

Maakt winst echt e

K(r)anttekening

drs. J.G. Groeneveld RA RV¹

“Winst en Verlies” heet de bijdrage van Bert Bakker op 21 april 2001 in NRC Handelsblad. Daarin noemt hij als les één van de cursus beleggen dat de prijs van een aandeel bepaald hoort te worden door de winst die de onderneming maakt. En Bakker stelt vast dat we “na het debâcle van het idee dat de prijs van een aandeel door slechts drie dingen wordt bepaald, namelijk groei, groei en groei (van de omzet)” nu weer terug zijn bij deze eerste les.

Tot zover lezend ben ik het in niets met hem eens. Niet met zijn eerste beleggingsles en niet met zijn waarneming van het idee dat de prijs van een aandeel werd bepaald door drievoudige groei van de omzet. Laat staan met zijn vaststelling dat er een chronologie zou bestaan en dat we “weer terug” zijn bij zijn les één en dat deze terugkeer niet alleen letterlijk winst zou betekenen. En al helemaal niet dat het zo hoort als Bakker zegt.

Voor onze markten geldt als les één dat de prijs wordt bepaald door de ontmoeting van vraag en aanbod. Beleggers zijn vragers en aanbieders: die les geldt ook voor hen. De vraag is duidelijk: waarom nemen zij op een bepaald moment met een bepaalde prijs genoegen? Uitgaande van vrijheid van handelen kan het antwoord alleen maar zijn omdat die prijs beter is dan de waarde die zij op dat moment aan het desbetreffende aandeel toekennen. Ja, zou Bakker wellicht zeggen, maar die waarde werd bepaald door de drievoudige groei van de omzet. Ook daarmee zou ik het niet eens zijn.

In een economische benadering en in financieel-economische zin is waarde afhankelijk van verwachte vrije geldstromen en

gestelde rendementseisen. We weten allemaal dat verwachte geldstromen niet zomaar gelijk zijn te stellen aan omzet of omzetgroei. Ook dat ze niet zonder meer gelijk zijn te stellen aan winst. Als voor waardebeoordeling winst toch in overweging zou moeten worden genomen, zou in de eerste plaats van verwachte winst moeten worden gesproken, en niet van “de winst die de onderneming maakt”.

Ervan uitgaande dat ‘realisatie’ een voorwaarde is om van winst te kunnen spreken, is verwachte winst een eigenaardig ding. Verwachting impliceert risico en onzekerheid die via realisatie juist worden bedoeld te zijn uitgebannen. En waar de te stellen rendementseisen boven de risicovrije rentevoet expliciet vergoeding bieden voor risico en onzekerheid kan de ‘realisatie’ die met winst wordt geassocieerd bijzonder veel inconsistentie veroorzaken. Nog afgezien hiervan kan de gelijkheid tussen zulke verwachte geldstromen en verwachte winst alleen voor de statische onderneming worden geconstrueerd. En van die soort zijn er (ik denk: gelukkig) niet zo veel.

“Normaal gesproken is de koers een veelvoud van de winst per aandeel”, schrijft Bakker. Hij heeft gelijk. Dat is niet alleen ‘normaal gesproken’, maar altijd zo, althans zolang de winst per aandeel in dezelfde dimensie wordt weergegeven als de koers: euro's per aandeel worden gedeeld door euro's per aandeel. Dat sommetje is niet zo moeilijk. De vraag is waarom het zou moeten worden gemaakt. De uitkomst “... varieert voor de meeste bedrijven globaal tussen de 7 en de 40”, schrijft Bakker. Met ‘varieert’, ‘de meeste’ en ‘globaal’ is dat een tamelijk vrijblijvende waarneming. Daarnaast zijn op één en hetzelfde moment op een efficiënte markt als een effectenbeurs de verschillen enorm. Op 12 mei 2001 geeft Het Financieel Dagblad voor de AEX als hoogste Koers/Winst-verhouding KPN (97,06) en als laagste KPNQwest (-34,40). Voor een euro winst bij KPN werd op 11 mei dus euro 97,06 betaald. De gemiddelde K/W voor die dag bedroeg 19,97 met een standaarddeviatie van 21,94. Dus wat zegt het nog allemaal?

