

waarde van alle klantrelaties en andere immateriële activa, om helder te krijgen hoeveel kapitaal er nodig zou zijn om deze opnieuw op te bouwen.

Alles bij elkaar komen we op een (theoretische) activawaarde van 5,1 miljard euro, circa 20 euro per aandeel. Dat is een stuk minder dan de beurskoers die op het moment van schrijven rond de 99 euro ligt.

STAP 2 Verdienkrachtwaarde

WAT IS WOLTERS KLUWER WAARD ALS HET NOOIT MEER GROEIT?

DOEL

Waardeer een bedrijf alsof het geen (waardecreërende) toekomst heeft en koop de aandelen als de beurskoers lager is.

In stap twee wordt naar de winst- en verliesrekening gekeken om te bepalen wat Wolters Kluwer waard zou zijn als het voor eeuwig stationair zou draaien.

Voor het berekenen van deze zogeheten verdienkrachtwaarde wordt voor een stabiele en

BOEKHOUD- REGELS VERBIEDEN OM BEPAALDE IMMATERIËLE ACTIVA, ZOALS EEN DEEL VAN DE ZELF- ONTWIKKELDE SOFTWARE, OP DE BALANS TE ZETTEN

voorspelbare groeier als Wolters Kluwer de operationele winst van vorig jaar als startpunt genomen.

Dat winstcijfer schonen we op voor eenmalige baten (bijvoorbeeld een boekwinst na een desinvestering) en afschrijvingen van bijvoorbeeld uit overnames verkregen merken en titels.

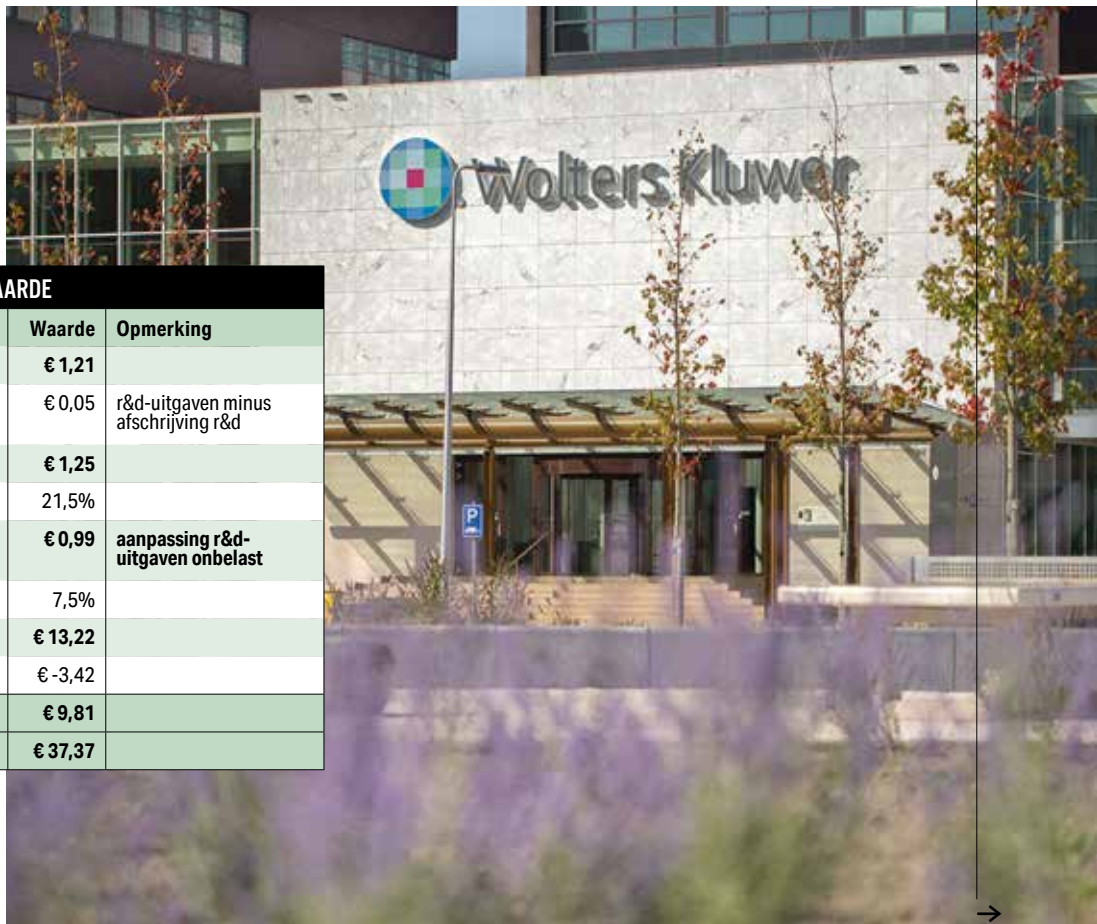
Belangrijk is dat ook kosten die gemaakt zijn om in de toekomst te groeien (bijvoorbeeld in additionele uitgaven aan informatiesystemen en software) buiten beschouwing worden gelaten. Bij Wolters Kluwer komen we zo op een duurzame winst na belasting van één miljard euro.

We rekenen vervolgens al die winsten terug naar vandaag tegen een kostenvoet van kapitaal (in jargon WACC) van 7,5 procent. Wordt nog rekening gehouden met schulden, dan

resteert een verdienkrachtwaarde van 9,8 miljard euro, ruim 37 euro per aandeel.

De contante waarde van stabiele winsten van 9,8 miljard euro ligt ver boven de door ons becijferde investering die het zou vergen om Wolters Kluwer zelf te bouwen (5 miljard euro). Wolters Kluwer haalt dus meer winst uit haar bezittingen dan verwacht in een markt waar normale concurrentie is (zie kader De checklist).

Tegelijkertijd ligt de beurswaarde van Wolters Kluwer van 26 miljard euro ver boven de verdienkrachtwaarde van bijna 10 miljard euro. Beleggers prijzen dus in dat Wolters Kluwer nog lange tijd in staat is om winsten te laten groeien. Hoe een waardebelegger oplet niet te veel te betalen voor die groei, behandelen we in stap 3.



WOLTERS KLUWER: VERDIENKRACHTWAARDE

Post	Waarde	Opmerking
Operationele winst	€ 1,21	
Bij: eigen ontwikkelde software (niet op balans)	€ 0,05	r&d-uitgaven minus afschrijving r&d
Aangepaste operationele winst	€ 1,25	
Belastingtarief	21,5%	
Aangepaste winst	€ 0,99	aanpassing r&d-uitgaven onbelast
Vermogenskostenvoet (WACC)	7,5%	
Waarde operationele activiteiten	€ 13,22	
Nettoschuld	€ -3,42	
Verdienkrachtwaarde eigen vermogen	€ 9,81	
Verdienkrachtwaarde per aandeel	€ 37,37	

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