

ook het geval voor bedrijven die nog een groeispurt moeten maken. Neem Basic-Fit. Het bedrijf boekte over 2018 een winstje van 17,6 miljoen euro, oftewel 32 cent per aandeel. Dat levert bij een koers van rond de 34 euro een astronomische k/w op van meer dan 100. De winst zegt alleen weinig.

De winst wordt gedrukt doordat Basic-Fit nog steeds hard groeit en een fitnessclub pas twee jaar na opening optimaal gaat renderen. Basic-Fit opent gemiddeld drie nieuwe filialen per week. Die net geopende clubs boeken nog nauwelijks omzet, terwijl de kosten – denk aan de openingskosten van een club, marketing maar ook afschrijvingen op machines – wel meteen beginnen te lopen. Het is dus vele malen relevanter om de cijfers te bekijken van de clubs die al minimaal twee jaar open zijn. Deze zogenaamde “volwassen clubs” boeken aantrekkelijke ebitda-marges (50 procent) en rendementen (30 procent).

#### TIP

Pas op met het gebruik van de k/w voor cyclische en grondstofbedrijven. Neem voor dit soort bedrijven in ieder geval nooit de winst over één jaar voor het getal in de noemer, maar pak het gemiddelde over de hele cyclus (minimaal zeven jaar). Idealiter wordt een contante-waarde-analyse gemaakt, waarbij rekening wordt gehouden met risico middels een hogere discountvoet.

#### VALKUIL 5: NIET ELKE PEER IS WAT HET LIJKT

Koers-winstverhoudingen zouden moeten helpen om vergelijkbare

## PAS OP MET HET GEBRUIK VAN DE K/W VOOR CYCLISCHE BEDRIJVEN

## DE ALTERNATIEVEN

Duidelijk is dat de k/w bepaald geen panacee is om bedrijven op waarde te kunnen schatten. Beleggers die aandelen willen waarderen op basis van ratio's doen er verstandig aan naar meerdere maatstaven te kijken. Zo houdt de OW/ebitda-ratio rekening met de kapitaalstructuur van bedrijven en probeert de PEG-ratio groei mee te nemen. Toch blijft de heilige graal een analyse waarbij de verwachte toekomstige kasstromen contant worden gemaakt naar vandaag. Alleen met deze methode wordt rekening gehouden met de belangrijkste factoren die de waarde van een aandeel bepalen (groei, ROIC en risico).

### OW/EBITDA

De formule deelt de ondernemingswaarde (OW, de beurswaarde van alle aandelen en de nettoschuld) door het bedrijfsresultaat (ebitda, de winst plus rente, belastingen en afschrijvingen).

**PLUS:** Deze maatstaf geeft een beter beeld dan de k/w van de operationele prestaties van een bedrijf, onder meer omdat rekening wordt gehouden met de kapitaalstructuur. Het maakt beursgenoteerde bedrijven dus beter vergelijkbaar.

**MIN:** De ebitda geeft een rooskleurig beeld van de cash die daadwerkelijk een bedrijf binnenstroomt. Een bedrijf moet immers gewoon belasting en rente betalen, en de afschrijvingen zijn weliswaar geen kasuitstroom, maar geven vaak een aardig beeld van de vervangingsinvesteringen die op termijn noodzakelijk zijn. Door deze kostenposten te negeren kan de winstgevendheid er bedrieglijk rooskleurig uitzien. Warren Buffett heeft ooit gezegd dat hij “pas naar de ebitda zal kijken als hij de toezegging krijgt dat iemand anders de toekomstige investeringen voor zijn rekening zal nemen”.

stige investeringen voor zijn rekening zal nemen”.

### VRIJE KASSTROOM/BEURSWAARDE

De formule deelt de vrije kasstroom – de operationele kasstroom minus investeringen – door de beurswaarde.

**PLUS:** De vrije kasstroom is minder kneedbaar dan de winst. Het getal geeft een beter beeld van de cash die binnenkomt en de onderneeming verlaat door investeringen in bijvoorbeeld fabrieken en werkkapitaal. Bij veel bedrijven met een lage k/w speelt dat de kwaliteit van de winst matig blijkt. Lees: de winst ligt structureel hoger dan de kasstroom, bijvoorbeeld door ongunstig werkkapitaal. Dat is doorgaans geen teken van kracht.

**MIN:** Het nadeel van de vrije kasstroom is dat deze aanzienlijk volatieler is dan de winst, voornamelijk omdat investeringen alle kanten op kunnen schieten. Dit is vooral het geval voor kleinere bedrijven die nu eenmaal niet ieder jaar een nieuwe fabriek bouwen. Het maakt de maatstaf in de praktijk weinig bruikbaar.

### PEG-RATIO

De formule deelt de k/w door de winstgroei over een bepaalde periode.

**PLUS:** In tegenstelling tot de k/w probeert de PEG-ratio rekening te houden met het groeiprofiel van een bedrijf. Een hoge groei resulteert in een lagere PEG-ratio en een aantrekkelijker aandeel.

**MIN:** De PEG-ratio kent vele praktische bezwaren. Zo is niet vastomlijnd over welke periode de winstgroei ingeschat moet worden. Een belangrijker – en meer fundamenteel – bezwaar is dat niet wordt meegenomen of de groei aandeelhouders iets oplevert.