



stroom). Het eigen vermogen teert hierdoor in, terwijl de schuldenlast toeneemt (solvabiliteit 14%). De ambitie van topman Ad Scheepbouwer is om over 2011 het dividend nogmaals met 5 cent te verhogen. Nu hij door kostenmaatregelen al het overtollig vet uit de organisatie heeft gesneden, zal de verhoging moeten worden betaald uit groei van de omzet. Hier wringt de schoen. Na kwartalen van teruglopende omzet laat het derde kwartaal een fractionele omzetgroei van 0,8 procent zien.

Ook Delta Lloyd is royaal met dividend. Hoewel het vermogen van de groep, volgens eigen regels, ruim voldoende is voor dividenduitkeringen, staan de marges door toegenomen concurrentie onder druk. Daarbij komt dat door nieuwe boekhoudregels (Solvency II) de buffer flink zal interen.

SOLVENTE HANDELAAR

Pas dus op, de 'markt' is niet gek en een lage koers kan, in tegenstelling tot dividend, iets

zeggen over de fundamentele toestand van een onderneming. In de afgelopen twee jaar traptten veel beleggers in de 'dividend trap' bij financials (Fortis voorop, maar ook SNS Reaal, ING en Aegon), bij bouwers (onder andere Heijmans en Bam) en bij uitzenders (Randstad en USG).

De recente ontwikkelingen omtrent Bam onderstrepen ook de beperkte bruikbaarheid van de 'Dogs of the Dow'-strategie. De bouwer kwam vorige week met een winstwaarschuwing, waaruit bleek dat het 177 miljoen euro moet afschrijven op de Nederlandse woningmarkt en break-even gaat draaien. Als gevolg daarvan daalden de winsttaxaties van analisten aanzienlijk. Niet alleen valt Bam nu buiten de top-10, ook kreeg de koers met 7 procent een flinke klap.

Ook in de jaarlijkse top van dividendbetaalers is het dus verstandig het koren van het kaf te scheiden. Dit kost meer tijd, omdat een analyse van de solvabiliteitspositie, liquiditeitspositie en toekomstige winstgevendheid per onderneming moet worden gemaakt. Uiteindelijk zullen de ondernemingen die deze toets doorstaan in koers stijgen, zodat het dividendrendement naar het gemiddelde trekt. Hoelang het duurt voordat de markt 'toegeeft' dat het ongelijk had, is ongewis. "The market can stay irrational longer than you can stay solvent", aldus John Maynard Keynes. Door de gunstige tussentijdse uitkeringen heeft de dividendbelegger daar in ieder geval geen last van. ■

	Koers	dividend 10**	dividend 11**	div.rend. 10	div.rend. 11
KPN	11,92	0,80	0,86	6,7%	7,2%
Delta Lloyd	14,33	0,94	1,03	6,6%	7,2%
Royal Dutch Shell A	23,90	1,20	1,24	5,0%	5,2%
Reed Elsevier	9,40	0,43	0,46	4,6%	4,9%
Binckbank	11,86	0,52	0,60	4,4%	5,0%
Wolters Kluwer	16,00	0,68	0,72	4,3%	4,5%
CSM	23,45	0,91	0,97	3,9%	4,1%
Boskalis	30,06	1,15	1,17	3,8%	3,9%
Unilever	22,56	0,82	0,87	3,6%	3,9%
AkzoNobel	44,11	1,43	1,57	3,2%	3,6%

*excl. vastgoedfondsen; slotkoersen 8-11-10 **consensustaxaties; bron: Bloomberg