



# Kraak de balans

Een bedrijf is tegenwoordig zo goed of zo slecht als het laatste persbericht. De koers wordt steeds meer bepaald door de nieuwsstroom rondom een aandeel en het is makkelijk om te vergeten dat de financiële verslaglegging vaak heel veel kan vertellen over de kansen en risico's van een onderneming. IEX nam daarom een kijkje in de keuken van echte balanslezers: Syb van Slingerlandt, Frans Faas en Ron Belt.

door Michiel Pekelharing/fotografie Robert Elsing en Mark van den Brink

## Databasebeleggen | Syb van Slingerlandt



*Aan één jaarverslag heeft Syb van Slingerlandt niet genoeg en met een term als winst per aandeel kan hij al helemaal niets. Een onderneming moet stabiele en voorspelbare bedrijfsresultaten laten zien. Om dat te beoordelen kijkt hij bij voorkeur tien of meer jaar terug.*

“Als je een huis gaat kopen, wil je natuurlijk eerst weten wat het waard is. Dan kijk je naar de locatie, de oppervlakte, de tuin en naar wat andere huizen in de buurt hebben gekost. Maar als de meeste beleggers een aandeel kopen doen ze dat omdat de onderneming bijvoorbeeld een mooi product maakt zonder daarbij te kijken wat het bedrijf eigenlijk waard is.” Daarmee snijdt Van Slingerlandt meteen een interessant punt aan, want hoe bereken je hoeveel een onderneming waard is? De groei van de winst per aandeel lijkt daarvoor een logisch startpunt, maar dat is ongeveer het laatste waar hij naar kijkt: “Want dat is een stuurbare maatstaf. KLM heeft bijvoorbeeld een aantal jaren geleden het reserveringssysteem verkocht en de inkomsten gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen. Als de winst over minder aandelen verdeeld wordt, is het logisch dat de winst

per aandeel stijgt. Maar dat betekent niet dat er opeens meer vliegtuigstoelen bezet zijn.” Voor Van Slingerlandt is alleen van belang wat een onderneming doet met het geïnvesteerd vermogen: “Als ik aandelen koop, verschaf ik vermogen en het gaat mij erom hoeveel geld het bedrijf daarmee verdient. De maatstaf waar alles om draait is dus het rendement op het eigen vermogen.”

### Onerlijk beeld

Het rendement op het eigen vermogen is simpel te berekenen aan de hand van elk jaarverslag, maar dat geeft volgens Van Slingerlandt lang niet altijd een eerlijk beeld. “Het was mogelijk dat de bij een overname betaalde goodwill in één keer ten laste van het eigen vermogen werd gebracht. Hier-

### Syb's Favorieten

Al drie jaar in de portefeuille van Van Slingerlandt

- Sligro
- ING
- Van Lanschot

door wordt het eigen vermogen aanzienlijk kleiner, zodat het rendement op het eigen vermogen bij een gelijkblijvende resultaat zou stijgen. Ik gebruik dan ook niet het eigen vermogen zoals dat in het jaarverslag staat, maar ik zie het als alle middelen die door het management zijn geïnvesteerd. Ik pas de officiële cijfers aan voor bijvoorbeeld uitgaven aan goodwill, herstructureringskosten en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling.” Dat betekent dat Van Slingerlandt elk jaar flink aan de slag moet als beursfondsen rond maart de jaarverslagen publiceren. Dan moet immers de database bijgewerkt worden die voor Nederlandse bedrijven teruggaat tot 1982. “Ik ben in 1986 begonnen met de aanleg van mijn database. In die tijd stond ik vaak rond acht

## “Als ik volledige zekerheid zou hebben, had ik maar één aandeel in portefeuille”

uur op, keek even wat er op de beurs gebeurde en ging vervolgens aan de slag met de jaarverslagen. Daar ging ik dan mee door tot een uur of elf 's avonds. De historische gegevens stellen Van Slingerlandt in staat om een goede inschatting te maken welk rendement een onderneming op het eigen vermogen kan halen.

