



Met uw neus in de boeken op schattenjacht



EEN VEEL GEBRUIKTE AANDELENWAARDE-RING is de koers/boekwaarde-verhouding. Die toont aan hoe de boekhoudkundige waarde van een bedrijf zich verhoudt tot de waarde die de markt op dat bedrijf plakt. Noteert de aandelenkoers onder de boekwaarde, dan is het zogenaamd goedkoop. Maar is dat werkelijk zo? En als een aandeel aan enkele keren de boekwaarde noteert, wat zijn daar dan de redenen voor?

De haat-liefdeverhouding met boekhouders ten spijt, toch hebben we ze nodig. Vooral in het periodiek weerkerend ritueel van de kwartaal-, halfjaar- of jaarcijfers. Daarin doen accountants naarstig hun best om alle activa en passiva op een bedrijfsbalans te waarderen. Een belangrijk element dat beleggers uit die balans halen, is de boekwaarde van een bedrijf.

Eigen vermogen eerst

IN ZIJN EENVOUDIGSTE VORM staat de boekwaarde gelijk aan het eigen vermogen. Het is een boekhoudkundige maatstaf voor de waarde van het bedrijf. Sommigen noemen het ook wel een liquidatiewaarde: wat is het bedrijf waard als je het zou stopzetten? Voor hoeveel kunnen de activa worden verkocht, hoeveel moet daarvan naar de schuldeisers en wat schiet er dan nog over? Let wel, het zegt daarom niet noodzakelijk iets over de marktwaarde.

"De boekwaarde bekijk je best met wat zin voor realisme en voorzichtigheid," stelt Bart Baetens, fondsbeheerder bij Quaestor. "Bij een autobouwer zal het productieapparaat aan een bepaalde waarde op de balans staan, maar als er een technologische shift binnen die sector komt, bijvoorbeeld naar elektrisch rijden, kan die waarde plots veranderen," verduidelijkt hij.

Om het concreet te maken: in de recente jaarresultaten rapporteerde technologiebedrijf Barco een eigen vermogen van 593,5 miljoen euro. Dat is met andere woorden het bedrag dat Barco's boekhouder (volgens de verplichte normen) op de waarde van het bedrijf plakt.

Bij oude bedrijven met bijvoorbeeld veel gebouwen kan het zijn dat de boekwaarde de echte waarde fors onderschat. De boekhouder schrijft immers jaarlijks een klein percentage af, zodat na lange tijd een gebouw of ander actief bijna volledig is afgeschreven, terwijl het in werkelijkheid net veel waard is. Op die manier bevatten bedrijven soms schatten, die nergens uit blijken. Tenzij u echt gaat checken welke activa precies in de boeken staan voor welke waarde.

Daarna is het belangrijk te kijken naar de waarde die de aandelenmarkt op een bedrijf kleeft en die af te zetten tegen de boekhoudwaarde. Hoeveel denkt de markt dat het bedrijf waard is en komt dat overeen met de waarde in de boeken? Dat is de koers/boekwaarde-verhouding. "Die heeft een aantal voordelen," aldus Bart Baetens. "Ze is eenduidig, eenvoudig te bepalen en geeft in een oogopslag een waardeperspectief op het bedrijf."

Ook Ruben Devos van KBC Securitieservaart het zo. "Als iets aan driemaal de boekwaarde noteert, is dat typisch een teken dat de markt het als een kwaliteitsaandeel beschouwt, waarbij de solide vooruitzichten een verhoogde betaling rechtvaardigen," zegt hij.

Bij Barco is dat het geval. Beleggers wijzen het een hogere waarde toe, meer dan het dubbele van de boekwaarde. Barco's marktkapitalisatie bedraagt 1.293 miljoen euro. Als je die door het eigen vermogen

van 593,5 miljoen euro deelt, bekom je een koers/boek van 2,1.

