengemiddelde opbrengsten op kapitaal en (2) een concurrentievoordeel dat voorkomt dat deze opbrengsten snel verdwijnen.

Onzekerheid (Uncertainty Rate)

Naast een economisch concurrentievoordeel wordt ook een onzekerheidsrating vastgesteld. Om de onzekerheidsrating af te leiden, houden de Morningstar-analisten rekening met factoren als voorspelbaarheid van de omzet, operationele hefboomwerking en financiële hefboomwerking. Vervolgens classificeren de analisten hoe nauwkeurig zij de reële waarde van een aandeel denken te kunnen inschatten, met andere woorden: welke mate van onzekerheid zij daarbij incalculeren. Voor wat betreft die onzekerheid worden verschillende niveaus gehanteerd: (1) laag, (2) gemiddeld, (3) hoog, (4) zeer hoog of (5) extreem. Hoe groter de mate van onzekerheid, hoe groter de korting op de koers moet zijn ten opzichte van de reële waarde voordat een aandeel 5 sterren kan verdienen. En: hoe groter de premie moet zijn ten opzichte van de reële waarde voordat een aandeel een waardering van 1 ster krijgt.

Vertaling naar aanbevelingen ABN AMRO

Wij gebruiken een ratingsysteem om tot een kopen-, houden- of verkopen-aanbeveling te komen. Het 5-sterren ratingsysteem van Morningstar wordt daarom op de volgende manier vertaald naar het kopen-, houden- en verkopen-advies van ABN AMRO (zie figuur 1).

Nieuwe drempels

Om een voortdurende verandering van ratings te voorkomen zijn er drempels ingevoerd. Deze drempels zijn gebaseerd op de onzekerheidsrating, om snel opeenvolgende wijzigingen te verminderen. De nieuwe drempels zijn vanaf 1 januari 2022 van kracht. (zie figuur 2).

Van waardering naar opinie/aanbeveling?

Om een beter inzicht te krijgen in hoe een kopen-, houden- of verkopen-aanbeveling tot stand komt zullen wij een voorbeeld uitwerken. In het voorbeeld kijken we naar twee fictieve bedrijven, Dos en Cinco, die een vergelijkbaar product maken. Beide bedrijven hebben deze producten gepatenteerd. Voor Dos vervalt deze bescherming over twee jaar. Het octrooi van Cinco loopt echter nog vijf jaar. Verder is aangenomen dat de beide bedrijven geen nieuw product lanceren dat het verlies aan inkomsten als gevolg van het aflopend octrooi compenseert.

FIGUUR 1: MORNINGSTAR VERTALING NAAR ABN AMRO

Morningstar rating	ABN AMRO Rating
*****	Kopen
****	Kopen
***	Houden
**	Houden
*	Verkopen

Bron: Morningstar, ABN AMRO Private Banking



Beleggers staan voor de beslissing of ze aandelen in één of beide bedrijven willen kopen of houden. Maar hoe moeten zij hun keuze bepalen?

Kijk verder dan de koers-winstverhouding

Voor een gefundeerde beslissing is meer informatie nodig over de actuele marktprijzen, de winstvooruitzichten en de samenstelling van de balans. De aandelen van beide bedrijven worden op de beurs verhandeld tegen een koers van EUR 100 per stuk. Beide bedrijven zullen naar verwachting dit jaar een winst per aandeel behalen van EUR 10. Op grond van een simpele waarderingsmaatstaf (ratio) die uitgaat van de verhouding tussen koers en winst komt de waardering van beide bedrijven uit op 10x (EUR 100 / EUR 10). Omdat de waardering gelijk is, zullen beleggers die alleen naar deze ratio kijken, geen voorkeur hebben voor het ene of het andere bedrijf. Toch lijkt Cinco een betere belegging te zijn dan Dos. Cinco zal immers drie jaar langer kasstroom genereren voordat het octrooi afloopt en zou daarom, bij een gelijke waardering, de voorkeur verdienen boven Dos. Maar betekent dit ook dat Cinco daadwerkelijk een goede belegging is?