### Kwalitatieve analyse

Alle bedrijven met een rendement van minder dan 9% vallen af, “want dan kan ik even goed de index volgen.” Alleen als Van Slingerlandt een aandeel op de beurs kan kopen voor minder dan 60% van de door hem berekende waarde, komt het bedrijf in aanmerking voor zijn portefeuille. Daarvoor voert hij eerst nog een kwalitatieve analyse uit waarbij onder meer gekeken wordt naar de vooruitzichten, sterke en zwakke punten van het bedrijf en een gesprek met de financiële

topman. “Die vinden het vaak interessant om te horen wat hun bedrijf waard is.” Een aandeel wordt verkocht zodra de beurskoers hoger ligt dan de berekende waarde, bij een belangrijke wijziging van het management of als een bedrijf een grote overname doet tijdens een bullmarkt. De methode die Van Slingerlandt heeft ontwikkeld is echter geen garantie voor direct succes.

**Selectie van acht** “Als ik instap krijg ik altijd meteen op mijn donder. Omdat ik aandelen koop voor 60% of minder dan de door mij berekende waarde, kom ik vaak uit bij beursfondsen die onder druk staan en waarvan de koers nog iets verder daalt nadat ik ben ingestapt. Dat doet me niets, aangezien ik puur kijk naar de waarde van de onderneming en totaal niet naar de beurskoers. Het ene jaar wordt voor een onderneming bijvoorbeeld acht keer de winst betaald en

als beleggers optimistischer worden is dat later opeens vijftien keer.”

Uiteindelijk komt Van Slingerlandt tot een selectie van maximaal acht aandelen. Het is geen toeval dat er maar zo weinig fondsen in portefeuille worden gehouden, want spreiding is volgens hem een teken van onwetendheid. “Als ik volledige zekerheid zou hebben, had ik maar één aandeel in portefeuille. Natuurlijk weet ik ook niet alles en ik voel me prettig bij acht aandelen.” Dat kunnen er ook minder zijn als er niet meer aandelen aan de strenge eisen voldoen. Uit de backtest die Van Slingerlandt heeft uitgevoerd voor de periode van 1993 tot 2003 bestaat de portefeuille maar net voor de helft van de jaren uit acht aandelen. Het gemiddelde rendement kwam op bijna 30%. Op 1 januari van 2004 werd een portefeuille gestart met een kapitaal van 1 miljoen euro die twee jaar later al ruim 1,8 miljoen euro waard was. “Het lijkt misschien verstandig om een matig bedrijf te kopen voor een lage prijs, maar ik koop liever een goed bedrijf voor een redelijke prijs. Dat laatste levert op termijn altijd het meeste geld op.”

## Verborggen schatten | Frans Faas



*Een jaarverslag roept bij Frans Faas vaak meer vragen op dan het beantwoordt. Financiële verslaggeving geeft volgens hem vaak een onduidelijk beeld. Wie zich toch door een jaarverslag wil worstelen, moet achterin beginnen want daar staan de verborgen schoonheden.*

“De meeste beleggers zijn laks en lui.” Frans Faas heeft geen hoge pet op van veel particuliere beleggers. “Ik kijk vaak op forums zoals die van IEX en het valt me dan op hoe weinig moeite er gedaan wordt om een bedrijf echt te doorgronden. Onlangs kwam ik een forumbericht tegen waarin iemand schreef dat hij wat aandelen Grontmij had gekocht, om vervolgens aan de medebeleggers te vragen wat het bedrijf eigenlijk deed. Ik dacht eerst dat het een grap was, maar er zijn dus echt mensen die op die manier beleggen.”

Faas snapt wel dat niet iedereen het leuk vindt om zich helemaal in de financiële cijfers van beursfondsen te verdiepen. Als dat al een optie is. “Ik denk dat 80% van de beleggers niet het verschil weet tussen een geconsolideerde jaarrekening en een vennootschappelijke jaarrekening.” Deze groep heeft het misschien niet eens zo heel slecht gezien. De uitspraken van Faas geven in ieder geval weinig moed om eens lekker een jaarverslag door te gaan nemen. “De jaarrekening vertelt nooit het hele verhaal. Het beeld is vaak onduidelijk en soms zelfs