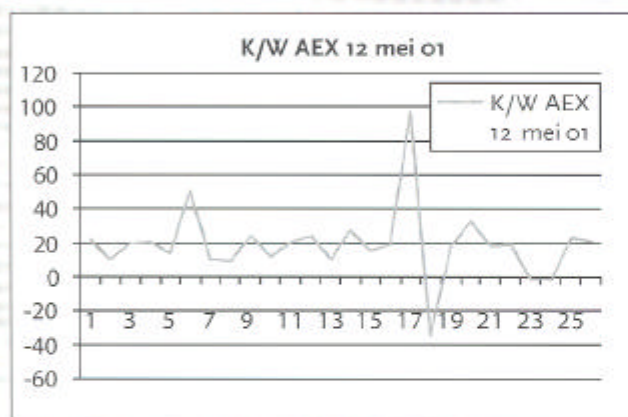
“Als een aandeel een lage k/w kent, noemt men het meestal goedkoop. Maar ‘goedkoop’ betekent vaak dat beleggers weinig potentieel zien voor toename van de winst, of dat men denkt dat de winstgevendheid door veel onzekerheid is omgeven”, aldus Bakker. Zelf noem ik iets goedkoop wanneer de prijs beduidend lager is dan de waarde die ik aan het desbetreffende object toeken. Hier zou een aandeel goedkoop zijn omdat het

en 'come back'?

gegroepeerd. Zijn formule ("de winst die de onderneming maakt") moet inmiddels niet alleen kwantitatief maar ook kwalitatief worden ingevuld.

"Het is goed te beseffen", schrijft Bakker, "dat altijd pas achteraf uitgemaakt kan worden of een aandeel echt goedkoop was of niet". Goedkoop is hier dus niet hetzelfde als echt goedkoop. Bij Bakker moet de afloop het duidelijk maken. "Een aandeel waarvoor je 'maar' zeven maal de winst betaalde, maar dat na drie jaar nog steeds dezelfde koers noteert als op de dag van aanschaf, is uiteindelijk toch duurder dan een aandeel dat op een k/w van 40 wordt gekocht, maar dat na drie jaar in prijs is verdubbeld". We letten even niet op de mogelijkheid van dividenden. De prijsvorming die Bakker zojuist nog plaatste in het kader van perceptie en onzekerheid, wordt door hem bij deze gelegenheid teruggezet in het realisatiebeginsel. Maar stel dat die verdubbelde koers van Bakker gepaard gaat met verdubbelde winst en er nog steeds een k/w van 40 is, blijft het dan een duur, een echt duur, een echt goedkoop of een goedkoop aandeel?

Bakker wijst op "addertjes onder het gras" bij het vergelijken van k/w-verhoudingen. In verband daarmee kijken analisten "bij voorkeur naar de verhouding koers / cashflow (cash flow is de bedrijfswinst waar de afschrijvingen nog niet van af getrokken zijn)". De definitie van cashflow is aan de eenvoudige kant. Te eenvoudig om daarop waarde en prijs te baseren. Maar uitgaande van geldstromen, perceptie onzekerheid, toekomst, robuustheid, groei en kwaliteit gaat het echt de goede kant op. Blijft over het debacèle dat Bakker met een beroep op winst en k/w ons wil demonstreren. Wat Bakker ons wezenlijk heeft getoond, is dat winst en k/w bijzonder weinig houvast geven. Dat was voorheen al zo. Dat is "nu" nog zo. Zou Bakker met zijn 'nu' de postnatale depressie van de nieuwe economie op het oog hebben? ●



in termen van k/w lager scoort dan het gemiddelde. En zijn die boven het gemiddelde dan duur? Die stelling is vol te houden zolang winst gelijk is aan winst. KPNQwest zou met -34,40 een voordeelaanbieder hebben. Maar winst is hier niet gelijk aan winst, want voor de ene winst wordt groeipotentieel gezien en voor de andere niet. Winst is dus geen homogeen artikel. Het gaat om winst in verschillende kwaliteiten. Misschien is het maar beter om te draaien: k/w dus een indicator van gepercipieerde kwaliteit? Aangevuld met "de winstgevendheid die door veel onzekerheid is omgeven". Die moet als verklaring dienen voor de bereikte k/w. Maar de prijs van het aandeel "hoort" toch bepaald te worden door de winst die de onderneming maakt?

Inmiddels heeft Bakker het pakket van verklarende variabelen uitgebreid tot:

- de winst die de onderneming maakt voor goedkope aandelen;
- het potentieel dat beleggers zien voor toename van de winst;
- de winstgevendheid die door veel onzekerheid is omgeven voor dure aandelen;
- de kwaliteit van de winst wordt robuust geacht (de kans op tegenvallers is klein);
- het bedrijf kan aannemelijk maken dat in de toekomst de winst per aandeel nog stevig kan groeien.

Ingrediënten als perceptie, onzekerheid, toekomst, robuustheid, groei en kwaliteit zijn bij Bakker rond winst

Noten

- 1 Drs. J.G. Groeneveld RA BV is directeur van Wingman Business Valuators B.V. te Dordrecht en universitair hoofddocent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.