FIGUUR 2: NIEUWE DREMPELS PER 1 JANUARI 2022

Onzekerheidsrating	Nieuwe drempel
Laag	2,50%
Gemiddeld	3,50%
Hoog	5,50%
Erg hoog	7,0%
Extreem	10,00%

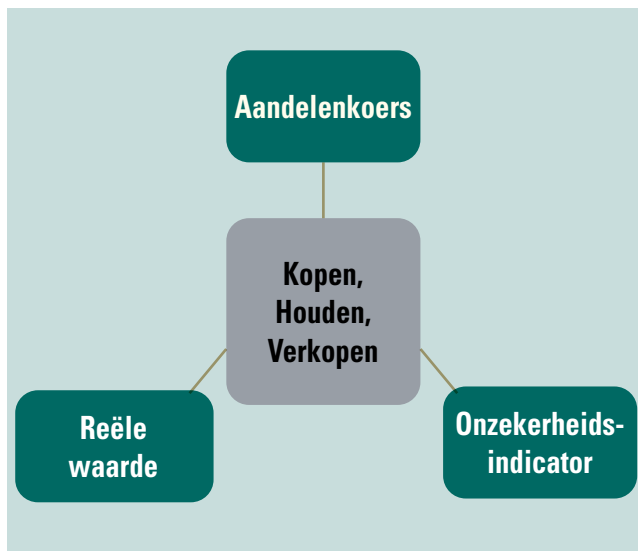
Bron: Morningstar, ABN AMRO Private Banking

De stapsgewijze benadering

Om tot een kopen-, houden- of verkopen-opinie te komen worden diverse stappen doorlopen. Het gaat hierbij om de volgende stappen:

1. Bepaling van de waarde van de onderneming
2. Vergelijking van de reële waarde met de aandelenkoers
3. Correctie voor prognoserisico
4. Vaststelling van de aanbeveling

FIGUUR 3: FACTOREN DIE BELEGGINGSOPINIE BEPALEN



Bron: Morningstar, ABN AMRO Private Banking

Stap 1: Bepaling van de waarde van de onderneming

Om te beginnen wordt er een inschatting van de waarde van een bedrijf gemaakt door de theoretische reële waarde te berekenen. Dit kan op verschillende manieren. De reële waarde van een onderneming wordt berekend door alle verwachte toekomstige kasstromen bij elkaar op te tellen. De reële waarde die daar uit voortkomt wordt ook wel de discounted cash flow (DCF) waarde genoemd. DCF-modellen zijn vrij complex, maar geven de aandelenanalist flexibiliteit in de aannames die de reële waarde bepalen. Dankzij deze flexibiliteit kan de analist een afgewogen oordeel geven over de waarde van een onderneming.

Voordat de kasstromen bij elkaar worden opgeteld, corrigeert de analist de toekomstige kasstromen voor de tijdswaarde van geld, vanuit het uitgangspunt dat een euro nu meer waard is dan over een paar jaar. Hiertoe verdisconteert hij/zij de toekomstige kasstromen met de kapitaalkosten van de onderneming.¹ Voor een onderneming met een risicovoller bedrijfsmodel zijn de geschatte kapitaalkosten normaalgesproken hoger, waardoor de som van de kasstromen, en daarmee de reële waarde, in verhouding lager is.

¹ Kapitaalkosten van een onderneming: de gemiddelde kosten van eigen en vreemd vermogen.

In ons voorbeeld worden de toekomstige kasstromen van Dos met een hogere disconteringsvoet verlaagd dan die van Cinco. Naarmate het risico toeneemt, daalt de theoretische reële waarde van Dos. Op basis van de verdisconteerde kasstromen hebben Dos en Cinco een reële waarde per aandeel van respectievelijk EUR 50 en EUR 100.

Stap 2: Vergelijking van reële waarde met aandelenkoers

De berekende reële waarde van de verdisconteerde toekomstige kasstromen kan nu worden vergeleken met de aandelenkoers. Als de koers lager is dan de reële waarde, dan betekent dit dat de aandelen ondergewaardeerd zijn. Is de koers hoger dan de reële waarde, dan zijn de aandelen overgewaardeerd en daarom minder aantrekkelijk of misschien gewoon te duur.

