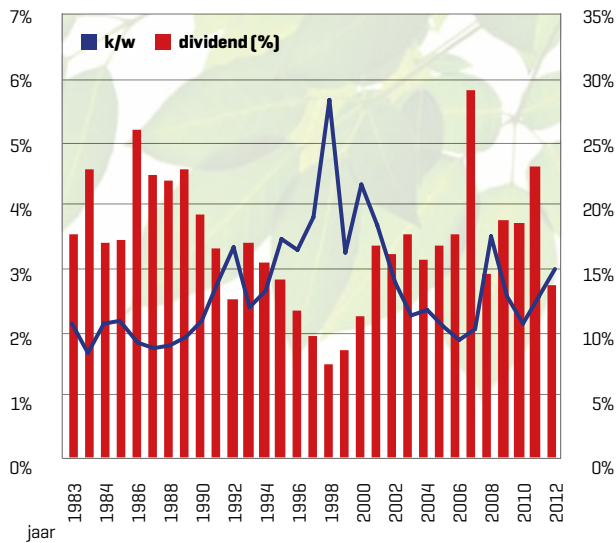


Dividend liegt niet



Op papier is het begrip koers-winstverhouding een heldere maatstaf. Betaalt een belegger een hoge koers voor een (mandje) bedrijven met een bepaald winstniveau dan is de waardering hoog en instappen onaantrekkelijk. Is de koers laag ten opzichte van de winst per aandeel dan biedt dit mogelijk instapkansen. De praktijk is weerbarstiger. Zo is de winst vrij makkelijk op te pompen door bijvoorbeeld afschrijvingen uit te stellen, verliezen te verstoppen of omzet agressief te boeken. En dan is er nog de vraag welk winstbegrip in de ratio gebruikt moet worden: de netto-winst, de winst voor incidentele baten en lasten of toch de operationele winst? Iedere winst geeft een ander resultaat. Er zijn beleggers die het dividendrendement – dividenuitkering in het laatste jaar gedeeld door de koers – een betrouwbaardere maatstaf vinden dan de k/w. De geschiedenis van dividendrendementen leert dat hoge dividendrendementen ideale momenten waren om in te stappen. Dat

was zo na de crash in 1987 (een dividendrendement van 5,18 procent), op het hoogtepunt van de kredietcrisis in 2008 (5,81 procent) en in 2012 (4,61 procent) in de nasleep van de eurocrisis. Ook valt op dat eind jaren negentig de koersen wel erg hoog werden afgezet tegen het dividend dat bedrijven uitkeerden. In 2001, het jaar voor het knappen van de internetbubbel, bedroeg het dividendrendement een magere 1,7 procent. Het huidige dividendrendement van de AEX bedraagt 2,77 procent. Dit ligt onder het 30-jarig gemiddelde van 3,41 procent wat betekent dat de index naar deze maatstaf niet goedkoop is. Maar hierbij hoort ook de kanttekening dat het historische gemiddelde aan de hoge kant is vanwege de forse weging van financials die in het verleden erg scheutig waren met het uitkeren van dividend. Ook zal door winstgroei de verwachte uitkering groeien, waardoor het dividendrendement voor 2014 zal stijgen naar iets boven de 3 procent.

**MAAR OOK ALS
BEDRIJVEN NIET
MEER WINST
MAKEN KAN DE
AANDELENKOERS
OMHOOG. IN
DAT GEVAL ZIJN
BELEGGERS BEREID
OM MEER TE
BETALEN VOOR EEN
GEGEVEN WINST**

meer terug? En wat mogen beleggers verwachten van 2014?

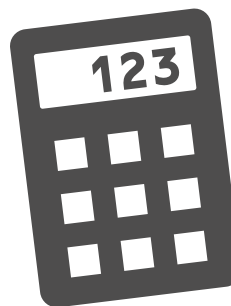
Om die vragen te beantwoorden, analyseerden wij 30 jaar AEX-historie.

Kort gezegd kunnen twee zaken zorgen voor een verdere stijging van de AEX. Allereerst draait het om de winsten van bedrijven. Als die (in de toekomst) omhooggaan, wordt een bedrijf meer waard, en zullen aandelenkoersen stijgen.

Maar ook als bedrijven niet meer winst maken kan de aandelenkoers omhoog. In dat geval zijn beleggers gewoonweg bereid om meer te betalen voor een gegeven winst. De koers-winstverhouding gaat dan omhoog: aandelen worden duurder.

Eerst maar even terug naar de eerste motor achter stijgende aandelenkoersen: winstgroei. Daarvan was afgelopen jaar weinig te merken op het Damrak. De definitieve bedrijfscijfers over 2013 zijn nog niet bekend, zodat we het moeten doen met de calculaties van analisten. Zij rekenen op een winst per aandeel voor de AEX-index van 26,7 euro in 2013. Dat is fractioneel lager dan in 2012, toen AEX-bedrijven per aandeel 26,9 euro wisten te verdienen.

Wie dit zelf na wil rekenen, moet in gedachten houden dat het hier om gewogen gemiddeldes gaat. De indexwinst wordt bepaald door de weging van de aandelen in de index waarbij de bijdrage van gigant Shell [weging: 12,8 procent] groter is dan die van PostNL [0,6 procent].



De stijging van de AEX is dus niet te danken aan soepel draaiende ondernemingen die hun winsten hebben weten op te pompen. Het zijn beleggers die verantwoordelijk zijn voor de hogere koersen. Zij blijken bereid veel meer te betalen voor aandelen van bedrijven die niet beter presteren. Beleggers kopen dus aandelen met een hogere koers-winstverhouding (k/w).