



Niek Hoek [Delta Lloyd]



Ronald Latenstein [SNS Reaal]

## FINANCIALS TEGEN KORTING TE KOOP

Op de keper beschouwd is het heel normaal dat de beurswaarde van ondernemingen afwijkt van het eigen vermogen. Als beleggers verwachten dat een onderneming erin slaagt met zijn balans hoge omzetgroei met interessante marges te behalen, kan de beurswaarde veel hoger zijn dan het eigen vermogen. De koers van het aandeel noteert dan boven de intrinsieke [boek]waarde, dankzij de verwachte verdienkracht.

Omgekeerd kan ook. Als beleggers denken dat de onderneming zijn balans niet winstgevend zal kunnen inzetten, zal de beurswaarde juist veel lager zijn dan het eigen vermogen. De koers van het aandeel noteert dan met een korting op de intrinsieke [boek]waarde. Beleggers verwachten dat de onderneming niet winstgevend

genoeg zal kunnen ondernemen met het beschikbare kapitaal. Wanneer zelfs verliezen worden gerealiseerd, zal het eigen vermogen dalen, waarna het gat met de beurswaarde vanzelf afneemt.

Voor de banken is ondernemen minder lucratief geworden doordat ze meer kapitaal moeten aanhouden. Tegelijkertijd is er de heftige concurrentiestrijd om spaargeld, waardoor de rentemarges afnemen.

De hoge kortingen van de beurswaarde ten opzichte van het eigen vermogen komen ook in een ander daglicht te staan, als gekeken wordt naar de bankbalansen. Gelukkig zijn veel bezittingen zeer solide, maar zelfs bij een afwaardering van luttele procenten van deze activa, verdampt een groot deel van het eigen vermogen.

Er valt natuurlijk het nodige te nuanceren wanneer het eigen vermogen wordt vergeleken met

de beurswaarde. Verfijningen zijn daarbij denkbaar, zeker wanneer bankbalansen worden samengevoegd met die van verzekeringen. Bij de genoemde financials zijn de kortingen echter zo extreem, dat de conclusies eenduidig zijn.

De markt wantrouwt de kwaliteit van de balans en betwijfelt de verdienkracht van de financials, of schat de risico's die gepaard gaan met het ondernemen zeer hoog in.

|                    | Balans<br>(miljard euro<br>per eind 2011) | Beurswaarde<br>(miljard euro<br>per 3 mei 2012) | Eigen vermogen<br>(miljard euro<br>per eind 2011) | Korting op eigen<br>vermogen |
|--------------------|---|---|---|------------------------------|
| <b>ING</b>         | 1279                                      | 19,9  | 46,7  | 57%                          |
| <b>Aegon</b>       | 346                                       | 6,6   | 25,7  | 74%                          |
| <b>Delta Lloyd</b> | 75  | 2,1   | 4,2   | 50%                          |
| <b>SNS Reaal</b>   | 132                                       | 0,4   | 4,4   | 91%                          |