De koers van Cinco is precies gelijk aan de reële waarde ($100/100=100\%$) en dus is er sprake van een juiste waardering door de markt. Terwijl de koers van Dos twee keer zo hoog is als de reële waarde ($100/50=200\%$), dit betekent dat er sprake is van overwaardering.

Er zijn nog een paar aspecten waar we naar moeten kijken. De verhouding koers/reële waarde kan op veel (ook wel verkeerde) manieren uitgelegd worden. Verdient een startend biotechnologiebedrijf dezelfde aanbeveling als een solide producent van voedingsmiddelen met een voorspelbare winst en kasstroom, in een situatie waarin de aandelenkoers voor beide bedrijven 10% onder de reële waarde ligt? Het antwoord is uiteraard nee. In de volgende stap laten wij u zien hoe wij corrigeren voor het prognoserisico.

Stap 3: Correctie voor prognoserisico

In stap 1 hebben wij laten zien dat een onderneming minder waard wordt wanneer het risico toeneemt. Dit als gevolg van een hogere verdisconteringsvoet. In het verlengde daarvan is er het risico dat onze resultaatsschattingen afwijken van de feitelijke toekomstige winst. Om dit te corrigeren wordt er een onzekerheidsindicator meegenomen voor de ondernemingen.

Ondernemingen met een voorspelbare kasstroom² en een aanzienlijk concurrentievoordeel krijgen de onzekerheidsindicator 'Laag' (Low) en worden beschouwd als relatief veilig. Als bedrijven risicovoller zijn of gevoeliger voor de economische cyclus, dan betekent dit dat de winst minder voorspelbaar is. Deze onzekerheid duiden wij aan met een indicator die kan variëren van 'Laag' (Low), 'Gemiddeld' (Medium), 'Hoog' (High) tot 'Zeer Hoog' (Very High) of, in zeer uitzonderlijke

² Kasstroom: het saldo aan kasmiddelen dat door een onderneming in een jaar wordt gegenereerd en gebruikt.

gevallen, 'Extreem' (Extreme). In stap 4 bepalen wij onze aanbeveling op basis van het verwachte rendement en het prognoserisico.

Na analyse van de fundamentele omstandigheden van beide bedrijven krijgt Dos de onzekerheidsindicator 'Hoog' en wordt Cinco aangemerkt als een bedrijf met een 'Gemiddelde' onzekerheid.

Stap 4: Vaststelling van de aanbeveling

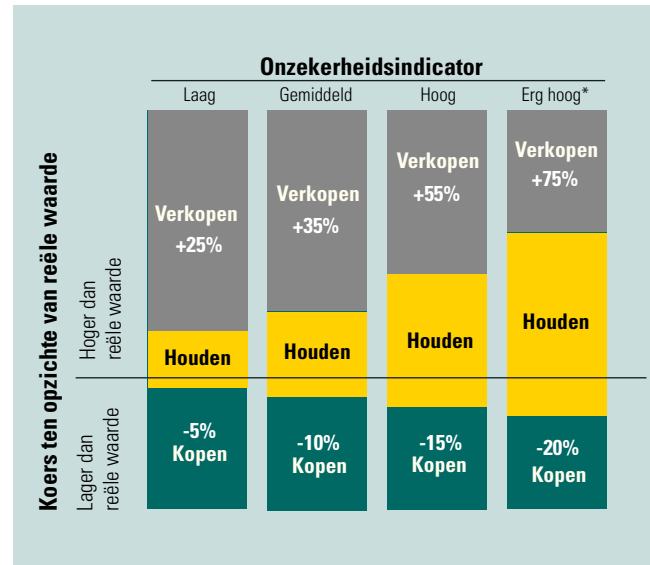
De aanbeveling om een aandeel te kopen, te houden of te verkopen wordt bepaald door de verhouding tussen de koers van het aandeel en de reële waarde van de betreffende onderneming. Wij kijken of de koers van het aandeel boven of onder de reële waarde ligt en ook naar de mate waarin de koers afwijkt van de reële waarde. Hiervoor zetten wij de relatieve afwijking van de aandelenkoers ten opzichte van de reële waarde af tegen bandbreedtes die vooraf zijn vastgesteld voor elke onzekerheidsindicator.

