



DE KOERS VAN WOLTERS KLUWER IS SINDS 2013 VERTIENVOUDIGD

jargon NOPAT). Die bedroeg het afgelopen jaar 1,1 miljard euro: 1,5 miljard euro operationele winst minus 23 procent belasting.

Voor het berekenen van de verdeenkrachtwaarde wordt de NOPAT van vorig jaar als startpunt genomen. Een winst van 1,1 miljard euro per jaar tot in de verre toekomst, levert teruggerekend naar vandaag een verdiencapaciteit op van circa 14,2 miljard euro. Daarbij delen we de NOPAT door de WACC van 8 procent.

De ondernemingswaarde (beurswaarde plus nettoschuld, in feite het bedrag dat nodig is om alle aandelen te kopen en alle schulden af te lossen) van Wolters Kluwer, van 39 miljard euro, ligt ver boven deze verdeenkrachtwaarde van 14 miljard euro. Circa 36 procent

Pat Dorsey, tot 2011 hoofdanalist bij het Amerikaanse analistenhuis Morningstar en nu zelfstandig vermogensbeheerder, analyseerde wat hoogvliegers op de beurs gemeen hebben en identificeerde verschillende concurrentievoordelen. Dat gaat onder meer om merken, schaalvoordelen en patenten.

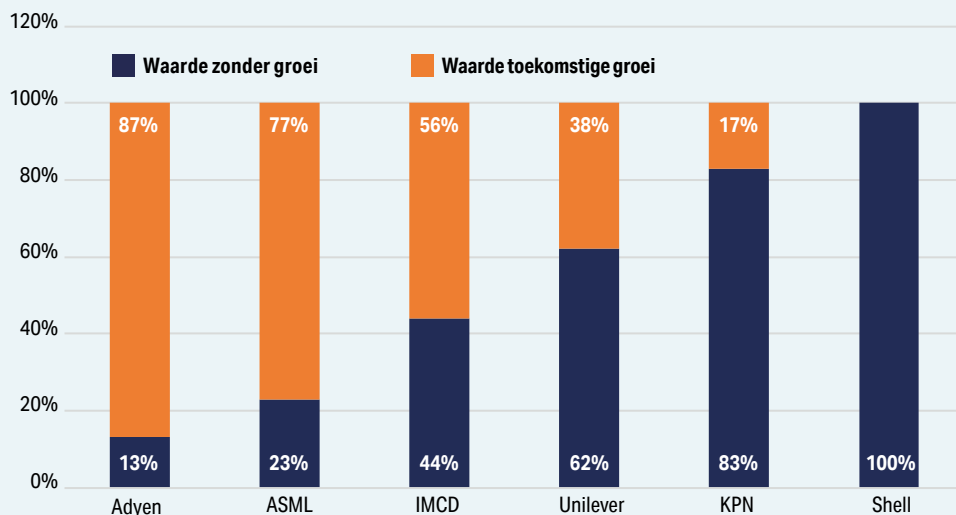
Indien een onderneming in staat is op nieuwe investeringen een rendement (in jargon RONIC, oftewel *return on new invested capital*) te behalen dat boven de kosten van kapitaal

(WACC) ligt, zal toekomstige groei ook waarde creëren. In dat geval is de waarde van het bedrijf hoger dan de verdeenkrachtwaarde.

We kunnen de waarde van alle AEX-bedrijven opknippen in tweeën: de waarde van het aandeel zonder toekomstige groei (verdeenkrachtwaarde), en de waarde van alle toekomstige groei. De verdeling hangt voor een groot deel af van de mate waarin een onderneming profiteert van concurrentievoordelen.

TUSSEN WAARDE EN GROEI

VAN GROEI NAAR WAARDE



Bron: jaarverlagen bedrijven, Bloomberg, Bewerking VEB. In donkerblauw NOPAT gedeeld door WACC, afgezet tegen de ondernemingswaarde (beurswaarde plus nettoschuld).

Uit onze analyse blijkt dat Adyen en ASML de meeste waarde krijgen toegekend op basis van de toekomstige groeiverwachtingen. Deze bedrijven opereren in sectoren die hard groeien en de RONIC ligt (ver) boven de WACC. Beide bedrijven beschikken onder andere over immateriële activa: knowhow. Denk aan het unieke Adyen-betalplatform en de technologie van ASML om steeds geavanceerdere chips te kunnen maken (EUU).

Aan de andere kant van het spectrum zitten

KPN en Shell. De waarde van deze bedrijven komt grotendeels of volledig uit de waarde van de huidige verdiencapaciteit. Deze bedrijven bevinden zich op vechtmakten waarin ze zich nauwelijks kunnen onderscheiden van concurrenten, waardoor er – gemeten over de gehele cyclus – geen overwinsten te behalen vallen. Het is al heel wat als dit type bedrijf erin slaagt de winst stabiel te houden, zo wordt nu althans door de markt ingeprijsd in het aandeel.

van de waarde van het bedrijf kan dus verklaard worden door de huidige verdiencapaciteit (14,2 miljard euro gedeeld door 39 miljard euro).

Die andere 24,8 miljard euro aan waarde – 64 procent van het totaal – is de waarde van alle extra winsten die Wolters Kluwer zal boeken doordat het