

**VAN BOEKWAARDE NAAR NIEUWWAARDE**

| Post  | Waarde         | Opmerking                            |
|---|----------------|--------------------------------------|
| Eigen vermogen  | € 2,42         |                                      |
| Bij: aanpassing voor gebouwen en machines                       | € 0,31         | historische kostprijs                |
| Bij: aanpassing voor immateriële activa (klantrelaties, titels) | € 1,32         | historische kostprijs                |
| Bij: eigen informatiesystemen en software                       | € 1,09         | op de balans zetten van r&d-uitgaven |
| <b>Activawaarde (AV)</b>  | <b>€ 5,14</b>  |                                      |
| <b>Waarde per aandeel</b>                                       | <b>€ 19,56</b> |                                      |

**DE CHECKLIST**

Het berekenen van de activa- en verdienkrachtwaarde is tijdrovend. Maar door de twee uitkomsten te vergelijken wordt snel duidelijk of een bedrijf over voordelen beschikt die concurrentie buiten de deur houden. Alleen bij deze 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 heeft een uniek product of een dienst die door andere spelers niet makkelijk is te kopiëren. Door concurrentievoordelen kan het bovengemiddelde rendement boeken op het geïnvesteerde vermogen (ROIC is hoger dan de WACC). Concurrenten kunnen niet aanvallen omdat ze niet beschikken over patenten, begeerlijke merken of knowhow.

**Bron:** jaarverslagen Wolters Kluwer, Bloomberg, eigen berekening VEB, bedragen in miljarden euro's (behalve waarde per aandeel).

software) en harde activa (gebouwen en machines) ingeschat worden, die nodig zijn om het informatieconcern 'zelf' te creëren.

Het eigen vermogen volgens de balans (2021: 2,42 miljard euro) is daarbij het startpunt, maar dat kan mijlenver afwijken van het (eigen) vermogen dat nodig is om naast de activa ook het intellectueel eigendom op te bouwen.

Zo verbieden boekhoudregels om bepaalde immateriële activa, zoals een deel van de zelfontwikkelde informatiesystemen en software, op de balans te zetten. Het grootste deel van de investeringen in nieuwe producten wordt daarom als kosten geboekt.

Wolters Kluwer stak in het verleden honderden miljoenen euro's in het ontwikkelen van historische informatiesystemen. Om de waarde in te schatten, moeten alle onderzoeks- en ontwikkelingsuitgaven (r&d) aan dergelijke software bij elkaar worden opgeteld. Dat resulteert in circa 1,1 miljard euro, die in de loop der jaren via de resultatenrekening is gelopen. Voor ons sommige tellen we al die jaarlijkse kosten bij elkaar op en zetten dit totaalbedrag op de bedrijfsbalans (zie kader Software en de balans op pagina 29).

Ook dient er een correctie gemaakt te worden op de boek-

**DE VASTE  
KLANTENBASIS  
ZORGT VOOR  
MARKTMACHT  
EN REGELMAAT,  
PRECIES WAAR  
VEEL  
BELEGGERS  
NAAR OP ZOEK  
ZIJN**