

Factorbeleggen aandelen

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Inflatie en stijgende rentes zetten economische groei onder druk
- Europese overheden grijpen in om energiecrisis te verzachten
- Sterk presterende dollar verzacht effect van dalende aandelenkoersen

Rendement

- Goed kwartaal voor momentum en quality; value, volatility en small cap presteerden negatief
- Het Achmea IM Global Multi Factor Equity Fund blijft in het derde kwartaal 1,1% voor op de benchmark (MSCI World Net TR Index EUR)
- De CO₂-reductie van het fonds bedraagt 21% ten opzichte van de benchmark

AUTEURS



Louis Hu,
Portfoliomanager
Equities



René Wijnen,
Portfolio Manager
Equities



THEMA

Corrigeren voor intangible activa verbetert de book-to-price factor

De boekwaarde van een bedrijf houdt vaak in onvoldoende mate rekening met intangible activa. Digitalisering en toename van de kenniseconomie hebben echter de afgelopen jaren gezorgd voor een enorme groei in intangible activa. Dat betekent onder andere dat de vraag ontstaat of book-to-price nog wel een geschikte maatstaf is voor value. Wij denken van niet; het corrigeren van de boekwaarde voor intangible activa zorgt voor betere vergelijkbaarheid van bedrijven en verbetert daarmee de book-to-price en het geaggregeerde value factor rendement.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

Marktbeeld

Aandelenmarkten sloten ook het derde kwartaal negatief af

De aanhoudende inflatie bereikt wereldwijd torenhoge niveaus met als gevolg dat centrale banken over gaan tot stevige verhogingen van de beleidsrentes met als doel inflatie te beteugelen. De combinatie van hoge inflatie en oplopende rentes zet de economische groei onder druk, hetgeen zijn weerslag heeft op aandelenkoersen, consumenten- en producentenvertrouwen. De situatie in Europa is nog problematischer vanwege de oorlog in Oekraïne en de energiecrisis die daaruit voort is gekomen. Inmiddels grijpen Europese overheden steeds meer in om de gestegen energieprijzen deels te compenseren.

Vrijwel alle sectoren lieten negatieve rendementen zien in het derde kwartaal. De consumer discretionary en energy sectoren deden het relatief goed, terwijl de sectoren utilities, real estate en communication services slechter presteerden dan gemiddeld. De MSCI World Index (net TR in EUR) steeg dit kwartaal 0,1%. Deze lichte stijging was vooral de danken aan de lage stand van de euro. De MSCI World Index (net TR EUR hedged) daalde met 4,9%.

Goed kwartaal voor momentum en quality; value, volatility en small cap presteerden negatief

De Achmea IM stijlfactoren gaven een wisselend beeld dit kwartaal. De momentum en quality factoren sloten het kwartaal positief af. Het rendement van de momentum factor was deels te verklaren door de exposure naar de energy sector van deze factor. Door de uitzonderlijk goede rendementen van de energy sector in het afgelopen jaar heeft de momentum factor inmiddels een aanzienlijke positieve tilt naar de energy sector, waar deze een jaar geleden nog negatief was. De quality factor profiteerde vooral vanwege de onderweging naar de slecht presterende real estate en utilities sectoren. De value factor had na een sterk eerste half jaar een negatief rendement in het derde kwartaal. Ondanks de neergaande markt wisten ook de defensieve factoren low volatility en low beta geen positief rendement te realiseren. Tenslotte realiseerde de small cap factor eveneens een negatief rendement dit kwartaal

Rendement

Factorbeleggen en het Achmea IM Global Multi Factor Equity Fund hadden in 2021 een extreem goed jaar. In 2022 vallen de resultaten licht tegen en blijft het fonds year-to-date iets achter bij de benchmark.

Het rendement van het Achmea IM Global Multi Factor Equity Fund was dit kwartaal 1,2%. De benchmark, de MSCI World Index (net TR in EUR) liet dit kwartaal een rendement van 0,1% zien, waarmee het fonds de benchmark voor bleef met ongeveer 1,1%.

Corrigeren voor intangible activa verbetert de book-to-price factor

Samenvatting/short read

- De groeiende digitalisering en toename van de kenniseconomie hebben gezorgd voor een enorme groei in intangible activa.
- De boekwaarde van een bedrijf houdt vaak in onvoldoende mate rekening met deze intangible activa.
- Het corrigeren van de boekwaarde voor intangible activa zorgt voor betere vergelijkbaarheid van bedrijven en verbetert daarmee de book-to-price en het geaggregeerde value factor rendement.

Book-to-price heeft lastige jaren gekend

Value heeft de afgelopen decennia relatief teleurstellend gepresteerd. Book-to-price, een van de meest bekende en meest gebruikte ratio's voor value, heeft het nog eens extra zwaar gehad. Dit heeft onder andere te maken met de sterke groei van growth aandelen, die de afgelopen decennia zeer goed hebben gepresteerd. Met name grote Amerikaanse technologie gerelateerde growth bedrijven (zoals Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet, NVIDIA, Meta Platforms, Netflix en Tesla) hebben zeer sterk gepresteerd. Meerdere van deze bedrijven hebben doorgaans relatief lage boekwaardes. Dit leidt tot de vraag of book-to-price nog wel een geschikte maatstaf is voor value. De boekwaarde van een bedrijf bestaat uit het verschil tussen de bezittingen (activa/assets) en de schuld (liabilities). Dit was historisch een goede indicator voor de waarde van een bedrijf.