ronduit verkeerd.” Dat betekent natuurlijk niet dat het geen zin heeft om naar financiële berichtgeving van beursfondsen te kijken. Faas heeft in ieder geval een mooie tip voor iedereen die het de moeite waard vindt om eens een jaarverslag erbij te pakken: achterin beginnen. “In de toelichting op de jaarrekening staan altijd de interessantste dingen. Iedereen denkt dat alle cijfers altijd kloppen omdat een accountant zijn krabbel heeft gezet, maar bedrijven worden altijd gedwongen om keuzes te maken. Hoe bepaal je bijvoorbeeld voor hoe-

veel je een patent op de balans zet? Als dat patent belangrijk is voor de ontwikkeling van een nieuw product kan dat best veel geld zijn. Dat hangt weer af hoe succesvol de onderneming denkt dat het product zal zijn. Soms wordt ervoor gekozen om deze kansen heel laag in te schatten, zodat de patenten voor veel te weinig geld in de jaarrekening komen. Dat zijn eigenlijk verborgen schoonheden.”

## Oorspronkelijke waarde

Het is onmogelijk om objectief een precies prijskaartje te plakken op veel balansposten en bovendien is er geen officiële instantie die bedrijven aanpakt als ze de interpretatie van de boekhoudregels ruim nemen. Volgens Faas is onroerend goed een andere post die vaak heel interessant kan zijn. “Dat kan onder meer op de balans worden opgenomen tegen de historische verkoopprijs, maar dan moet in de toelichting wel een schatting gemaakt worden van de actuele waarde. Soms zijn bedrijven daar niet erg precies in.” Als voorbeeld noemt hij Reesink, dat het onroerend goed tegen de oorspronkelijke waarde op de balans had opgenomen. In de praktijk was dat veel meer waard, aangezien het bedrijventerrein waar de onderneming gevestigd was zich enorm sterk had ontwikkeld: “Een échte

belegger schakelt dan een taxateur in om de waarde te bepalen en komt dan in actie.” Volgens Faas is het een kleine moeite om even op te zoeken voor hoeveel vergelijkbare panden in de buurt zijn verkocht. Tegenover dit soort verborgen schatten staan soms zaken die bij hem de alarmbellen doen rinkelen: “Onder IFRS – de nieuwe boekhoudregels – is het toegestaan om een belastinglatentie op de balans te zetten. Vooral ondernemingen die hun eigen vermogen op willen fleuren doen dat nu. Een voorbeeld daarvan is Tulip, dat 100 miljoen euro aan compensabele verliezen heeft. Bij een belastingtarief van 27% hoeft de onderneming dus 27 miljoen euro minder belasting te betalen, maar beleggers merken dat pas als er winst gemaakt wordt waarover belasting afgedragen moet worden. Omdat het nog een aantal jaren kan duren voordat Tulip er echt voordeel van heeft, staat er nu een belastinglatentie van 8 miljoen euro op de balans. Dat is een flink deel van het eigen vermogen van 50 miljoen euro.”

## Geen bestaansrecht

Het is natuurlijk niet altijd nodig om een jaarverslag erbij te pakken om een beeld van een beursfonds te krijgen. Een kwartaalbericht of de halfjaarcijfers kunnen vaak ook even interessant zijn: “Royal Dutch Shell

heeft onlangs de resultaten over het derde kwartaal gepubliceerd en daarin worden verschillende, onderling sterk afwijkende winstcijfers gebruikt. Hoe weet ik dan welke ik moet nemen? Bij dit soort bedrijven twijfel ik er niet aan of de cijfers zorgvuldig zijn samengesteld, maar er het wordt voor beleggers zo wel heel onduidelijk. Daarnaast zijn er ondernemingen waarvan de cijfers wel heel raar overkomen. Ik noemde net Tulip al en in de cijfers over de eerste helft van 2006 staat er een post ‘overige opbrengsten’ op de geconsolideerde winst- en verliesrekening van bijna 4 miljoen euro. Dit heeft onder meer betrekking op verwachte opbrengsten uit lopende geschillen met leveranciers. Boterzacht natuurlijk, maar hierdoor blijft Tulip wel ruim uit de rode cijfers.”