Duur of niet duur

EEN EERSTE REACTIE ZOU kunnen zijn dat Barco daarmee hoog gewaardeerd staat en dus te duur is. Maar er zijn redenen waarom bedrijven onder, op of boven hun boekwaardes noteren. "Wij kijken zeker naar de boekwaarde," legt Bart Jooris uit, analist bij Degroof-Petercam, "maar in onze waarderingen zetten we die steeds af tegen het rendement op eigen vermogen (ROE) van het bedrijf. Het is goed een waarde op de activa van een bedrijf te kunnen plakken, maar het is nog belangrijker te weten hoeveel return het daarop haalt."

"Andersom, als een bedrijf aan de helft van zijn boekwaarde noteert, is het daarom niet noodzakelijk goedkoop," waarschuwt Kris Hermie, fondsbeheerder bij Value Square. "Die waardering is gelinkt aan het rendement dat je op die boekwaarde genereert," stelt ook hij. "De koers/boekwaarde zal altijd hoog zijn als de ROE hoog is. Er is iets mis als die connectie ontbreekt," voegt Bart Jooris nog toe. Zo noteert KBC aan een vrij hoge koers/boekwaarde, maar ze hebben ook een hoge ROE ten opzichte van andere banken, geeft hij als voorbeeld. Die waardering zal hoog blijven, tenzij de ROE terugvalt.

Opportunities

DIE LINK TUSSEN DE koers/boek en de ROE is belangrijk om onder- of overwaardering op te merken. "Een bedrijf met een hoge koers/boek en een lage ROE is meestal overgewaardeerd," legt Bart Jooris uit.

Andersom moet je om een onderwaardering te ontdekken de vraag stellen of een bedrijf terecht onder zijn boekwaarde

noteert. "Die vraag kon je je stellen bij de banken na 2008," stelt Kris Hermie. "Die zijn na de crisis van 2 à 3 keer hun boekwaarde naar de helft ervan getuimeld, omdat hun ROE van 20% naar 5% gezakt was. De vraag was toen of dat gerechtvaardigd was en of die ROE niet opnieuw hoger zou kunnen. Het antwoord weten we ondertussen, want de meeste banken noteren nu boven hun boekwaarde."

Daarnaast heb je bedrijven die permanent waarde vernietigen doordat hun return lager is dan hun kapitaalkosten. Die zullen altijd onder hun boekwaarde noteren, aldus Kris Hermie.

Evolutie van de boekwaarde

EEN ANDER ASPECT OM mee in rekening te brengen, is de evolutie van het eigen vermogen, zo adviseert Bart Baetens. "Als de boekwaarde van een bedrijf de afgelopen jaren gestaag toenam, is dat meestal een teken dat het in staat is los van zijn investeringscycli waarde te creëren," verklaart hij. "Als het daar boven-

Sectoren met hoogste waardering

Sector	Aantal bedrijven	K/B	ROE
Tobacco	62	11,35	88,58 %
Retail (Building Supply)	53	9,55	36,18 %
Retail (Online)	200	7,84	14,10 %
Restaurant/Dining	364	7,56	30,87 %
Information Services	193	7,14	20,97 %
Beverage (Soft)	101	6,23	21,87 %
Software (System & Application)	1075	5,90	15,07 %
Software (Internet)	880	5,58	18,57 %
Drugs (Biotechnology)	952	5,53	8,93 %
Household Products	531	5,41	25,25 %
Aerospace/Defense	229	5,01	21,95 %
Healthcare information and Techn.	339	4,43	10,07 %
Software (Entertainment)	128	4,33	13,82 %
Business & Consumer Services	834	4,32	16,66 %
Shoe	85	4,05	17,70 %
Semiconductor Equip	284	3,92	23,58 %
Beverage (Alcoholic)	222	3,70	17,14 %
Healthcare Products	696	3,67	10,69 %
Computer Services	931	3,45	18,96 %
Drugs (Pharmaceutical)	1036	3,44	11,86 %

Bron: Aswath Damodaran
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html

op een standvastige duurzame ROE heeft, dan is het een stabiele groeier." "In dat opzicht weerspiegelt de boekwaarde wat het bedrijf in al die jaren heeft opgebouwd," voegt Ruben Devos toe. "De boekwaarde is immers de som van de jaarlijks overgedragen winsten, geboekte reserves en het aandelenkapitaal."

