

echter vele malen belangrijker dan de winst van gisteren. Die laatste hoeft niet houdbaar te zijn.

Door te kijken naar de verwachte winst voor het huidige jaar, of de winst van volgend jaar, kan een belegger dit probleem oplossen. Dan moet een belegger al snel meekijken in de glazen bol van analisten. En analisten zijn helaas vaak notoire optimisten en slechte voorspellers.

Maar zelfs al is de winst van volgend jaar accuraat, dan blijft een fundamenteel probleem van de kw overeind. De waarde van een onderneming is gelijk aan alle toekomstige winsten verdisconteerd naar vandaag en niet alleen de winst van één jaar. Vooral bij bedrijven waarvan de winst sterk meebeweegt op de golven van de economie kan een kw een vertekend beeld geven. Bij conjunctuurgevoelige bedrijven, zoals uitzenders of bouwbedrijven, loont het al snel om ieder geval de kw voor verschillende jaarwinsten onder de loep te nemen zodat de hele cyclus wordt meegenomen.

#### KW NEEMT NIET ALLES MEE

Er is nog een probleem. De kw kijkt alleen naar de koers, het aantal uitstaande aandelen en de onderste rij in de winst-en-verliesrekening: de

winst. Twee andere belangrijke overzichten, de balans en het kasstroomoverzicht, komen helemaal niet terug in de ratio. Het valt op dat veel bedrijven met een lage kw te maken hebben met twijfelachtige bezittingen op de balans. Zo twijfelen veel beleggers of bezittingen van banken en vastgoedbedrijven werkelijk de waarde hebben waarvoor ze in de boeken staan.

Zolang deze bedrijven hier niet, of te weinig, op afboeken, blijft de winst kunstmatig hoog. En zelfs als de winst een klap krijgt, kunnen bedrijven in sommige gevallen de pijn buiten de winst-en-verliesrekening houden door de last direct tegen het eigen vermogen te boeken. De term winst is een puur boekhoudkundige term en hoeft weinig te zeggen over hoeveel geld er daadwerkelijk de onderneming in- en uitstroomt.

#### WINST IS GEEN CASH

Kortom, boekhoudregels over bijvoorbeeld afschrijvingen van (im)materiële

## VEEL BEDRIJVEN MET EEN LAGE KW HEBBEN TWIJFELACHTIGE BEZITTINGEN OP DE BALANS

activa, voorraadbeheer en pensioenen kunnen een groot verschil maken tussen de winst en de cashflow, het geld dat daadwerkelijk bij een bedrijf binnen stroomt. Het loont om ook naar de vrije kasstroom te kijken, in het kasstroomoverzicht.

Dit is de operationele kasstroom, de cash die binnenstroomt uit de bedrijfsvoering, minus de investeringkasstroom, de cashuitgaven voor investeringen in bijvoorbeeld kapitaalgoederen. Hoewel de vrije kasstroom bijvoorbeeld als gevolg van onregelmatige investeringen heftig heen en weer kan bewegen, is deze bij een gezond bedrijf positief.

Er kleeft nog een bezwaar aan de kw. De ratio neemt het risico van een aandeel op geen enkele manier mee. Neem het risico van hoge schulden. Een bedrijf met weinig vet op de botten is kwetsbaarder voor tegenvallers dan een bedrijf met lage schulden. Voor het kwetsbare bedrijf zullen beleggers bereid zijn minder te betalen. Een lage kw duidt niet altijd op een onderwaardering, maar kan ook een signaal zijn dat het aandeel een hoog risico heeft.

#### CONCLUDEREND

De kw is een handige, snelle, maar ruwe maatstaf om snel dure van goedkope aandelen te onderscheiden. Uit onderzoek blijkt dat mandjes lage kw-aandelen het door de hele beurscyclus heen beter doen dan groepen met hoge kw-aandelen.

Maar voor individuele aandelen is een lage kw niet direct een koopgarantie. Beleggers moeten verder kijken om te zien of een aandeel ondergewaardeerd is. En dan is er ook nog een grote groep aandelen waarbij de kw geen enkel nut heeft. Het zijn de aandelen van bedrijven die geen winst maken.

### Zes aandelen met de laagste kw voor 2012?

Aandeel	2011	2012	2013
SNS Reaal	2,7	3,6	2,9
PostNL	5,0	4,6	4,5
SBM Offshore	4,4	6,0	5,2
Nieuwe Steen	5,5	6,2	6,5
ING Groep	5,1	6,6	5,9
KPN	5,1	6,8	6,7

#### De meeste aandelen met een extreem lage kw hebben een bijzonder verhaal.

Dat blijkt ook het geval bij de zes aandelen met de laagste kw voor 2012. Zo is onduidelijk hoeveel pijn er nog uit de vastgoedtak van SNS Reaal komt, zit PostNL in zijn maag met een slecht gevuld pensioenfonds en is onduidelijk of het kleine 30-procentsbelang in TNT Express van 'Brussel' overgenomen mag worden door UPS. SBM Offshore heeft zich misrekend aan een groot project en moet hier mogelijk nog honderden miljoenen euro's op afschrijven. Over al deze probleemdoossiers zegt de kw helemaal niets. Bron: Bloomberg