

Beleggen in bull- en bearmarkten

Over waardebeleggen, speciale situaties en short gaan:
een overzicht van de beste beleggingen op de beurs.

Ruerd Heeg

Voor mijn kinderen

Overnemen van maximaal 200 woorden toegestaan met bronvermelding en vermelding dat dit boek te koop is op aandelenselecteren.nl.

De genoemde bedrijven en beleggingen moeten gezien worden als studiemateriaal in plaats van als beleggingsadvies. Beleggen is een kansspel. Wie belegt draagt het risico op een ongunstige uitkomst.

Bij de opmaak van dit boek is rekening gehouden met het milieu.

Augustus 2014. Eerste druk.

Te koop op www.aandelenselecteren.nl

Aantal woorden: ongeveer 74 duizend.

Aantal grafieken: 26.

Geschreven in 2013 en 2014.

Tekening omslag: Lenneke van der Goot.

Copyright 2014 – Ruerd Heeg

ISBN 978-90-822460-0-1

Druk: Pumbo.nl

Van dezelfde auteur: Aandelen selecteren als waardebelegger.

Inhoudsopgave

Voorwoord door Bram de Haas	vi
Inleiding	viii
1 Macro-economie	1
1.1 Kopen op het dieptepunt	1
1.1.1 Minder riskante beleggingen	2
1.1.2 Hoe laag is laag?	3
1.1.3 Wanneer komt het volgende grote dieptepunt?	6
1.2 Strategieën in een hoge markt	8
1.3 Grote economische onevenwichtigheden	11
2 Technische arbitrages	17
2.1 Turn of the month	18
2.2 Andere maandeffecten	18
2.3 Monetair nieuws	20
2.4 Het laatste uur	20
2.5 Het WK-effect	21
3 Grahams aandelen	23
3.1 Net-nets	23
3.1.1 Statistiek van net-nets	24
3.1.2 De beste net-nets	27
3.1.3 Hoe vind je net-nets?	28
3.1.4 Wanneer verkopen?	29
3.1.5 Deswell Industries	31
3.1.6 GigaMedia	33
3.1.7 Global-Tech Advanced Innovations	33
3.2 Negatieve bedrijfswaarde	36
3.3 Andere gunstige verhoudingen	39
3.3.1 Koers/winstverhouding onder de 10	40
3.3.2 Dividendrendement groter dan 7%	43

3.3.3	Koers/boekwaarde kleiner dan 0,83	44
3.3.4	Hoog kasstroomrendement	47
4	Turnarounds	49
4.1	Schloss' aandelen	50
4.1.1	Veel boekwaarde, uitbetalingen en weinig schuld .	51
4.2	Eenmalige tegenvallers	53
4.3	Aangevallen largecaps	56
4.4	Conclusie	56
5	Groei voor een redelijke prijs	58
5.1	Waarom anders beleggen dan Buffett?	59
5.2	Waarde op basis van toekomstige winsten	60
5.3	Winsten herinvesteren in dezelfde business	63
5.4	Hoe vind je deze aandelen?	68
5.4.1	De PEG-ratio	69
5.5	De magische formule	72
5.6	Waarde versus kwaliteit	75
5.7	Winstgroei door uitgekiende (des)investeringen . . .	79
5.7.1	Twee boeren	80
5.7.2	Michael Smith en MFC Industrial	82
5.7.3	Warren Buffett en Berkshire Hathaway	83
5.7.4	Conclusie	85
5.8	Voordelige acquisities	86
5.8.1	Western Digital	87
5.8.2	Micron	87
5.8.3	Hydratec Industries	90
6	Beursgangen	93
6.1	Gedwongen beursgangen	94
6.1.1	Hoe vind je deze bedrijven?	95
6.2	Mislukte emissies	96
6.3	Spin-offs	98
6.3.1	Wie verkoopt er?	98
6.3.2	Efficiëntie spin-offs	99
6.3.3	Insiders	100
6.3.4	Wanneer verkoop je een spin-off?	102
6.3.5	Spin-off met claimemissie	102
6.3.6	Hoe vind je geschikte spin-offs?	104
6.4	Merger securities	104
6.4.1	Hoe vind je deze beleggingen?	109
6.5	Beleggen in verkopers	109