"Koers/boekwaarde als graadmeter is beter geschikt voor de oudere industrie met een tastbaar productieapparaat" plaatst Bart Baetens er als kanttekening bij. "De intellectuele eigendom of merkbekendheid van software- of dienstenbedrijven laten zich niet zo goed in de boekwaarde vatten," legt hij uit. "De merkbekendheid van Apple is gigantisch, maar die staat niet als dusdanig op hun balans. Dat is dan weer het nadeel van de eenvoud van de koers/boek-verhouding."

"Asset-light' bedrijven met weinig vaste activa hebben een beperkte boekwaarde," voegt Kris Hermie toe, "maar die kunnen wel hoge rendementen op hun eigen vermogen ha-

Sectoren met laagste waardering

Sector	Aantal bedrijven	K/B	ROE
Engineering/Construction	1185	1,52	9,98 %
Retail (Distributors)	976	1,50	10,19 %
Brokerage & Investment Banking	555	1,49	9,97 %
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	1030	1,46	20,81 %
Coal & Related Energy	254	1,46	14,93 %
Insurance (Prop/Cas.)	225	1,39	8,33 %
Auto & Truck	133	1,39	12,55 %
Power	563	1,35	10,57 %
Shipbuilding & Marine	342	1,34	1,19 %
Steel	735	1,29	9,62 %
Insurance (Life)	128	1,26	7,82 %
Insurance (General)	220	1,26	7,75 %
Diversified	349	1,24	9,84 %
Real Estate (Operations & Services)	628	1,17	14,88 %
Oil/Gas (Integrated)	48	1,17	6,22 %
Real Estate (Development)	784	1,16	11,89 %
Banks (Regional)	853	1,12	8,46 %
Bank (Money Center)	615	1,08	10,26 %
Reinsurance	38	1,02	5,55 %
Real Estate (General/Diversified)	415	0,88	9,01 %

Bron: Aswath Damodaran
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html

len. Asset management is zo'n sector met lage kapitaalinvesteringen en hoge ROE's. Die betaal je dan aan relatief hoge koers/boek waardes." Een ander voorbeeld zijn softwarebedrijven zoals RELX, dat met een ROE van 75% en een koers/boek van meer dan 12 veruit het hoogste noteert.

"Om bedrijven binnen eenzelfde sector te vergelijken heeft koers/boekwaarde wel zijn nut," stelt Ruben Devos nog. Kijk daarbij in de tabel naar de gelijkaardige waarderingen tussen Heineken en AB Inbev, of de hogere waardering van Colruyt ten opzichte van Ahold Delhaize. Tussen de sectoren zelf zie je grote verschillen. Bij zowel die met de hoogste als de laagste waarderingen zitten de usual suspects. IT, software, tabak en halfgeleiders noteren aan hoge koers-boekverhoudingen. Banken, verzekeraars en vastgoedbedrijven bengelen aan de onderkant van de waarderingstabel.

Lucht aflaten en schuldenval

ER ZIJN NOG TWEE valkuilen die je moet vermijden als je de koers/boekwaarde bekijkt. Een eerste zijn de immateriële activa, of 'intangibles' die in de boeken staan. "Kijk altijd hoeveel lucht er op de balans staat," tipt Kris Hermie, doelend op bedrijven die veel overnames hebben gedaan en daar een enorme goodwill aan hebben overgehouden. "Je moet enkel naar de tastbare boekwaarde kijken," treedt Bart Jooris

hem bij. "Om tot een werkelijke liquidatiewaarde te komen, trek je best alle 'intangibles' zoals goodwill en softwarelicenties van de boekwaarde af," raadt hij aan. Die tastbare boekwaarde is als het ware een bodemwaarde. "Als de huidige koers je die volledig uitgekledede bodemwaarde geeft, dan zit je in het concept van value," stelt Bart Baetens tenslotte.

