

WAARSCHUWINGSSIGNALLEN: LET OOK OP ZACHTE INDICATOREN

Een kritische beschouwing van winst, kasstroom en marktpotentie is essentieel voor iedere beleggingsanalyse. Maar beleggers moeten zachte indicatoren niet uit het oog verliezen.

TEKST: DAVID TOMIĆ

Traditioneel hebben ASML, Philips en telecombedrijf KPN onlangs als eerste hun boeken over 2010 geopend. Bij zowel Philips als KPN werd vooral ingezoomd op de erfenis die de afzwaaiende bestuursvoorzitters Kleisterlee en Scheepbouwer, na exact tien jaar heerschappij, nalaten. Hun opvolgers staan voor de uitdaging de sterk op kasstroom gestuurde concerns weer te voorzien van schwing en innovatief vermogen. Omzet en winst moeten een impuls krijgen.

Voor een fundamentele analyse van de (toekomstige) winstgevendheid, het financiële beleid en een beoordeling van de bedrijfssamenstelling is de cijferbrij onmisbaar. Kan de onderneming wellicht wat scherper aan de wind zeilen (meer schulden op de balans nemen), passen de divisies wel bij elkaar en welke overnamemogelijkheden zijn voorhanden?

Cruciale vragen, maar het verhaal achter de cijfers is minstens zo relevant. Daarom hieronder een aantal 'red flags', waarschuwingssignalen, die een belegger in zijn gereedschapskist moet meenemen.

FLAG 1: UITPUILENDE KAS

Een uitpuilende kas is een luxe. Toch zal een bedrijf dat op een berg cash zit daar vroeg of laat een bestemming voor willen zoeken. Uitgeven, teruggeven of inkopen. Dat zijn de drie opties voor goed bij kas zittende bedrijven. Te veel cash op de balans kan waardevernietigend werken: met de huidige rentestand brengt cash immers niet veel op.

ASML, de Veldhovense wereldmarktleider voor de productie van chipmachines, boekte recordresultaten, heeft een mooie orderintake en zag de liquide middelen met 25 procent toenemen tot bijna 2 miljard euro. Als blijk van vertrouwen in de gezondheid van

de balans wordt het dividend verhoogd en start ASML een aandeleninkoopprogramma: de komende twee jaar wil topman Eric Meurice voor één miljard euro eigen aandelen inkopen. Ahold kocht bij gebrek aan geschikte acquisitiekandidaten voor 1 miljard euro eigen aandelen in. Mogelijk komen de inkoopprogramma's een dezer dagen bij de cijferpresentaties weer op kruissnelheid.

Een solide dividend of 'share buybacks' zijn niet altijd een teken van kracht. Soms zelfs van zwakte. Waarom zijn er kennelijk geen interessante investeringsmogelijkheden, wat is er mis met de markt waarin de onderneming opereert? Of misschien wil het concern zich wel beschermen tegen een vijandige overname door meer eigen aandelen op de plank te houden (treasury shares). Scheidend topman Ad Scheepbouwer gaf bij zijn laatste cijferpresentatie aan een Poolse branchegeenoot te laten lopen omdat deze te duur zou zijn. Dat kan een legitiem argument zijn, maar het toont tegelijkertijd dat KPN worstelt met haar groeiplannen. Anderzijds is een gebrek aan daad- of verbeeldingskracht beter dan een geldverslindende overname.

De dividendvalkuil stond de afgelopen jaren wijd open. Eigen aandelen inslaan kan gerechtvaardigd zijn als een bedrijf zichzelf aantrekkelijk gewaardeerd vindt en de beurskoers onder de intrinsieke waarde noteert. De inkoopmethode kan daarom net zo goed misbruikt worden: het bestuur geeft tegen beter weten in een signaal aan de markt af dat het de onderneming te laag gewaardeerd vindt.

Zo lanceerde effectenhandelshuis Van der Moolen enkele maanden voor het faillissement een aandeleninkoopprogramma van 30 miljoen euro. Dat had achteraf "een te zware impact op de kaspositie", aldus curatoren, en was vooral bedoeld om een bodem

onder de koers te leggen. Ook de weggestuurde Wessanen-topman Ad Veenhof stuttede de koers door beleggers een hoog dividendrendement te bieden (vooral door een lage beurskoers) en daarbovenop nog voor 50 miljoen euro aandelen uit de markt te halen. Financiële instellingen als Fortis, ING en SNS Reaal onderschatten hun kapitaalbehoefte en waren te scheutig met dividenduitkeringen. En als de beloning van bestuurders bijvoorbeeld afhangt van het totale aandeelhoudersrendement (koersresultaat plus dividend) is het altijd oppassen.

Beleggers moeten vooral de in het persbericht opgevoerde motivering(en) voor aandeleninkoop nauwgezet screenen. Beoordeel het dividend ook altijd in samenhang met de operationele en financiële resultaten van een onderneming, inclusief het toekomstperspectief.

FLAG 2: EMPIRE BUILDING

Bestuurders geven bij voorkeur leiding aan een grote onderneming. Goed voor hun aanzien, ego en beloning. Toegegeven, een boodschap van snelle groei bekt nou eenmaal lekkerder dan het pad der geleidelijkheid uitdragen. En uitbreiden via een overname gaat sneller dan op autonome basis. 'Empire building'. DSM acquireerde begin dit jaar de Amerikaanse producent van vetzuren- en gezonde voedingsingrediënten Martek voor 830 miljoen euro. Ondernemingen als Heineken en Boskalis gingen ook op strooptocht en hengelden respectievelijk de Mexicaanse brouwer Femsma en maritiem dienstverlener Smit Internationale binnen.

2008 en 2009 stonden in het teken van overleven, in 2010 kwam het overnamecircus weer op gang. Vanuit strategisch perspectief kan voor acquisities best wat te zeggen zijn. Toch leveren veel overnames niet de verwach-