7	Shortstrategieën	111
7.1	Hoe kun je short gaan?	114
7.2	Waarde aandelen of value traps?	116
7.2.1	TEVA versus Volkswagen	117
7.2.2	PDL Biopharma (PDLI)	120
7.3	Schud de appels uit de boom	122
7.4	Verouderde producten	123
7.4.1	Blackberry/Research in Motion	124
7.4.2	Vergane merken	126
7.5	Eindige stroom inkomsten	127
7.6	Naderende emissie	130
7.6.1	KPN	131
7.6.2	Imtech	132
7.6.3	SBM Offshore	133
7.6.4	Cel-Sci	134
7.6.5	Conclusie	134
7.7	Bedrijven die door acquisities groeien	135
7.8	Kwantitatief shorten	139
7.8.1	Kans op winstmanipulatie	139
7.8.2	Kans op faillissement	142
7.8.3	Conclusie	146
7.9	Verkopende managers	146
7.10	Short gaan na grote eenmalige meevaller	148
7.11	Anticiperen op een verkoopgolf	150
7.11.1	Spin-offs	151
7.11.2	Overnames in aandelen	152
7.11.3	Personeelsopties	153
7.11.4	Beursgangen	154
7.11.5	Verwijdering uit de index	154
7.12	ETF's en trackers met hefboom	156
7.12.1	Shorten 3 X bearish tracker	158
7.12.2	Volatiliteit van de S&P 500	159
7.13	Long-short combinaties	160
7.14	Wanneer niet short gaan?	164
7.14.1	Publieksaandeel sterk groeiend bedrijf	164
7.14.2	Pas short na optreden autoriteiten	167
7.14.3	Penny stocks	168

8	Katalysatoren	170
8.1	Binaire risico's	170
8.1.1	Lihua International	171
8.1.2	RAM Power	173
8.1.3	GlobalStar	174
8.1.4	Nordion	176
8.1.5	Conclusie	177
8.2	Vertrekkende CEO	178
8.3	Transacties van insiders	182
9	Moeilijk te analyseren bedrijven	184
9.1	Onbekend maakt onbemind: Japan	184
9.2	Som van de delen	186
9.3	Squeeze outs	190
9.3.1	International Lottery & Totalizator Systems	191
9.3.2	Scania	192
9.3.3	Provida en DE	192
9.4	Odd lots	194
9.5	Tips van anderen	196
9.5.1	Volgen van zeer grote waardebeleggers	198
9.5.2	Volgen van activistische beleggers	199
9.5.3	Gefaalde tips	201
9.6	Beleggen in onbekende risico's	210
	Nawoord	214
	Leessuggesties	216
	Index	219

Voorwoord

door Bram de Haas

Beleggen in bull- en bearmarkten is in meerdere opzichten een uitzonderlijk boek. Het is een ongeëvenaarde collectie van op ervaring gebaseerde beurswijsheid en wetenschappelijk geteste strategieën die een buitengewoon rendement hebben laten zien. Het boek is onderhoudend maar gaat ook gedetailleerd in op ongebruikelijke praktijk-situaties zoals de *odd lots* uit paragraaf 9.4.

Het grote gevaar van het lezen van *Beleggen in bull- en bearmarkten* is dat het boek zo tjokvol met interessante informatie staat, dat u niet weet waar te beginnen. Hoofdstuk 3 en 4 gaan over net-nets en turnarounds. Deze hoofdstukken alleen al bevatten voldoende kennis om een solide waarde-investeringsstrategie op te baseren. Met name het investeren in net-nets, naar Grahams of minder strikte criteria, is relatief gemakkelijk toe te passen.

Het is misschien moeilijk te geloven dat een strategie zo eenvoudig als het investeren in net-nets een hoger gemiddeld rendement kan opleveren dan het gemiddelde rendement op de gehele markt. In mijn ervaring is dat te verklaren omdat, hoewel de investeringen weliswaar makkelijk te vinden zijn, de strategie trouw blijven moeilijk is. Het gaat vaak om onpopulaire aandelen van weinig succesvolle bedrijven die daarbij vaak negatief in het nieuws komen.

Ruerd geeft door het hele boek praktijkvoorbeelden van bestaande bedrijven of effecten waarin hij heeft geïnvesteerd. Controverse of stellingname schuwt hij niet. Onder andere het zwaar onder druk staande Imtech en het Russische Lukoil worden behandeld. Hij bespreekt successen en mislukkingen en geeft hiermee een inkijk in zijn aanpak.

