

## DE ZAAK VOLKSWAGEN

**KOOPKANS OF AFBLIJVEN?**

Het aandeel Volkswagen is een vallend mes en die moet je niet proberen te vangen, zegt de oude beurswijsheid. Het bedrijf belooft beterschap en transparantie, maar is dat genoeg? Twee sterk uiteenlopende visies op het aandeel, bepaalt u zelf welke u het meest realistisch acht.

**Kosten****Dieselgate onscherp**

Volkswagen zet 6,5 miljard euro opzij voor schadevergoedingen en boetes en om auto's om te bouwen zodat zij wel aan de emissienormen voldoen. Het lijkt onmogelijk de exacte kosten van "dieselgate" te becijferen.

**DE BULL CASE: OVERDREVEN KOERSDALING BIJDT KOOPKANS**

Specialisten ramen de maximale schade voor Volkswagen door Dieselgate op 20 tot 25 miljard euro. Het is een feit dat boetes en schikkingen voor misdragingen van Toyota, Hyundai en General Motors in het recente verleden beperkt bleven tot een fractie van de maximale schade die autoriteiten konden afdwingen. De schade in de drie zaken schommelde rond de miljard euro per geval.

**SPOTGOEDKOOP AANDEEL**

Als er één ding is waar beleggers een hekel aan hebben, is het onzekerheid. Dat is duidelijk terug te zien in de koers van Volkswagen. Het aandeel van de autogigant halveerde bijna in de weken na het schandaal. Meer dan 40 miljard euro aan beurswaarde ging in rook op. Dat is bijna twee keer het schadebedrag waar analisten van uitgaan.

Overdrijven beleggers? Beleggers kunnen de Earnings Power Value-methode (EPV), die werd ontwikkeld door oer-waardebelegger Benjamin Graham, gebruiken om die vraag te beantwoorden. Daarbij berekent men wat Volkswagen waard zou zijn als het bedrijf (weer)

**EPV-WAARDE VOLKSWAGEN LIGT TWEE KEER ZO HOOG ALS DE BEURSWAARDE**

Duurzame winst	7,7 miljard euro
Kostenvoet kapitaal	8 procent
EPV-waarde	96,7 miljard euro
Netto schuld	-15,9 miljard euro
EPV naar aandeelhouder	112,6 miljard euro
Marktkapitalisatie	55,0 miljard euro

terugkeert naar een genormaliseerd winstniveau.

Volkswagen behaalde in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 7,7 miljard euro winst, het duurzame winstniveau. Als we deze winst contant maken tegen een kapitaal-kostenpercentage van 8 en hier de netto cashpositie van een kleine 16 miljard euro bij optellen, dan komen we op een EPV-waarde van 112,6 miljard euro. Gegeven de beurswaarde van ongeveer 55 miljard euro, lijkt de markt een totale scha-

depost van 57,5 miljard euro in te prijzen. Dit lijkt overdreven. Let wel: de EPV-waarde is een vrij conservatieve schatting omdat een belegger ervan uitgaat dat het winstniveau voor eeuwig op het gemiddelde van de laatste vijf jaar zal liggen, en dus nooit meer zal groeien.

De markt prijst een monsterboete in en lijkt te denken dat de verdien capaciteit van het concern sterk is aangetast. Hoewel de omzet in de komende twee jaar ongetwijfeld onder druk komt te staan, blijkt uit onderzoek dat klanten na een schandaal op de langere termijn loyaal blijven aan producten met een sterk merk als Volkswagen. Ook na de eerder genoemde schandalen bij autofabrikanten stonden verkopen slechts korte tijd onder druk, om vervolgens snel op te veren. Voor beleggers met een sterke maag en een langetermijnvisie is Volkswagen op dit moment het ideale waarde-aandeel.

**HOGE DUURZAME WINST VAN VOLKSWAGEN (IN MILJARDEN EURO)**

Jaar	Gemiddelde	2014	2013	2012	2011	2010
Operationele winst	10,84	12,84	11,67	11,50	11,03	7,14
Belasting	3,10	3,73	3,28	3,61	3,13	1,77
Duurzame winst	7,73	9,11	8,39	7,89	7,91	5,37

