

HEINEKEN: VERDIENKRACHTWAARDE

Post	Waarde	Opmerking
Operationele winst (beia)	€ 4,02	
Bij: merkenportefeuille	€ 0,60	Marketinguitgaven minus afschrijving marketing (2019)
Aangepaste operationele winst	€ 4,62	
Belastingtarief	25,7%	
Aangepaste winst	€ 3,59	Aanpassing marketinguitgaven onbelast
Vermogenskostenvoet (WACC)	7,0%	
Waarde operationele activiteiten	€ 51,29	
Nettoschuld	€ -11,34	Inclusief deelnemingen
Verdienkrachtwaarde eigen vermogen	€ 39,95	
Verdienkrachtwaarde per aandeel	€ 69,36	

Bedragen in miljarden, behalve waarde per aandeel. **Beia** = operationele winst voor bijzondere posten en amortisatie van overname-gerelateerde immateriële activa. **Bron:** jaarverslagen Heineken, Bloomberg, eigen berekening VEB.

verdienkrachtwaarde van 40 miljard euro (69 euro per aandeel).

De contante waarde van sta-biele winsten van 40 miljard euro ligt boven de door ons becijferde investering die het zou vergen om Heineken zelf uit de grond te stampen (33 miljard euro). Conclusie: Heineken haalt meer winst uit zijn bezittingen dan je zou verwachten in een markt waar normale concurrentie is.

Heineken is dus in staat overwinsten te boeken, maar deze zijn aanzienlijk minder significant dan bij ASML (zie *Effect 3*). De concurrentievoordelen van Heineken lijken een stuk minder sterk dan bij ASML.

En dan is er nog een interessant punt voor beleggers: de beurswaarde van Heineken van 49 miljard euro ligt nu boven de verdienkrachtwaarde (40 miljard euro). Beleggers op de beurs prijzen dus in dat Heineken nog lange tijd in staat is om winsten te laten groeien. Hoe een waardebelegger kan zorgen niet te veel te betalen voor die groei, behandelen we in stap 3.



DE CHECKLIST

Het berekenen van de activa- en verdienkrachtwaarde is tijdrovend. Maar door de twee uitkomsten te vergelijken wordt snel duidelijk of bedrijf over voordelen beschikt die concurrentie buiten de deur houden. Alleen bij dit soort bedrijven die waarde creëren, levert groei aandeelhouders onderaan de streep iets op.

Een blik op de drie uitkomsten:

1. Activawaarde is groter dan verdienkrachtwaarde

De productiemiddelen van een bedrijf zijn meer waard dan de winsten die deze opleveren. Dit bedrijf vernietigt waarde – de ROIC ligt lager dan de WACC. Waarschijnlijk wordt het bedrijf slecht geleid of heeft het een wankel verdienmodel.

Een waardebelegger zou de aandelen nog steeds kunnen kopen, maar alleen tegen een enorme korting op de activawaarde.

2. Activawaarde is (ongeveer) gelijk aan de verdienkrachtwaarde

Dit is een onderneming met niet of nauwelijks voordelen die opereert in een concurrerende markt. Alleen tegen een flinke korting op de verdienkrachtwaarde is het bedrijf koopwaardig.

Belangrijk: de verdienkrachtwaarde houdt geen rekening met winstgroei. Als de ROIC gelijk is aan de WACC levert groei aandeelhouders onderaan de streep niets op, omdat de investeringen die hier tegenover staan hoog zijn.

3. Verdienkrachtwaarde is hoger dan de activawaarde

Dit bedrijf bezit waarschijnlijk iets dat andere spelers niet hebben. Door concurrentievoordelen kan het concern bovengemiddelde rendementen boeken op het geïnvesteerde vermogen (ROIC is hoger dan de WACC). Concurrenten durven de strijd niet aan, omdat ze niet beschikken over patenten, begeerlijke merken of technologische knowhow.