



schulden en het inkopen van eigen aandelen.

WOLTERS KLUWER: OP DE MUZIEK VOORUIT

Enig rekenwerk laat zien hoe deze vier factoren de TSR van Wolters Kluwer heeft gestuwd. De aangepaste operationele winst (ebit) van Wolters Kluwer steeg over de afgelopen drie jaar met 2,8 procent, terwijl het geïnvesteerde kapitaal toenam met 0,7 procent. De jaarlijkse TSR uit onderliggende operationele prestaties was daarmee slechts 2,1 procent.

Het aandeel Wolters Kluwer steeg echter over deze periode met gemiddeld ruim 21 procent per jaar. Het overige rendement kwam uit de *earnings yield* van 7,9 procent en een hogere waardering van het aandeel, 10,4 procent per jaar. Er dient wel opgemerkt te worden dat Wolters Kluwer gunstig aandelen heeft weten in te kopen, het is echter de vraag of dat echt het gevolg is van de kwaliteiten van McKinstry. In deze berekening wordt dit aspect dan ook buiten beschouwing gelaten.

Wat beleggers eind 2015

betaalden voor een aandeel Wolters Kluwer (de *earnings yield*) is simpelweg een inschatting van beleggers, de vervolgens opgelopen verwachtingen zijn daarnaast (ten dele) het gevolg van optimisme onder aandeelhouders. Natuurlijk, Wolters Kluwer zou de komende jaren de omzet en operationele winst best kunnen versnellen, maar voorlopig lopen beleggers al op de muziek vooruit en datzelfde geldt ook voor de beloning van McKinstry.

AKZONOBEL: BELOOND DOOR BOD EN BELOFTES

Hoe de langetermijnbeloning in aandelen op basis van de relatieve TSR in theorie kan vertroebelen door externe factoren is ook duidelijk bij AkzoNobel. Het bedrijf zet zijn prestaties af tegen een groep van tien verf- en coatingbedrijven, waaronder sectorgenoot PPG Industries. De helft van de langetermijnbeloning van het bestuur is gekoppeld aan de relatieve prestaties van het aandeel AkzoNobel.

In maart 2017 ontving AkzoNobel echter een (eerste)

AKZONOBEL PRESTEERDE ONDERLIGGEND NIET BETER DAN SECTORGENOOT PPG

overnamebod van zijn sectorgenoot PPG. Als gevolg hiervan schoot de koers omhoog, waarna het bedrijf in april 2017 genoodzaakt was een aangepaste strategie, inclusief nieuwe financiële doelstellingen te presenteren. Het aandeel AkzoNobel zag gemeten over de periode 2015 tot en met 2018 zijn *multiple* fors oplopen door hogere verwachtingen (dan wel het overnamebod); daarbij waren de verwachtingen ook aan het begin van de periode al relatief gematigd.

Onderliggend deed AkzoNobel het over dezelfde periode niet beter dan zijn sectorgenoot PPG. Sterker nog, PPG zou op fundamentele basis nipt hoger zijn geëindigd dan AkzoNobel. Helaas voor PPG had het bedrijf een minder gunstig uitgangspunt (in de vorm van een hogere *multiple*) en zag het de waardering vervolgens ook minder hard oplopen dan die van AkzoNobel. Zodoende is AkzoNobel over de gemeten periode op basis van de relatieve TSR hoger geëindigd, ondanks iets mindere prestaties dan zijn concurrent.

KOERSPRESTATIES AKZONOBEL BETER DAN DE OPERATIONELE PRESTATIES		
Totaalrendement (TSR) ontleed	AkzoNobel	PPG
Operationele winstgroei (ebit)	-18.3%	-2.5%
Investeren in groei	-13.6%	0.3%
TSR uit prestaties	-4.7%	-2.8%
Earnings yield (ebit/EV)	7.9%	6.6%
Verandering waardering (delta EV/ebit)	6.4%	0.4%
Overig	-0.3%	-1.4%
Werkelijke TSR	9.2%	2.8%

Bron: jaarverslag, Bloomberg, AkzoNobel inclusief afsplitsen Specialty Chemicals