

Koers/winst

K(r)anttekening

Drs. J.G. Groeneveld RA RV

Koers/winst is bij aandelen in vennootschappen een populaire ratio. Het lijkt soms of we allemaal begrijpen wat er staat. In de teller is de koers de notering ofwel de prijs waartegen het aandeel recentelijk werd verhandeld.

De winst is het bedrag dat de ondernemingsleiding in het jaarverslag heeft getoond in het desbetreffende boekjaar te hebben gewonnen.

Winnen is hier niet bedoeld als de uitslag van een loterij, hoewel ondernemen wel degelijk het exploiteren is van risico en onzekerheid.

Met winnen wordt hier bedoeld op de winning zoals bij zand en goud: de opbrengst van noeste arbeid. Zand en goud zijn als zodanig tamelijk eenduidig. Met winst is dat anders.

Als ik kijk naar de fondsen die deel uitmaken van de AEX – en voor veel andere fondsen geldt hetzelfde – dan zie ik in Het Financieele Dagblad (HFD) bij elk fonds 8 koersen genoemd:

- hoogste koers laatste 12 maanden;
- laagste koers laatste 12 maanden;
- gemiddelde koers over 40 dagen;
- vorige koers;
- openingskoers;
- hoogste koers;
- laagste koers;
- slotkoers.

Ieder mag natuurlijk kiezen. Zelf zou ik voorkeur hebben voor de meest recente informatie. Dat zou de slotkoers kunnen zijn.

HFD publiceert onder het hoofd "K/W 2004" onder andere voor de AEX-fondsen koers/winst verhoudingen. Dat geeft het volgende beeld:

fonds	K/W 2004 19 aug. 04	K/W 2004 20 aug. 04
ABN AMRO	7,6	7,7
Aegon	9,4	9,5
Ahold	16,9	17,1
Akzo Nobel	9,5	9,5
ASML	18,6	19,0
Buhrmann	17,3	17,5
DSM	11,7	11,6
Fortis	9,4	9,4
Getronics	24,0	24,2
Hagemeyer	-	-
Heineken	14,5	14,7
IHC Caland	14,0	13,9
ING Groep	8,7	8,7
Koninklijke Olie	11,7	11,7
KPN	11,6	11,6
Moolen, v.d.	10,3	10,3
Numico	22,1	22,0
Philips Electronics	10,3	10,4
Reed Elsevier	16,8	16,7
TPG	10,6	10,6
Unilever cert.	11,9	11,9
Versatel	-	-
VNU	13,6	13,4
Wolters Kluwer	16,2	16,1

De tabel laat zien dat de koers/winst-verhoudingen voor de respectieve fondsen aanzienlijk uiteen lopen. ABN AMRO heeft hier de laagste ratio; Getronics de hoogste. Het wordt duidelijk dat op de Amsterdamse beurs voor 1 euro winst van Getronics op 20 augustus de prijs van € 24,20 werd betaald. Dat is 3,14 keer zoveel als voor 1 euro winst van ABN AMRO. Per euro winst is ANB AMRO met afstand de voordeligste.

Het is onbegrijpelijk dat bij een veronderstelde efficiënte markt Getronics kans ziet om haar winst zo duur te verkopen. Er zijn een paar mogelijkheden. De markt is niet efficiënt. De kwaliteit van winst is van fonds tot fonds ongelijk. Beleggers kopen geen winst.

Schitterend toch:
alle complexiteit
van ondernemen,
van resultaatbepaling
en van koersvorming
weggestopt in die ene
indicator van K/W

De ratio is een uitkomst. Natuurlijk: twee bedragen in gelijke dimensies van dezelfde valuta kunnen rekenkundig worden bewerkt. De verleiding om het ene bedrag te delen door het andere is kennelijk groot. Zou er een verband zijn? En kan dat verband worden gedetermineerd? Hoe de uitkomst te gebruiken? Is 7,7 voor ABN AMRO te hoog, te laag of juist goed? Geldt hier werkelijk dat bij deze (relatief) lage uitkomst de kans op een hoog rendement groter zou zijn (vgl. "Steen der wijzen", HFD, 20 augustus 2004)? Als dat zou impliceren dat voor de respectieve fondsen het risico min of meer gelijk is, zou bij deze K/W's de kans op een beleggingsrendement bij ABN AMRO van $1/7,7 = 12,9\%$ gelijk zijn aan de kans bij Getronics op een beleggingsrendement van $1/24,2 = 4,1\%$. Het

omgekeerde zal eerder het geval zijn: met het bijbehorende risico zijn de kansen op een gelijk rendement zeer ongelijk. Althans zij worden – naar ik aanneem – door de belegger als ongelijk ervaren.

In HFD wordt verwezen naar een onderzoek door Ivan Snurer van adviesbureau Quantalytica met betrekking tot de K/W-ratio. Met wat mij betreft groot eufemisme wordt de K/W door HFD "Steen der wijzen" genoemd. Snurer deelt in zijn model de K/W door de omzetgroei. Volgens Snurer is "de k/w nog steeds de meest gebruikte methode. Door dit element weer in te voeren, wordt opgenomen hoe beleggers tegen de aandelen aankijken. En dat is belangrijk voor de koersvorming". Kortom de waarde van de K/W is volgens Snurer bepaald door haar populariteit. Om de onjuistheid ervan lijkt hij zich niet te bekommeren. Zijn impliciete redenering is kennelijk dat die populariteit moet worden bevestigd. Hoe meer beleggers elkaar nadoen en napraten, nakopen en naverkopen en vooral niet nadenken, maar luisteren naar de eenvoud van Snurer, hoe beter het is. Schitterend toch: alle complexiteit van ondernemen, van resultaatbepaling en van koersvorming weggestopt in die ene indicator van K/W. Je vermijdt de hoge K/W's en koopt de lage. Als het daarom gaat, zouden door de arbitrage van Snurer alle K/W's al gauw aan elkaar gelijk zijn. Maar dat gaat over. Na een jaar presenteert de onderneming haar resultaat. Nieuwe K/W's zijn het gevolg. Als belegger kom je er even bedrogen uit, en daarna begint het spel opnieuw. Gespeeld op het versteende fundament der onwijzen. ●

Noot

- 1 Directeur Wingman Business Valuators B.V., Dordrecht/Leidschendam