## Goed gevoel

Toch is er een houvast voor beleggers. “Bedrijven die op de lange termijn geen positieve kasstroom genereren, hebben geen bestaansrecht. En het gaat er bij mij vooral om wat voor gevoel je bij de financiële verslaglegging hebt. Ik heb al aangegeven dat veel cijfers voor interpretatie openstaan en veel kennissen verbazen zich erover dat ik zelf nog durf te beleggen. Je moet natuurlijk wel wat met je geld. Ik investeer alleen in bedrijven waar ik een goed gevoel bij heb.” 🐶

middelste verkoopprijs, operationele marge, voorraden en vooruitzichten. Zodra ik het persbericht binnen heb, zet ik alle cijfers in mijn spreadsheet, die ik vervolgens analyseer. Dan lees ik het persbericht pas.” De kwartaalcijfers van Tom Tom zien er volgens Belt op het eerste gezicht prima uit: **De omzet** steeg harder dan verwacht (+41%) dus de marktgroei is nog steeds intact.

**De voorraad** blijft een belangrijke indicator om twee redenen. Allereerst kan een zeer sterk oplopende voorraad met een tegenvallende omzetgroei erop duiden dat er minder vraag is dan het bedrijf zelf denkt, en aan de andere kant omdat de markt van Tom Tom zo hard groeit, is het ook belangrijk dat het bedrijf voldoende voorraad heeft om haar marktaandeel vast te houden.

naar kas conversie is uitmuntend.” Waar Belt, net zoals de rest van de wereld, met name naar kijkt, is hoelang dit bedrijf nog hard blijft groeien. “Ik denk zelf dat dat langer is dan menigeen denkt. De vraag is alleen: hoe kun je dat staven?” Een manier is om te kijken in hoeverre Tom Tom haar positie in de retail verder uitbreidt. Helaas geeft het bedrijf hier alleen informatie over met wat ze in de Verenigde Staten doen. In de Verenigde Staten groeide het aantal winkels in dit kwartaal van elfduizend naar zestienduizend. Stel dat er in het afgelopen kwartaal gemiddeld  $(11+16)/2 = 13,500$  outlets waren dan zouden die (bij een gelijkblijvende verkoop per winkel) al voor 21% groei in de Verenigde Staten kunnen zorgen. Op het geheel stelt dat nog niet veel voor maar het geeft wel een goed beeld hoe belangrijk het uitbreiden van het kanaal is. TomTom lijkt in ieder geval goed op weg om zoveel mogelijk te pakken in de veelbelovende Amerikaanse markt.”

## Belt's model

Belangrijk voor Belt is om te kijken waar de groei volgend jaar en in 2008 vandaan gaat komen. Iedere analist heeft nu wel een sterk 2006 in zijn of haar model zitten maar de verschillen zitten met name in 2007 en 2008. “Om toch op een manier in de gaten houden hoe de vraag verloopt, blijf ik onder andere google-trends in de gaten houden en daarop is goed te zien dat de er nog steeds meer gezocht wordt op Tom Tom en Garmin. Verder blijf ik marktresearch in de gaten houden en blijf ik de cijfers van Tom, Tom en Garmijn ijkken aan mijn eigen langetermijnschattingen.”

“In mijn model (klik: [www.beleggen.blogg.nl](http://www.beleggen.blogg.nl)) heb ik de cijfers verder verwerkt en ik kom op basis van de derdekwartalcijfers nu op een schatting van 1,95 euro per aandeel voor 2006 en 2,58 voor 2007. Hiermee handelt het bedrijf op 17 keer de winst voor dit jaar en 13 keer voor volgend jaar. Concurrent Garmin staat op respectievelijk 25 keer en 21 keer. Op basis van drie scenario's en een DCF-model voor de lange termijn kom ik tot de conclusie dat op basis van een vereisd rendement van zeg 12%, er minimaal 25 euro bij de koers moet kunnen.” 🐶

## Tom en Ronny | Ron Belt



*Ron Belt was IT-analist bij ABN Amro voor hij voor zichzelf begon als onafhankelijk financieel adviseur, vooral in de technologie. In columns op IEX.nl geeft hij regelmatig een kijkje in zijn zelfgebouwde spreadsheets. De vraag van vandaag: hoe waardeer ik Tom Tom?*