Hij brengt daarbij zijn eigen lessen in de praktijk als hij bij elk voorbeeld analyseert welke fouten hij heeft gemaakt. Soms is hij daarbij wel erg kritisch over zijn eigen investeringen. Ruerd is ook open over zijn fouten en stelt zich daarmee kwetsbaar op. Door-

gaans begrijpen alleen ervaren investeerders dat een goede strategie missers met zich meebrengt. Waar gehakt wordt, vallen spaanders. Ook dat maakt dit een bijzonder boek.

Het heeft me aan het denken gezet. Wat is de grootste fout die ik wat betreft beleggen heb gemaakt? Er springt niet één investering uit. Al heb ik genoeg missers gemaakt. De fout met de grootste gevolgen was dat ik me onvoldoende realiseerde dat er een correlatie bestaat tussen mijn inkomen en de wereldeconomie.

Dat klinkt misschien een beetje dramatisch maar in 2008 en de jaren na de crisis stonden mijn inkomsten opeens meer onder druk dan ik vooraf voor mogelijk had gehouden. Tegelijk bleven mijn vaste lasten, inclusief een werkplek aan de Amsterdamse Herengracht, stabiel. Naïef had ik contracten voor bepaalde perioden afgesloten. Iets om op te letten als u jaarverslagen van bedrijven doorneemt. Langjarige huurcontracten kunnen in sommige situaties hetzelfde effect hebben op de balans als veel vreemd vermogen.

Plotseling was ik gedwongen om, niet alleen soberder te gaan leven, maar ook om een deel van mijn portfolio te verkopen om mijn huur en kantoor te kunnen blijven betalen. Toen het allemaal wat rustiger werd bleek dat de gedwongen verkopen me heel veel gemiste koerswinst hadden gekost.

Dit boek biedt zoals de titel belooft meer dan genoeg informatie om ideeën voor zowel bull- en bearmarkten te identificeren. Daarnaast bespreekt de auteur ruimhartig zijn eigen fouten zodat u ervan kan leren. Ik hoop van harte dat u er uw voordeel mee doet.

Bram de Haas

Beleggingsfonds Schildpad & De Haas, auteur SeekingAlpha.com.

Inleiding

In 2013 heb ik het boek *Aandelen selecteren als waardebelegger* uitgebracht. In dit boek heb ik geprobeerd om zoveel mogelijk basiskennis op het gebied van beleggen in aandelen over te brengen. Ik heb geprobeerd dat te doen door het beleggen tot een aantal eenvoudige principes terug te brengen. Met zulke basisregels kun je beoordelen of een aandeel voor een bepaalde prijs statistisch een goede of een slechte beursweddenschap is.

Een voorbeeld van zo'n principe is dat het onverstandig is om een aandeel te kopen in een bedrijf met oneerlijk management. Een ander basisprincipe uit mijn vorige boek gaat over langlopende huurcontracten. Langlopende huurcontracten kunnen hetzelfde ongunstige effect op de bedrijfsresultaten hebben als veel vreemd vermogen. Zie ook het voorbeeld dat Bram de Haas in zijn voorwoord geeft.

Hoe je leert van je verliezen. Veel van deze basisregels stonden in mijn vorige boek om mensen te behoeden voor vaak gemaakte fouten. Dat probeer ik in dit boek ook te doen maar dan op een subtielere manier.

Verliezen vermijden begint bij het beseft dat je je verliezen nooit meteen aan pech moet wijten.

Deze one-liner is één van de uitgangspunten van dit boek. Ga dus altijd na op basis van welke gegevens je je beslissingen hebt genomen, of die gegevens klopten, of je die gegevens op de juiste manier verzameld hebt, en of je beslissingen goed waren. Er is vrijwel altijd een fout te vinden die je een volgende keer kunt voorkomen.

Deze tips komen niet van een belegger maar van een pokerkampioen en psychologe: Annie Duke. Beleggen heeft met kaartspellen als poker gemeen dat het toeval een grote rol speelt. Duke raadt aan om elke beslissing en gebeurtenis rond je verlies achteraf te overdenken.

Achteraf gaat zij nog eens bij elke beslissing en gebeurtenis na wat de kansen op een goede en slechte afloop waren.

