



beter dan blindvaren op de optimistische financiële doelen en vergezichten van topmannen.

De door ons aangepaste winst na belasting steeg van 773 miljoen euro in 2017 naar 992 miljoen euro in 2021. Voor de winstgroei van meer dan 200 miljoen over deze periode moest Wolters Kluwer flink investeren, zowel autonoom als door middel van overnames. Tegelijkertijd werd er ook voor honderden miljoenen aan onderdelen verkocht. De winstgroei over de periode 2017-2021 zetten we af tegen het saldo van al deze investeringen en de opbrengsten uit de verkoop van onderdelen.

Delen we de winstgroei (219 miljoen euro) op de extra groei-investeringen die daarvoor nodig waren (906 miljoen euro), dan resulteert een rendement van ongeveer 24 procent. Dat is ruim voldoende om kapitaalverschaffers te kunnen bekoren, want die eisen ten minste 7,5 procent.

Maar wat betekent dit allemaal voor het (verwachte) rendement op de aandelen? We gaan ervan uit dat Wolters Kluwer circa 22 procent van de

DE AFGELOPEN ACHTTIEN JAAR WERD JAARLIJKS 8 TOT 10 PROCENT VAN DE OMZET GEÏNVESTEERD IN DE ONTWIKKELING VAN BETERE DATABASES EN SLIMMERE PLATFORMS

aangepaste winst herinvesteert in toekomstige winstgroei (de rest houdt het huidige winstniveau in stand of gaat naar dividend en aandeleninkoop). Dit levert dus een extra rendement op van 5,3 procent (22 procent van de winst, geherinvesteerd tegen 24 procent rendement).

3. AFSLAG VOOR LAGERE WAARDERING: CIRCA 3 PROCENT PER JAAR

Tellen we de eerste twee rendementsbronnen bij elkaar op, dan komen we op een percentage van 8 per jaar. Een redelijk rendement voor een stabiel bedrijf als Wolters Kluwer. Moet een belegger de aandelen kopen? Dat moet je alleen doen als je veronderstelt dat de waarderingratio de komende jaren blijft liggen op het niveau van iets meer dan 24 keer het bedrijfsresultaat (ebit). Het is maar de vraag of dat realistisch is.

Het is goed mogelijk dat de waardering langzaam terugvalt naar een niveau van 21 keer het bedrijfsresultaat, het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar. Als dit daadwerkelijk gebeurt, kost dit de belegger bijna 3 procent rendement per jaar.

DE OPTELSOM: HET TOTAALRENDEMENT

De drie rendementscomponenten bij elkaar tellen op tot het verwachte totaalrendement per jaar dat een belegger in de geschetste scenario's tegemoet kan zien.

Het verwachte jaarlijkse rendement van Wolters Kluwer bedraagt 2,7 procent uit dividend en inkoop van aandelen en 5,3 procent uit groei dankzij het herinvesteren van winsten. Daarnaast veronderstellen we dat het rendement 3 procent lager uitvalt vanwege de waardering die langzaam terugzakt naar het vijfjaars-gemiddelde. De optelsom levert een totaalrendement op van iets meer dan 5 procent per jaar. Dat is niet heel aantrekkelijk en onvoldoende om de kosten van het eigen vermogen goed te maken.

SOFTWARE EN DE BALANS

Het verdienmodel van Wolters Kluwer leunt sterk op abonnementen, softwareonderhoud en andere terugkerende inkomsten (80 procent van de omzet in 2021). Een steeds innovatiever product is een belangrijke motor voor de groei.

De afgelopen achttien jaar werd jaarlijks 8 tot 10 procent van de omzet geïnvesteerd in de ontwikkeling van betere databases en slimmere platforms. Het informatieconcern mag echter volgens boekhoudregels alleen kosten voor softwareontwikkeling activeren indien het kan aantonen dat het project technisch haalbaar en commercieel levensvatbaar is.

Volgens ceo Nancy McKinstry voldoet een groot deel van de groei-investeringen niet aan deze twee eisen, waardoor deze als kostenpost worden opgevoerd. Wolters Kluwer geeft aan dat de investeringen die terug zijn te vinden op de balans vooral onderhoudsinvesteringen en nieuwe cloudproducten betreffen, omdat de technische haalbaarheid hiervan betrekkelijk eenvoudig aangetoond kan worden.

Om de waarde van de software-investeringen in te schatten, moeten alle uitgaven uit het verleden bij elkaar worden opgeteld en als bezitting op de balans worden gezet. Vervolgens wordt deze 'investering' geleidelijk afgeschreven via de winst- en verliesrekening.

Uit oude jaarverslagen van Wolters Kluwer blijkt dat reguliere kapitaalinvesteringen circa 4 tot 5 procent van de omzet uitmaken. Omdat jaarlijks 8 tot 10 procent van de omzet wordt geïnvesteerd, ligt de daadwerkelijke hoeveelheid aan jaarlijkse investeringen dubbel zo hoog.

In onze berekeningen gaan we er vervolgens van uit dat de waarde van deze investeringen over een periode van negen jaar wordt afgeschreven. Dat is ongeveer het aantal jaren dat Wolters Kluwer zelf hanteert voor software-investeringen die het wel op de balans (moet) zet(ten).