De schulden van een bedrijf moet je ook zeker mee in rekening brengen. Die hebben hun effect op de waardering. "Bedrijven kunnen aan heel lage koers/boekwaardes noteren als ze een gigantische schuldenlast torsen. Die kan hen van vandaag op morgen de das om doen," verduidelijkt Bart Baetens. Balta heeft bijvoorbeeld een relatief gezonde ROE, maar noteert net rond zijn boekwaarde, onder andere omwille van de schuldenlast die het beleggingsrisico verhoogt.

Andersom kan ook, waar een bedrijf met veel schulden toch aan een hoge koers/boek noteert. Het risico op een terugval van de koers is daarbij veel groter. Als voorbeeld geeft Kris Hermie Citigroup in 2008. De bank noteerde aan meer dan 3

Naam	ROE			P/NBV		
	Feb-18	2018E	2019E	Feb-18	2018E	2019E
AB InBev	16 %	15 %	17 %	2,34	2,90	2,86
ABN Amro	13 %	11 %	11 %	1,11	1,20	1,10
Agfa	27 %	30 %	24 %	2,81	1,63	1,31
Ahold Delhaize	10 %	11 %	11 %	1,49	1,25	1,17
Balta	12 %	10 %	13 %	0,98	0,92	0,84
Barco	8 %	10 %	11 %	2,10	1,84	1,63
bpost	42 %	42 %	42 %	6,02	6,31	5,70
Colruyt	18 %	18 %	18 %	3,03	3,33	3,09
Econocom	32 %	28 %	26 %	4,21	3,70	3,12
EVS Broadcast	24 %	29 %	23 %	3,89	3,36	3,09
Greenyard	6 %	6 %	7 %	1,19	1,10	1,04
Heineken	16 %	16 %	16 %	3,65	2,99	2,71
ING	10 %	10 %	11 %	1,13	1,10	1,00
KBC	14 %	13 %	13 %	1,65	1,60	1,60
Kinopolis Group	28 %	30 %	28 %	11,80	7,67	6,50
Lotus Bakeries	27 %	25 %	24 %	6,28	6,27	5,15
Melexis	43 %	42 %	45 %	11,87	11,72	10,42
Miko	11 %	11 %	11 %	1,86	1,46	1,34
Nyrstar	-47 %	13 %	20 %	0,01	1,11	0,90
Ontex	12 %	11 %	11 %	1,75	1,44	1,33
Proximus	19 %	20 %	21 %	2,90	2,81	2,70
RealDolmen	7 %	7 %	7 %	1,06	1,10	1,06
Recticel	7 %	12 %	14 %	1,91	1,69	1,54
RELX Group	74 %	86 %	95 %	12,57	15,20	15,52
Resilux	15 %	15 %	13 %	2,35	1,84	1,62
Sioen	15 %	17 %	16 %	3,05	2,41	2,18
Sipef	16 %	12 %	12 %	1,31	1,41	1,31
Solvay	7 %	7 %	8 %	1,19	1,09	1,06
Tessenderlo	6 %	13 %	13 %	2,53	2,11	1,85
UCB	12 %	14 %	13 %	2,23	1,89	1,72
Umicore	12 %	14 %	13 %	5,61	3,93	3,65

keer de boekwaarde. In de aanloop naar de crisis explodeerde de activa in vergelijking met het eigen vermogen (van 17 naar 32 keer). "Maar onderliggend haalde het een eerder zwak rendement op die activa. De bank zat dus met een enorme schuldhefboom die de ROE en de koers/boekwaarde de hoogte instuurde," maakt hij duidelijk.

Kortom, de koers/boekwaardeverhouding op zich zegt niet of een aandeel goedkoop of duur is. Het rendement dat een bedrijf haalt is daar de bepalende factor in. Daarnaast verwijder je best alle immateriële activa uit de boekwaarde om tot een tastbaar equivalent te komen en controleer je best hoe groot de schuldhefboom is waarmee het bedrijf zijn rendementen opkrikt.

Redactie 23 februari 2018