

Door Corné van Zeijl
Senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

Wet van de economische zwaartekracht

Veel strategen zijn lyrisch over de winstgroei van het bedrijfsleven. In de Verenigde Staten is de verwachting voor de winsten al boven het alltime high van 2007 gekomen. Is het wachten op een teleurstelling?

Voor de winstgroei geldt de basiswet: economische groei = omzetgroei = winstgroei (= uiteindelijk koersgroei). Echter, er zijn tijden dat de marges flink stijgen en er zijn tijden dat de marges dalen. In barre economische omstandigheden gaat de omzet naar beneden, maar blijven veel vaste kosten gelijk. De winsten dalen dan extra hard.

Nu verwachten veel van die strategen dat de winstmarges structureel hoog zullen blijven. Ik heb altijd wat moeite met dit soort verwachtingen. De ervaring leert dat iets wat erg hoog is, op een gegeven moment vanzelf weer naar beneden komt. Een soort wet van economische zwaartekracht. En wat daarvan dan de reden is? Wie het weet, mag het zeggen.

Een belangrijke factor voor de winstgevendheid is hoeveel de factor arbeid van de totale omzetkoek opsnoept. Maar dan moet de factor arbeid hogere lonen kunnen eisen. Dat lijkt voorlopig nog niet aan de orde. Immers, in de meeste landen is de werkloosheid nog erg hoog.

Alleen in Duitsland is de werkloosheid sinds de val van de Muur nog niet zo laag geweest. Volgens Eurostat zit slechts 6,1 procent van de Duitsers zonder werk. Daar zou je in de loop van 2012 wel wat loonstijging kunnen verwachten.

Ook zouden inputkosten een rol kunnen spelen. Maar ja, waar de een meer betaalt, profiteert de ander. Als bijvoorbeeld de winsten bij Air France onder druk komen te staan vanwege de hoge kerosineprijzen, zullen de winsten bij Royal Dutch tegelijkertijd stijgen. Dus die inputkosten zullen voor het totale winstplaatje niet zo veel effect hebben.

Een andere factor die de wet van de economische zwaartekracht in werking kan zetten, is de belastingdruk. Overheden zitten in financiële nood en bedrijven verdienen genoeg. De meest waarschijnlijke slachtoffers zijn dan die bedrijven die niet kunnen weglopen van een belastingverhoging in een land, omdat ze er bijvoorbeeld veel bezittingen hebben.

Zoals bijvoorbeeld oliemaatschappijen: Shell hangt nu al een Engelse belastingclaim van 1 miljard pond boven het hoofd.

Een tegenargument van de strategen die geloven in structureel hoge winstmarges is allereerst de enorme outsourcing. Even simpelweg gezegd: alles wordt in het Verre Oosten gemaakt en daar zijn de loonkosten lager.

Daarom zullen de loonkosten in percentage van de omzet structureel laag blijven. Inderdaad, in 1992 waren de loonkosten 18 procent van de totale omzet, nu is dat nog maar 14 procent. Maar blijft dat zo?

Een tweede tegenargument is dat de toegevoegde waarde van een service-economie veel hoger is. Ter vergelijking: in de oude industrie zoals de productie van tv's is geen droog brood te verdienen. De marges op een iPod daarentegen zijn gigantisch. De kostprijs van een iPod Shuffle is 22 dollar. Dat is slechts 7 procent van de prijs waarvoor u de goedkoopste versie in de winkel kunt kopen. Tel uit de Apple-winst. En uit ervaring weet ik dat die marge niet opgaat aan servicekosten, want die zijn er niet.

Maar deze argumenten verklaren volgens mij alleen maar waarom de winstmarges zo gestegen zijn, niet waarom ze hoog zouden blijven. Nu we op een hoogtepunt zitten, verwacht ik dat de wet van de economische zwaartekracht steeds meer gaat trekken. En dat is uiteindelijk niet goed voor de winsten. Gelukkig zijn aandelen zo goedkoop dat ze wel een stootje kunnen hebben. ■

ING ERIN

tiva – niets anders dan de waarde van alle digitale kaarten bij elkaar – gegroeid van een kleine 6 miljoen euro in 2005 tot dik 17 miljoen euro eind 2010. Maar zal deze kaartendatabase werkelijk genoeg opleveren om dit bedrag van 17 miljoen euro, ruim twee derde van het balanstotaal, te rechtvaardigen? “Ik zie op dit moment geen reden om af te boeken en als die tijd zal komen, dan is dat zo”, aldus een laconieke Oldenhof. Er zijn indicaties dat die tijd eerder zal komen dan AND lief is. Beleggers kennen AND een marktwaarde van rond 13 miljoen euro toe en dat is aanzienlijk lager dan de post immateriële activa. Even rekenen leert dat de vrije kasstroom van AND de komende vijf jaar ieder jaar met een kleine 30 procent moet stijgen om die post te legitimeren. Een lastige opgave, zeker gezien de teleurstellende trading update.

En er is een andere balanspost die erop hint dat de post immateriële activa geflatteerd is. “De gewaardeerde verliescompensatie van de Nederlandse vennootschappen bedraagt ultimo 2010 13,5 miljoen euro (2009: 18,2 miljoen euro).” Kort gezegd kan AND verliezen uit het verleden gebruiken om geen of minder belasting te betalen in de toekomst, maar dan moet er wel winst gemaakt worden. De mutatie van 18,2 miljoen euro naar 13,5 miljoen die gebaseerd is “op de meest recente budgetten” wordt deels veroorzaakt doordat de toekomstige winstgevendheid lager ligt dan toen AND het jaarverslag van vorig jaar schreef.

Waarom wel op de waardering van de fiscaal compensabele verliezen is afgeboekt maar niet op de immateriële activa, was lastig om uit te leggen voor Oldenhof in de aandeelhoudersvergadering. ■

