

om het rendement te voorspellen.

Als de beurswaarde aanzienlijk hoger is dan de omzet, blijkt het lastig om aan de hoge verwachting van beleggers te voldoen. Het gevolg: teleurstellende prestaties van het aandeel. Omgekeerd lieten aandelen met een lage waardering – een lage beurswaarde afgezet tegen de omzet – stevige rendementen zien.

In het boek behandelt Fisher ook andere voordelen van de k-o. Zo is omzet minder gemakkelijk door het management te manipuleren dan bijvoorbeeld de winst. Dat cijfer is een belangrijke waarde in de veelgebruikte koers-winst-verhouding. In tegenstelling tot dit laatste kengetal is de k-o is ook te gebruiken bij bedrijven die verliezen boeken, maar wel degelijk waarde hebben. En voor startende bedrijven die snel groeien, maar door hoge investeringen nog geen winst maken.

NEDERLANDSE OMZETTEN

Nadelen zijn er ook. Zo zijn beleggers op de Nederlandse beurs nauwelijks bereid meer dan tien cent te betalen voor iedere euro omzet die bouwbedrijven als Heijmans en Bam genereren.

Hoe anders is dat bij chip-machinefabrikant ASML waar beleggers een waarde van 4,5 euro toekennen aan elke euro omzet die in 2013 binnenstroomde (k-o: 4,5). Wat betreft koers-omzetverhouding ogen de bouwbedrijven dus een stuk aantrekkelijker (want voordeliger geprijsd) dan ASML. De winsten en winstverwachtingen van analisten vertellen een compleet ander verhaal. Zelfs in goede jaren bedraagt de winst van bouwbedrijven hooguit een paar procent van de omzet, terwijl ASML operationele marges boekt van twintig procent.

MEER KANTTEKENINGEN

Er is nog een kritiekpunt. De koers-omzet-ratio houdt er impliciet rekening mee dat alle beursfondsen

Hoge en lage k-o op het Damrak

LAAGSTE KOERS-OMZET-RATIO

| | |
|---------------|------|
| Ballast Nedam | 0,07 |
| Imtech | 0,08 |
| Stern | 0,10 |
| Heijmans | 0,11 |
| Bam Groep | 0,11 |

HOOGSTE KOERS-OMZET-RATIO

| | |
|------------|------|
| ASMI | 3,74 |
| Vopak | 3,65 |
| Hes Beheer | 4,10 |
| Ziggo | 4,25 |
| ASML | 4,50 |

*Koersgegevens van 15 mei op basis van Bloomberg-gegevens.

DE OMZET IS MINDER GEMAKKELIJK TE MANIPULEREN DOOR HET MANAGEMENT DAN BIJVOORBEELD DE WINST

dezelfde kapitaalstructuur – kort gezegd de verhouding tussen eigen vermogen en schulden – hebben. In de praktijk is dat niet zo.

Ondernemingen die schulden opstapelen hebben vaak een lage marktkapitalisatie (beurswaarde maal aantal aandelen), waardoor zij goedkoop ogen als puur naar koers-boekwaarde wordt gekeken. Het zou betekenen dat het laag renderende en met schulden beladen Imtech een aantrekkelijk aandeel is op basis van k-o.

Een oplossing hiervoor is niet de beurswaarde als getal in de teller te nemen, maar de ondernemingswaarde: de marktkapitalisatie plus de netto-schuld. Door alle verschaffers van kapitaal mee te nemen is het eerlijker vergelijken.

FISHER REVISITED

Ken Fischer toonde zich een aantal jaren geleden niet blind voor de zwakheden van 'zijn' getal. In 2006 gaf hij toe dat de ratio minder bruikbaar is om ondergewaardeerde aandelen op te speuren dan in de periode die in

zijn boek uit 1984 wordt beschreven. Beursanalist en datadelver James O'Shaughnessy onderbouwt deze visie met data uit de periode 1963 tot 2009. Het verschil in rendement tussen lage k-o- en hoge k-o-aandelen is minder omvangrijk en stabiel dan op basis van de oudere datasets werd aangetoond.

Een verklaring hiervoor is dat de ratio inmiddels breed bekend is en gebruikt wordt door beleggers, waardoor de koerseffecten zijn verdwenen. Maar er blijft een verschil.

De analyse laat nog altijd zien dat de k-o beleggers vooral kan helpen om dure aandelen (hoge k-o) te omzeilen.

COMBINATIE

De k-o-ratio heeft iets van zijn glans verloren in de laatste decennia, maar kan nog altijd nuttig zijn om te waarschuwen voor opgeblazen fantasieaandelen.

De ratio is helemaal nuttig als deze gebruikt wordt in combinatie met andere maatstaven als de koers-boekwaarde-, de koers-winst- en de koers-cashflow-verhouding.

ZEEPBEL OF GROEIWONDER?

De koers-omzetverhouding van social media

James Montier, strateeg bij de Britse vermogensbeheerder GMO, neemt de koers-omzetverhouding als startpunt om te bepalen welk aandeel beleggers het beste kunnen 'shorten' (verkopen, om te profiteren van koersdalingen).

In zijn ogen moeten beleggers uitkijken met bedrijven waarvan de beurswaarde groter is dan de omzet van een bedrijf [k-o groter dan 1]. Veel Amerikaanse bedrijven die actief zijn in social media hebben waarderingen die vele malen hoger liggen.

Neem bijvoorbeeld Twitter. Beleggers waarden dit bedrijf op een

kleine 20 miljard dollar, ongeveer dertig keer de omzet van het concern over 2013. Analisten voorzien een omzetstijging tot 4 miljard dollar in de komende vier jaar, waardoor de ratio in 2017 bij de huidige beurswaarde 4,9 zal bedragen.

Montier zal geen fan zijn van dit type belegging. Gegeven de torenhoge waardering is een verdere koersstijging voor een groot deel afhankelijk van andere beleggers die de ambitieuze groeiverhalen moeten geloven en instappen.

Tech-beleggers zetten hier tegenover dat veel social-media-bedrijven in "winner-takes-it-all" markten

opereren, waardoor zij hoge marges kunnen realiseren. Daar komt bij dat de kosten van een extra klant voor Twitter, Facebook en LinkedIn nagenoeg nul zijn, waardoor de winstgevendheid hard kan oplopen als de omzet stijgt.

Google is daarvan een aansprekend voorbeeld. Beleggers betaalden eind 2005 ruim 20 keer de omzet voor dit aandeel en die belofte wist het bedrijf in te lossen. Het aandeel rendeerde 165 procent sinds eind 2005, ruim twee keer zoveel als de Amerikaanse S&P-index. De k-o van Google bedraagt inmiddels ongeveer 7.