Intangible activa zijn gegroeid in omvang en relevantie

Vandaag de dag zien we dat bedrijven, dankzij de groeiende digitalisering en kenniseconomie, steeds meer intangible activa bezitten en dat deze activa steeds relevanter zijn voor

het bedrijfsmodel. Voorbeelden hiervan zijn de zogenaamde platformeconomieën (AirBNB, Thuisbezorgd/Just Eat Takeaway), maar ook andere bedrijven met veel intellectueel eigendom zoals Meta (moederbedrijf van Facebook, Instagram en WhatsApp) of Alphabet. Deze bedrijven hebben een relatief lage boekwaarde en lijken daardoor erg duur vergeleken met de prijs waarvoor het aandeel handelt. Dit komt grotendeels doordat de intangible activa, niet (geheel) worden meegenomen op de balans, ondanks dat deze de kern van het bedrijf zijn.

Omdat deze activa niet tastbaar en moeilijk te waarderen zijn, worden intangible activa doorgaans niet meegenomen op de balans en komen daarmee dus ook niet terug in de boekwaarde van een bedrijf. Bovendien zijn er ook wettelijke beperkingen rond het activeren van immateriële vaste activa. Zo komen investeringen in research & development, merkwaarde of organisatorische waarde¹ vaak niet terug op de balans. Door de groeiende grootte en relevantie van intangible activa is het des te belangrijker deze juist wel mee te nemen in de boekwaarde. Wanneer deze intangible activa wel meegenomen worden, kunnen deze het beeld van de dure waarderingen nuanceren.

Corrigeren voor intangible activa verbetert de book-to-price factor

Om de boekwaardes van bedrijven beter vergelijkbaar te maken, corrigeren we voor deze intangible activa. Dit doen we door de uitgaven aan organisatie (SG&A) en research en development te kapitaliseren. Dit houdt in dat deze uitgaven als investering behandeld worden en terugkomen op de balans en daarmee ook in de boekwaarde. Dit leidt tot een significante verbetering in prestaties van de book-to-price en value factor.

¹ Bij organisatorische immateriële waarde valt bijvoorbeeld te denken aan gespecialiseerd en/of ervaren personeel.

In grafiek 1 vergelijken we de originele book-to-price met de gecorrigeerde versie (intangible book-to-price) over de periode van 1996 tot en met maart 2022. We zien een sterke verbetering

van het rendement wanneer we boekwaarde corrigeren voor intangible activa. Dit verhoogt het rendement van de factor met circa 1,5%, op jaarbasis.

Figuur 1: Long short score gewogen factor portefeuille gemeten over de periode april 1996 tot en met maart 2022. De portefeuilles worden geherbalanceerd op kwartaalbasis



Bron: Achmea IM, Bloomberg

In grafiek 2 bekijken we het actieve rendement van book-to-price versus intangible book-to-price. Hier is duidelijker te zien dat het corrigeren van boekwaarde vrij constant waarde toevoegt in de portefeuille. Ook als onderdeel van een uit meerdere subfactoren

samengestelde value factor weet intangible book-to-price waarde toe te voegen aan de value factor. Als gevolg van de resultaten uit deze analyse heeft Achmea IM de value factor aangepast en wordt boekwaarde voortaan gecorrigeerd voor intangible activa.

Figuur 2: Het actieve rendement van de factoren Intangible book-to-price versus book-to-price over de periode maart 1996 tot en met maart 2022



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Tangible en intangible activa

De boekwaarde van een bedrijf zijn alle bezittingen minus alle schulden. De bezittingen kunnen weer worden onderverdeeld in tangible en intangible activa. Tangible activa zijn vaak het grootste gedeelte van de bezittingen, deze bestaan uit fysieke activa zoals grond, gebouwen, voertuigen en goederen. Ook kunnen het niet fysieke activa zijn waarvan de financiële waarde duidelijk te bepalen is, zoals kredieten of spaartegoeden. De intangible activa zijn vaak minder nauwkeurig te achterhalen en zijn vaak niet fysiek van nature. Voorbeelden hiervan zijn goodwill, patenten en licenties.

Binnen deze intangible activa maken we nog onderscheid tussen intern ontwikkeld of extern verworven intangibles. Goodwill is bijvoorbeeld een extern verworven intangible activa. Goodwill is het verschil tussen de overnameprijs en de daadwerkelijke boekwaarde van het bedrijf genoteerd. Goodwill komt daarom dus vaak op de balans van een bedrijf wanneer deze een overname doet. Intangible activa die ontstaan uit intern onderzoek of investering in merknaam worden vaak niet op de balans weergegeven.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.