Van de verliezen van anderen leren. Wat is er beter dan te leren van je eigen verliezen? Dat is leren van de verliezen van anderen. Zo heb ik in mijn vorige boek besproken waarom beleggen in dividendgewogen indexfondsen voor de financiële crisis toch niet zo'n goed idee was. Met die kennis kunnen mijn lezers nu beter de kwaliteit en de risico's van beleggingsfondsen beoordelen. De algemenere vraag of aandelen vandaag duur of goedkoop zijn is natuurlijk nog interessanter. Daarom begin ik dit boek met een poging deze vraag te beantwoorden. Door deze vraag te beantwoorden heb ik geleerd van de verliezen van meerdere generaties beleggers.

Verder vroeg ik me af of het toeval was dat ik vaak net op een ongelukkig moment kocht en verkocht. Ik denk het niet: zie hoofdstuk 2 en paragraaf 9.5. Veel andere verliezen waren te wijten aan fouten bij het beoordelen van beleggingen met een 2-voudige uitkomst zoals overnamearbitrages. Mijn bevindingen staan in paragraaf 8.1. Vaak haalde ik verder een matig rendement of verloor ik doordat ik niet goed genoeg zocht naar de beste beursweddenschappen.

Op zoek naar de allerbeste beleggingen. Veel van mijn minder geslaagde beleggingen werden dus mede veroorzaakt door een gebrek aan kennis. Een gebrek aan kennis kan leiden tot allerlei beoordelingsfouten. Deze fouten kunnen je rendement bij het volgen van de beste beleggingsstrategie om zeep helpen. Voorheen wist ik te weinig van de allerbeste beleggingen. Daardoor koos ik vaak goede beleggingen uit maar niet de allerbeste. Of ik koos uitstekende beleggingen maar ging de fout in doordat ik nieuwe ontwikkelingen rond zo'n belegging niet goed interpreteerde.

Om dit soort fouten te voorkomen ging ik op zoek naar de details achter de beste beleggingen op de beurs. De resultaten van deze zoektocht wil ik graag met anderen delen. In dit boek probeer ik verder onder de verschillende beleggingsstrategieën het kaf van het koren te scheiden. Behalve de beste beleggingen bespreek ik waarom sommige beleggingen goed zijn maar meestal niet de allerbeste weddenschappen zijn. Achterin staan de beste beleggingen op de beurs nog eens overzichtelijk op een rijtje.

De beleggingen die ik in dit boek bespreek zullen voor sommige mensen exotisch aandoen. Helaas is het nu eenmaal zo dat de beleggingen waar wij ons intuïtief plezierig bij voelen vrijwel altijd slechte weddenschappen zijn. Daarom hoop ik dat de lezers van dit boek

beter gaan beleggen door ook minder voor de hand liggende beleggingen te bestuderen. Misschien loop je tegen een aandeel aan dat vergelijkbaar is met één van de voorbeelden uit dit boek. Of misschien zet het je ertoe aan naar dit soort aandelen op zoek te gaan.

Geld verdienen in een hoog gewaardeerde markt. In het eerste hoofdstuk kom ik tot de conclusie dat aandelen nu erg duur zijn. Ik geef een aantal tips om daar op in te spelen. Eén van deze tips is om direct te proberen te verdienen aan verliezers. Door short te gaan kun je rechtstreeks speculeren op koersdalingen. Helaas is hier nog vrij weinig over opgeschreven. Short gaan is dus iets voor zeer gevorderde beleggers. Mijn uitleg over short gaan is zeer uitgebreid en kan gebruikt worden als een handleiding in het short gaan. Maar ik hoop ook dat de lezer zo leert herkennen wanneer iets goedkoop lijkt maar het niet is.

Voor wie is dit boek bedoeld? Dit boek is bedoeld voor beleggers die actief op zoek zijn naar beleggingen met een hoog rendement. Het zoeken naar zeer goede beleggingen begint ermee te weten waar deze beleggingen gezocht moeten worden. Dit boek vertelt daar veel over maar natuurlijk niet alles. Ik hoop daarom dat deze beleggers de tijd zullen vinden om ook andere boeken over beleggen te lezen.

Daarbij denk ik aan mijn eerste boek *Aandelen selecteren als waardebelegger*. Hierin wordt de meeste basiskennis op gebied van waardebeleggen kort en plezierig uitgelegd. Er is nauwelijks overlap met de inhoud van dit boek. Voor de doorzetteren zijn er natuurlijk ook nog veel nuttige Engelstalige boeken over groei- en waardebeleggen. Een lijst met nuttige boeken over beleggen is te vinden aan het einde van dit boek.