

## Zes keer de Z-score

### Wat de Z-score zegt over een zestal Nederlandse beursfondsen.

Met het jaarverslag in de hand is het eenvoudig de Z-score uit te rekenen. De uitkomsten voor een zestal ondernemingen geeft een divers beeld. Unilever, Aalberts en Imtech ogen veilig. Heineken en Wavin zitten met uitkomsten tussen de 1,8 en 1,3 in het zogenoemde grijze gebied waarbij de formule geen voorspelkracht heeft. De

Z-score is het minst coulant voor staalconcern ArcelorMittal dat met een Z-score van 1,7 linea recta zou afstevnen op een faillissement. Toch geeft het voorbeeld ArcelorMittal aan dat de Z-score het startpunt van een analyse en niet het eindstation moet zijn. Het lijkt onwaarschijnlijk dat het concern failliet gaat. ArcelorMittal opereert in een cyclische omgeving, waardoor Z-scores flink kunnen fluctueren.

Onderneming	Altman Z-Score
Unilever	5,4
Aalberts	3,6
Imtech	3,3
Heineken	2,8
Wavin	2,5
ArcelorMittal	1,7

## TEGEN PURE FRAUDE IS GEEN KRUID GEWASSEN, OOK DE ALTMAN Z-SCORE NIET

### WAT ZIJN DE BEPERKINGEN?

Tegen pure fraude is geen kruid gewassen, ook de Altman Z-score niet. Bedrog, zoals bij Enron en Ahold, detecteert de formule niet. Ook faillend management en

forse recessies kunnen veilig gegachte ondernemingen in korte tijd toch onveilig maken.

De Z-score is ook niet op alle bedrijven toepasbaar. De dataset waarop de formule is gebaseerd, bestond volledig uit industriële bedrijven. Eind jaren zestig was dit geen probleem omdat vrijwel alle ondernemingen toen maakbedrijven waren. Een blik op de beursbedrijven op het Damrak leert dat een groot deel van de bedrijven nu actief is in de dienstenindustrie. Bij banken, verzekeraars en uitzendbureaus heeft de formule weinig voorspellende waarde.

Daarbij is de oorspronkelijke formule gebaseerd op bedrijven die werken met Amerikaanse boekhoudregels aan het eind van

de jaren zestig. Hoewel de regels in verschillende landen steeds meer naar elkaar toegroeien, zijn er nog grote verschillen. Een belegger die niet corrigeert voor verschillen, krijgt vreemde scores.

Ten slotte geeft de formule een vrij groot 'grijs gebied'. Spuugt de formule een getal groter dan drie uit, dan lijkt het bedrijf gezond. Als de ratio onder de 1,8 uitkomt dan stevent het bedrijf af op een faillissement. Maar daartussenin is de glazen bol van Altman mistig en heeft de formule geen voorspellende waarde.

### EN DUS...

De Z-score is een aardig hulpmiddel om snel te kunnen bepalen hoe een bedrijf ervoor staat, maar zaligmakend is de formule niet. Door het grote grijze gebied is vaak een verdere analyse nodig om beter te bepalen in hoeverre een bedrijf gezond is.