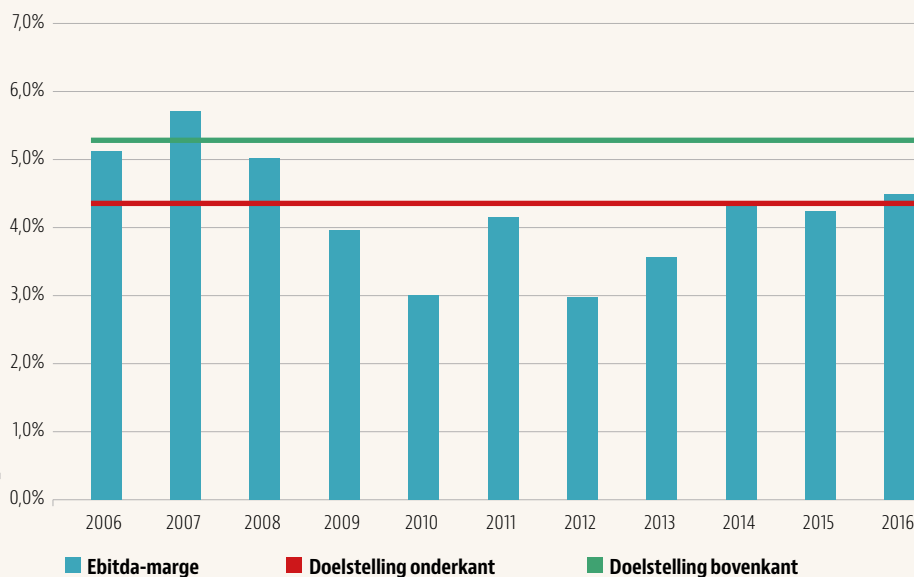


GRAFIEK: MARGEDOELSTELLING VOLKERWESSELS WAS IN HET VERLEDEN ALLEEN HAALBAAR IN HOOGCONJUNCTUUR



en later geconfronteerd te worden met fikse kostenoverschrijdingen.

Een belangrijke reden voor de sterke prestaties van VolkerWessels is dat het in tegenstelling tot andere bouwers grote zepers in de portefeuille heeft te weten vermijden. De grote vraag voor beleggers is of het concern hier ook na de beursgang in zal slagen. Dit is te meer het geval omdat het beursfonds een agressieve omzetgroei-doelstellingen van 3 à 4 procent op de middellange termijn heeft aangekondigd. Dit is een breuk met het verleden. Niet eerder legde VolkerWessels zichzelf een omzetzatarget op.

#### DOELSTELLINGEN WEL ERG AMBITIEUS

Jan de Ruiter, sinds maart dit jaar ceo van VolkerWessels, begrijpt als voormalig zakenbankier als geen ander dat de waarde van een aandeel wordt bepaald door toekomstverwachtingen. De Ruiter was bij ABN Amro en later RBS verantwoordelijk voor vele beursgangen. De verwachtingen van VolkerWessels zijn volgens De Ruiter rooskleurig te noemen, zo blijkt uit een interview met *Het Financieele Dagblad* waarin de ceo wordt gevraagd naar de waardering van het bouwbedrijf. "... We

geven een middellange-termijnverwachting dat onze omzet ieder jaar met 3 tot 4 procent zal groeien, dat de ebitda-marges tussen de 4,5 en 5,5 procent zullen uitkomen en het rendement op geïnvesteerd vermogen op 18 procent... Dat zijn de belangrijkste overwegingen in de waardebeoordelingen."

De financiële resultaten over de laatste elf jaar laten zien dat deze doelstellingen alleen realistisch lijken als de economie zich positief blijft ontwikkelen. Zo werd de ebitdamarge-doelstelling alleen overtuigend behaald in de jaren 2006, 2007 en 2008. Dat was meteen met afstand de beste periode in bouw- en vastgoedmarkten in de moderne geschiedenis van de mens. Natuurlijk zit de bouwmarkt weer in de lift en kan het zomaar dat de margedoelstelling nu een aantal jaren wordt behaald. Maar een belegger moet zich goed realiseren dat in mindere jaren de winstgevendheid er een stuk minder florissant uitzag.

Een blik op de andere twee financiële doelstellingen – omzetgroei en rendement op geïnvesteerd kapitaal – levert een vergelijkbaar beeld op. Zo stond de omzet in 2009 en 2010 flink onder druk. Zoals ook uit de grafiek blijkt: alleen bij



EEN BELANGRIJKE REDEN VOOR DE STERKE PRESTATIES VAN VOLKERWESSELS IS DAT HET IN TEGENSTELLING TOT ANDERE BOUWERS GROTE ZEPERDS IN DE PORTEFEUILLE HEEFT WETEN TE VERMIJDEN

stevige economische meewind zijn de doelen van VolkerWessels realistisch.

#### STERKE BALANS

De balans van VolkerWessels kan tegen een stootje. De solvabiliteit – het eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal – bedroeg eind vorig jaar 31,5 procent. Ter vergelijking: bij BAM en Heijmans ligt dit percentage met respectievelijk 19,7 en 17,7 een stuk lager. Ook heeft VolkerWessels 189 miljoen euro meer cash dan schuld. Het voldeed hiermee ruimschoots aan de afspraken met de bank.

Waar bedrijven als Ballast Nedam en Heijmans de afgelopen jaren tegen afbraakprijzen activiteiten moesten verkopen om de balans te repareren, had VolkerWessels dit probleem niet. Het ruime jasje biedt ook voordelen op strategisch vlak, zo is te lezen in het prospectus: "... De sterke balans biedt VolkerWessels de flexibiliteit om niet mee te hoeven dingen naar onaantrekkelijke projectvoorstellen".

Hoewel acquisities niet al te hoog op het prioriteitenlijstje van topman De Ruiter staan "vindt VolkerWessels wel dat haar vermogenspositie op dit gebied een gezonde uitgangspunt vormt voor overnames", zo meldt het prospectus.

#### SCHEUTIG DIVIDENDBELEID

VolkerWessels zal een dividendbeleid hanteren dat "ernaar streeft 50 tot 70 procent van het jaarlijks gerealiseerde nettoresultaat uit te keren". Dat is scheutiger dan BAM (30-50 procent van de winst) en Heijmans (circa 40 procent van de winst).

Voor 2017 pinst VolkerWessels het uitkeringspercentage vast op 60 procent. Bij een (conservatieve) veronderstelling dat de nettowinst uit voortgezette activiteiten stabiel blijft, zou dit een dividendrendement impliceren tussen de 3,1 en 3,6 procent.

Maar VolkerWessels is natuurlijk geen Unilever. De winst en dus ook het dividend deint mee op de bouwcyclus. Zo bedroeg de