

beursfondsen te kunnen vergelijken. Het probleem is dat weinig bedrijven goed vergelijkbaar zijn. Voor sommige bedrijven is dat onmiddellijk duidelijk, zoals bij monopolist ASML uit Brabant.

Bij de meeste bedrijven lijken voldoende zogenoemde 'peers' in de sector voorhanden. Maar omdat je in de dezelfde sector opereert, wil het niet zeggen dat je dezelfde waarderingratio verdient.

Neem Unilever, dat graag vergeleken wordt met spelers als Nestlé, Procter & Gamble en Danone. Toch hebben de Rotterdamers een wezenlijk ander groeipotentieel, vanwege de flinke blootstelling aan opkomende markten. Bijna 60 procent van de verkopen komt uit groeiregio's. Bij Nestlé, P&G en Danone is dit respectievelijk 42 procent, 32 procent en 45 procent.

Ook op andere vlakken is er verschil. Zo verkoopt Procter & Gamble nauwelijks levensmiddelen, terwijl Nestlé nog een behoorlijke blootstelling heeft aan ongezonde en minder attractieve producten als diepvriespizza's.

TIJDEN VERANDEREN

Naast een vergelijking met *peers* kan de k/w van eenzelfde bedrijf door de tijd heen een aantrekkelijke maatstaf lijken. Ook dit is gevaarlijk omdat (impliciet) wordt verondersteld dat de drie relevante factoren voor de waarde van een aandeel constant zijn gebleven (groei, rendement en risico).

**HET HUIDIGE
PHILIPS HEEFT
EEN HOGERE
K/W DAN
PAK WEG VIJF
JAAR GELEDEN**

ZIJN AMERIKAANSE AANDELEN WERKELIJK DUUR?

In welk deel van de wereld moet een belegger in 2020 zijn? Verschillende vermogensbeheerders wijzen erop dat Amerikaanse aandelen beter vermeden kunnen worden. De waarderingen in Europa zouden een stuk aantrekkelijker zijn, waarbij graag gewezen wordt op de lagere k/w's. Het klopt dat het gemiddelde aandeel in de S&P tegen 19 keer de winst kost, waar Europese aandelen blijven steken op een factor 15 (Euro Stoxx 600 index).

Maar er is een goede verklaring voor die korting. Het gemiddelde rendement op geïnvesteerd kapitaal van een bedrijf in de S&P ligt met 13,5 procent hoger dan in Europa, waar het rendement circa 10 procent is.

Dit hangt onder meer samen met het feit dat de Amerikaanse beurs een veel grotere blootstelling heeft aan lucratieve sectoren. Zo bestaat een derde van de S&P-bedrijven inmiddels uit internet- en technologiegiganten. In Europa is dat circa 10 procent. Bovendien praten we eigenlijk over een heel andere categorie bedrijven.

Waar in de Amerikaanse index krachtpatsers als Apple, Microsoft en Alphabet zitten, moeten wij het in Europa doen met telecombedrijven als Telefónica, Orange en Nokia. De enige twee Europese spelers van enige betekenis op IT-vlak zijn de Duitse softwaremaker SAP en ASML.

Afgaand op de sectoren waar Europa dominant is – auto's, energie, chemie en financials – lijkt het werelddeel reddeloos verloren. De industrieën kenmerken zich door schrale marges en een hoge kapitaalintensiteit. Niet vreemd dus dat het rendement hier een stuk lager ligt.

De enige tak van sport waar Europa een voorsprong heeft op de VS, is bij

luxe merken uit de stal van bijvoorbeeld LVMH (Louis Vuitton) of Kering (Gucci). Het is veelzeggend dat de powerhouses van Europa veelal ouder zijn dan honderd jaar.

SPELREGELS

Het verschil in rendement kan niet alleen verklaard worden door sectorenblootstelling. Het valt ook op dat vergelijkbare bedrijven vaak rendabeler zijn in de VS. De oliereus Exxon en verfconcern PPG renderen bijvoorbeeld aanzienlijk beter dan de Nederlandse evenknieën Shell en AkzoNobel.

In de VS ligt de nadruk op winstmaximalisatie terwijl de filosofie hier is dat met meer stakeholders rekening moet worden gehouden. Het maakt dat het in de VS gemakkelijker is om sneller en harder in de kosten te snijden om de winsten op peil te houden.

Met president Trump aan het roer lijkt het klimaat voor beursgenoteerde bedrijven alleen maar gunstiger geworden, denk hier aan de enorme belastingverlaging.

Ook lijkt het er soms op dat aan de andere kant van de plas mededingsautoriteiten er minder moeite mee hebben dat een paar mastodonten een markt domineren. Het is bijvoorbeeld de vraag of Europese autoriteiten hadden geaccepteerd dat spelers als Facebook of Google zo machtig konden worden.

Beleggers die denken dat het oude continent de VS zal inlopen, gokken in feite op een verbetering van het klimaat voor beursfondsen of het plotselinge ontstaan van Europese (internet)krachtpatsers. Die kans lijkt gering. Europese aandelen hebben al decennia een discount; het is waarschijnlijk dat dit voorlopig zo blijft.