“Ik pretendeer een fundamentele belegger te zijn, en daarom houd ik voor bijna al mijn investeringen een redelijk uitgebreid financieel model bij. Aan de hand van de derdekwartalcijfers van Tom Tom laat ik zien hoe mijn model werkt.” Ron Belt is al sinds de beursgang belegger in Tom Tom en hij vindt het een

schoolvoorbeeld van hightech-marketing. “Zoals wellicht bekend ben ik een fan van TomTom. Ik denk dat het bedrijf een uitermate sterke merkpositie heeft en daarom minder last van prijs- en marge-erosie zal hebben. Bovendien denk ik dat de volumegroei spectaculair zal blijven en de eventuele margedruk zal compenseren.” Als oud

analist is Belt dan wel eigenwijs en overtuigd van zijn gelijk, maar hij blijft continue controleren of hij gelijk heeft.

## Eerst de spreadsheet

“De meeste beleggers zullen naar een aantal zaken kijken voor een eerste indruk van Tom Tom: omzet groei, bruto marge, ge-

“Omdat ik denk dat in de huidige fase van de markt (hypergroei) volume minstens zo belangrijk is check ik dat cijfer ook. De volume groei is 119%.”

De bruto marge bedroeg 44%, hoger dan het kwartaal ervoor en dus ook goed. “Ik denk dat met name de toeleveranciers van Tom Tom het zwaar(der) gaan krijgen omdat door de zeer sterk groeiende volumes het concern steeds grotere kortingen zal gaan bedingen.”

**De gemiddelde verkoopprijs** daalde met liefst 8%, met name door de succesvolle introductie van een de nieuwe versie van het instapmodel (Tom Tom One.). “Ik maak me minder druk over deze prijs maar kijk meer naar de combinatie met de bruto marge en volumegroei. In dit kwartaal blijkt dat ondanks de lagere gemiddelde verkoopprijs dat de bruto marge prima is gebleven. Het verder naar beneden drukken van de prijs van het instapmodel is cruciaal want hierdoor maakt Tom Tom het haar (nieuwe) concurrenten alleen maar moeilijker om (winstgevend) in deze markt te stappen.”

**De operationele marge** kwam uit op 28,5% (Belt had 26% verwacht). “Natuurlijk is het lekker voor een bedrijf om hoge operationele marges te hebben maar met het dalen van de verkoopprijs zal deze marge gaan dalen. In de markt is daar altijd veel discussie over, maar met name de sterke volumegroei zal ertoe leiden dat de groei van het operationele resultaat erg sterk zal blijven en dat vind ik belangrijker dan de marge die er gemaakt wordt.”

“Ook de, niet meetbare voorraad van Tom Tom is belangrijk. Ter herinnering: vorig jaar lichtte Harold Godijn toe dat de sterke groei van Tom Tom in het derde kwartaal met name te maken had met een zeer sterke voorraadopbouw bij de retailers die Tom Tom verkopen. De markt reageerde daar toen panisch op (omdat er in mijn ogen niet begrepen werd hoe dit soort hypergroei-markten zich ontwikkelen). De voorraad van TomTom is in het derde kwartaal flink gestegen, maar omdat het vierde kwartaal de grootste vraag zal laten zien maak ik me daar geen zorgen over.”

## Webcast en -site

Tom Tom heeft haar indicaties voor het jaarresultaat verder omhoog geschroefd. Het bedrijf gaat nu uit van een omzet tussen de 1,3 en 1,4 miljard euro (dat was tussen 1,1 en 1,3 miljard) en ook belangrijk, Tom Tom denkt nu dat de operationele marge nu meer dan 20% zal gaan bedragen. “Dit betekent dat bijna iedereen de modellen naar boven bij moet stellen.” Voor zijn verdere analyse gebruikt Belt onder andere de presentatie die Tom Tom op haar website heeft staan en hij luistert naar de webcast. “Het eerste punt waar ik in detail naar kijk, en eigenlijk is dat vanuit mijn optiek het meest belangrijke element voor ieder bedrijf, is de cash flow. In het derde kwartaal genereerde het bedrijf een netto kasstroom uit de operatie van 101 miljoen euro en dat ziet er prima uit. De investeringen zijn (weer) uiterst beperkt en de winst