Figuur 4 toont voor onzekerheidsindicator laag tot en met erg hoog de verschillende bandbreedtes rond de reële waarde. Voor bedrijven met een indicator die duidt op geringe onzekerheid geldt een smalle bandbreedte. De bandbreedte wordt groter naarmate de onzekerheid toeneemt. Hoe groter de onzekerheid over toekomstige winsten, hoe lager de waardering van het aandeel moet zijn om een koopaanbeveling te krijgen. Voor bedrijven met een zeer voorspelbare winst geldt het omgekeerde. Dit volgt uit het beginsel dat beleggers een hoger rendement verlangen ter compensatie van een hoger risico.

In de praktijk betekent dit dat wij van een onderneming met geringe onzekerheid over toekomstige winsten de aanbeveling verlagen van houden naar verkopen wanneer de aandelenkoers meer dan 25% boven de reële waarde uitkomt. Voor ondernemingen met een gemiddelde, hoge of zeer hoge onzekerheid verlagen wij de aanbeveling pas naar verkopen wanneer de koers respectievelijk 35%, 55% of 75% boven de reële waarde uitkomt. Hierbij houden wij ook rekening met de eerder genoemde drempels, die passen bij de onzekerheidsindicator.

Voor een onderneming met de onzekerheidsindicator laag, ten slotte, verhogen wij onze aanbeveling van houden naar kopen wanneer de aandelenkoers 5% onder de reële waarde ligt. Bij meer risicovolle bedrijven moeten de aandelen nog goedkoper worden voordat de aanbeveling wordt verhoogd naar kopen.

FIGUUR 4: BALANS TUSSEN VERWACHT RISICO EN RENDEMENT



Bron: Morningstar, ABN AMRO Private Banking

*Onzekerheidsindicator 'Extreem' is niet opgenomen in dit overzicht omdat dit nagenoeg niet voorkomt in het beleggingsuniversum.

Nu wij hebben vastgesteld dat de marktprijs van Cinco precies gelijk is aan de reële waarde, kunnen wij dit vertalen in de aanbeveling houden. Als de koers van Cinco 35% of meer stijgt, zal de aanbeveling voor deze onderneming met de onzekerheidsindicator gemiddeld worden gewijzigd van houden in verkopen. Bij een koersdaling van 10% wordt de aanbeveling verhoogd naar kopen. Ook hier nemen wij de eerder genoemde drempels weer mee voor het bepalen van de rating. De aandelenkoers van Dos ligt 100% boven de reële waarde van EUR 50. Dit betekent dat wij beleggers aanbevelen de aandelen te verkopen.

Onderzoek door ABN AMRO - Oddo BHF en Oddo BHF: de methodologie

Oddo BHF is een onafhankelijke Frans-Duitse financiële-dienstengroep die zich richt op private banking, vermogensbeheer en corporate en investment banking. In 2020 zijn ABN AMRO en Oddo BHF een strategisch partnerschap aangegaan om enkele diensten in de Benelux te combineren, maar ook met de ambitie om hun samenwerking uit te breiden naar de Duitse markt. Hieruit is de joint venture ABN AMRO-Oddo BHF ontstaan, waarin beide partijen een gelijk aandeel hebben.

Waarderingsmethode

De koersdoelen worden vastgesteld op basis van een tijdshorizon van 12 maanden. Voor de bepaling ervan worden drie waarderingsmethoden gebruikt: (1) de realisatie van de beschikbare cashflows – dit wordt gedaan aan de hand van de realisatieparameters die door de Oddo-groep zijn vastgesteld en die op de website van Oddo BHF zijn vermeld; (2) de 'sum-of-the-parts'-methode, berekend op basis van de meest relevante financiële maatstaf binnen de betreffende sector; (3) de methode van de vergelijking tussen soortgelijke bedrijven – hetzij met ondernemingen die in dezelfde sectoren actief zijn (en dus met elkaar concurreren), hetzij met ondernemingen die van een vergelijkbare financiële dynamiek profiteren. In specifieke gevallen kan een combinatie van deze waarderingsmethoden worden gebruikt om de specifieke kenmerken van elke onderneming beter tot uiting te laten komen en zo de evaluatie te verfijnen.

