

## ONSTABIEL

Welk getal moet een belegger invullen voor de winstgroei in de PEG-ratio formule? Wij verzamelden de [jaarlijkse] winstgroei over de afgelopen twee jaar [2011 en 2012] en de door analisten verwachte winstgroei voor 2013 en de twee daarop volgende jaren [2014 en 2015].

Het valt op dat bij veel bedrijven – zoals bij Shell, TomTom en KPN – de

winstgroei in enkele van de perioden negatief is. In die gevallen kan de PEG-ratio niet gebruikt worden. Bij KPN was de winstgroei in alle drie de perioden zelfs negatief.

Analyse van vijf bedrijven waarvoor de PEG-ratio's wel te berekenen zijn, toont aan dat deze sterk kunnen schommelen door onstabiele (verwachte) winstgroei.

groeien. Neem het aandeel van chipmachinefabrikant ASML dat verhandeld wordt tegen een zeer hoge k/w. Analisten verwachten dat de winst in de komende jaren met maar liefst 20 procent per jaar zal stijgen.

Om trage groeiers – zoals Shell – te vergelijken met snelle groeiers als ASML hanteerde belegger Lynch de zogeheten PEG-ratio. Om deze price/earnings to growth-ratio (afgekort: PEG) te berekenen, wordt de k/w gedeeld door de verwachte jaarlijkse winstgroei in de komende jaren. De basis van die verwachtingen zijn de prognoses van analisten.

Lynch noemt aandelen eerlijk geprijsd als de k/w gelijk is aan de verwachte groei van de winst per aandeel, een PEG-ratio van 1 dus. Ligt de ratio boven de 1 dan raakt een aandeel aan de prijs, bij een lagere verhouding zag Lynch kansen.

**PETER LYNCH ZOU VOOR ASML GAAN**

Aandelen vergelijken met de PEG-ratio is eenvoudig. Neem Shell en ASML. Bij een k/w van circa 8 en een jaarlijkse groeiverwachting van 2 procent heeft het aandeel Shell een PEG-ratio van 4 ( $8/2=4$ ). Dat is aanzienlijk hoger dan de PEG-ratio van ASML van 1,5 ( $30/20=1.5$ ). Waar een belegger die blind vaart op de k/w Shell aantrekkelijk vindt, geeft een "PEG"-belegger de voorkeur aan ASML.

**GROEIGEVAREN**

De aantrekkingskracht van de PEG-ratio schuilt erin dat de winstwaardering een extra laagje krijgt. Maar de toevoeging van één variabele maakt de maatstaf niet heilig. Zo is de PEG-ratio niet bruikbaar voor bedrijven die kampen met negatieve verwachtingen ten aanzien van de winstgroei, zoals KPN. Een negatieve PEG-ratio heeft geen betekenis.

Ook legt de PEG-ratio wel erg de nadruk op groei. Aandelen met een lage waardering waarvan de winstgroei mager is, komen hierdoor volgens critici onaantrekkelijk uit de PEG-test naar voren. Dit is bijvoorbeeld het geval bij Shell. Door de lage winstgroei wordt de PEG-ratio opgeblazen.

Een bijkomend probleem is dat analisten de groei van hoge k/w aandelen vaak overschatten. Denk bijvoorbeeld aan snelle groeiers als

Facebook en Apple, waarvoor de winstvooruitzichten op enig moment bijna onbeperkt leken. Dat pakt anders uit nu de concurrentie sterker wordt en marktaandeel afsnoept.

Veel analisten lijken te vergeten dat maar weinig bedrijven in staat zijn om decennialang de winst per aandeel met dubbele cijfers te laten groeien. Bij waarde-aandelen (met een lage k/w) onderschatten analisten juist vaak de mogelijkheden om de winst toch nog wat op te krikken door bijvoorbeeld kostenbesparingen.

**WINST GEEN CASH**

De PEG-ratio kent meer beperkingen. Zo houdt deze maatstaf alleen rekening met de koers, de winst van gisteren en de winst van morgen. Met bezittingen en verplichtingen van een bedrijf (de balans) en de kasstromen wordt geen rekening gehouden.

De PEG-ratio zegt dus niets over mogelijke rotte bezittingen op de balansen van bijvoorbeeld banken, verzekeraars en vastgoedfondsen.

Ook kan de winst enorm afwijken van het geld dat een bedrijf binnenstroomt, de cashflow. Imtech bijvoorbeeld pronkte jarenlang met hoge marges op haar projecten. Nu blijken deze het gevolg van extreem gunstige betalingscondities van Imtechklanten, waardoor nauwelijks cash binnenkwam.

Een bedrijf als PostNL laat goed zien hoe belangrijk verplichtingen zijn. Bij het logistieke bedrijf zijn de papieren pensioenbetalingen in de winst-en-verliesrekening een fractie van de daadwerkelijke cash die aan premies en bijbetalingen het bedrijf uitstroemt.

**BRUIKBAAR?**

De PEG-ratio is een handige, snelle maar ruwe maatstaf die het mogelijk maakt rekening te houden met groeiperspectieven bij het waarderen van een aandeel. De formule blijkt wel erg gevoelig voor de gebruikte groeivoorspellingen. Alles bij elkaar is deze ratio vooral te gebruiken als startpunt voor bedrijfsanalyses. Maar zorgvuldigheid is geboden. Geen enkele belegging is samen te vatten in één enkel getal. Blind varen op alleen de PEG-ratio is dan ook onverstandig.

**PEG-RATIO: VOOR EN TEGEN**
**HANDIG WANT:**

- Snelle manier om waardering van een aandeel te bepalen.
- Geeft meer informatie dan alleen de koers-winstverhouding.

**MAAR:**

- Erg gevoelig voor gebruikte voorspellingen.
- Houdt geen rekening met risico en andere bedrijfsspecifieke omstandigheden.

**Turbulente winstgroei betekent veel veranderingen in PEG-ratio**

	k/w	WINSTGROEI			PEG-RATIO		
		2011 en 2012	2013	2014 en 2015*	2011 en 2012	2013	2014 en 2015*
Unilever	20,1	2,3	4,9	8,8	8,8	4,1	2,3
Ahold	17,1	4,0	10,4	11,9	4,3	1,6	1,4
Aalberts industries	15,0	6,2	17,1	9,7	2,4	0,9	1,5
Gemalto	30,0	9,8	33,9	18,2	3,1	0,9	1,6
Vopak	18,2	10,1	6,0	11,7	1,8	3,0	1,6

\*prognose