Risicoclassificatie

De adviezen die in de financiële analyse worden gegeven, zijn adviezen op een bepaalde datum (namelijk de datum die in de financiële analyse is vermeld). De aanbeveling kan veranderen als gevolg van onvoorziene gebeurtenissen die bijvoorbeeld gevolgen kunnen hebben voor zowel de onderneming als de gehele sector.

Vertaling naar aanbevelingen ABN AMRO

In het overzicht van figuur 5 ziet u hoe de aanbeveling van Oddo BHF en ABN AMRO-Oddo BHF naar een ABN AMRO opinie vertaald wordt.

FIGUUR 5: BEURSAANBEVELING ABN AMRO-ODDO BHF EN VERTALING NAAR ABN AMRO

Aanbeveling	Beschrijving	Vertaling naar ABN AMRO
Outperform	Rendement is naar verwachting beter dan dat van de benchmarkindex, sectoraal (large caps) of overig (small en mid-caps)	Kopen
Neutraal	Rendement is naar verwachting vergelijkbaar met dat van de benchmarkindex, sectoraal (large caps) of overig (small en mid-caps)	Houden
Underperform	Rendement is naar verwachting lager dan dat van de benchmarkindex, sectoraal (large caps) of overig (small en mid-caps)	Verkopen

Bron: ABN AMRO-ODDO BHF, ABN AMRO Private Banking

Disclaimer

Algemeen

De in dit document aangeboden informatie is bedoeld als informatie in algemene zin en is niet toegespitst op uw persoonlijke situatie. De informatie mag daarom nadrukkelijk niet beschouwd worden als een voorstel of aanbod tot 1) het kopen of verhandelen van beleggingsproducten en/of 2) het afnemen van beleggingsdiensten noch als een beleggingsadvies. Beslissingen op basis van de informatie uit dit document zijn voor uw eigen rekening en risico. De informatie en de voorwaarden die van toepassing zijn op door ABN AMRO aangeboden beleggingsproducten en beleggingsdiensten verleend door ABN AMRO kunt u vinden in de Voorwaarden Beleggen ABN AMRO die verkrijgbaar zijn via www.abnamro.nl/beleggen.

Hoewel ABN AMRO tracht juiste, volledige en actuele informatie uit betrouwbaar geachte bronnen aan te bieden, verstrekt ABN AMRO expliciet noch impliciet enige garantie dat de aangeboden informatie in dit document juist, volledig of actueel is. ABN AMRO aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie kan worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. ABN AMRO is niet verplicht de hierin opgenomen informatie te actualiseren of te wijzigen.

Aansprakelijkheid

ABN AMRO en/of haar agenten of onderaannemers aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van enige schade (met inbegrip van gederfde winst), die op enigerlei wijze voortvloeit uit de informatie die u in dit document wordt aangeboden of het gebruik daarvan.

Auteursrecht en verspreiding

ABN AMRO, of de rechthebbende, behoudt alle rechten (waaronder auteursrechten, merk-rechten, octrooien en andere intellectuele eigendomsrechten) met betrekking tot alle in dit document aangeboden informatie (waaronder alle teksten, grafisch materiaal en logo's). Het is niet toegestaan de informatie uit dit document te kopiëren of op enigerlei wijze openbaar te maken, te verspreiden of te vermenigvuldigen zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van ABN AMRO of rechtmatige toestemming van de rechthebbende. U mag de informatie in dit document wel afdrukken voor uw eigen persoonlijk gebruik.

US Person Disclaimer Beleggen ABN AMRO Bank N.V.

("ABN AMRO") is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de beleggingsdienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven beleggingsproducten en beleggingsdiensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

Andere rechtsgebieden

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

