



THEORIE VS. PRAKTIJK: leidt hoog rendement tot een hoge waardering?

In theorie zouden bedrijven die structureel een hoog rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROCE) behalen, ook beloofd moeten worden met een hogere beurswaardering. In de telecomsector blijkt dit principe in de praktijk goed zichtbaar, zo concludeert Barclays in een onderzoek.

STERKE ROCE, HOGE WAARDERING

Bedrijven zoals het Finse Elisa en het Griekse OTE realiseren een ROCE die 8 à 9 procentpunten boven hun WACC ligt. Beleggers waarderen dit en betalen meer dan drie keer de boekwaarde van het geïnvesteerde kapitaal voor deze aandelen (ondernemingswaarde/geïnvesteerd kapitaal).

KPN SCOORT BOVENGEMIDDELD

KPN doet het in vergelijking met andere Europese telecombedrijven goed. Met een ROCE van circa 5 procent boven de kapitaalkostenvoet (WACC), krijgt het bedrijf een ondernemingswaarde/geïnvesteerd kapitaal-multiple van 2,8. Barclays hanteert hierbij een iets andere ROCE-definitie dan KPN zelf.

LAGE ROCE, LAGE WAARDERING

Aan de andere kant van het spectrum staan Vodafone en Liberty Global, die een ROCE onder de WACC hebben. Dit betekent dat zij economisch gezien waarde vernietigen, wat resulteert in een ondernemingswaarde lager dan het geïnvesteerde kapitaal.

STERKE CORRELATIE TUSSEN ROCE EN WAARDERING

Uit de analyse blijkt dat maar liefst 78 procent van de variatie in waardering kan worden verklaard door de ROCE (voor de fijnproever, dit zegt de zogeheten R^2). Dit onderstreept de sterke positieve correlatie tussen rendement op geïnvesteerd kapitaal en de waardering op de beurs. De overige 22 procent kan verklaard worden door andere factoren, zoals groeiverwachtingen van het bedrijf zelf.

Hoewel Nederland bekendstaat om zijn degelijke netwerken, is bellen en internetten hier relatief duur. In Europa betalen consumenten alleen in Slovenië en Ierland meer voor een standaard internetabonnement.

**KLANTEN
BLIJVEN
VEELAL
TROUW AAN
HUN PROVIDER**

die goed is voor circa 1,8 miljard euro van de totale 5,6 miljard euro groepsomzet. Volgens een recent rapport van de Autoriteit Consument & Markt (ACM) domineert KPN samen met VodafoneZiggo de markt, waarbij beide spelers samen circa 80 procent van de vaste internetaansluitingen in handen hebben – een duopolie.

Klanten blijven veelal trouw aan hun provider. De ACM wijst erop dat klanten onderschatten hoeveel ze kunnen besparen door over te stappen of hun contract te vernieuwen. Dat is gunstig voor KPN en VodafoneZiggo. In de praktijk kunnen deze aanbieders jaarlijks hun prijzen verhogen, zonder dat klanten massaal afhaken.

De combinatie van prijsverhogingen en een loyale klantenbasis geeft KPN extra margevoordeel. Zolang de tarieven sneller stijgen dan de kosten, blijft de winstgevendheid toenemen.

KOSTEN ONDER CONTROLE

Naast extra inkomsten, spelen kostenbesparingen een cruciale rol in de stijgende ROCE van KPN. Figue wees bij de halfjaarcijfers van 2024 op een “verhoogde operationele efficiëntie” als een van de drijvende krachten achter de verbeterde rendementen.

SIMPEL GEZEGD: KPN BLIJFT OP DE KLEINTJES LETTEN

Dat is terug te zien in de cijfers. De operationele kosten daalden tussen 2019 en 2024 met 100 miljoen euro naar 3 miljard euro. Vooral op personeelskosten werd bespaard: het aantal voltijdmedewerkers (fte) daalde van 12.000 naar 10.000.

Toch blijft kostenbeheersing een speerpunt. KPN onderzoekt nieuwe besparingsmogelijkheden, zoals chatbots om de efficiëntie verder te verhogen. Figue verwacht dat de telecomprovider ondanks looninflatie een stabiele kostenbasis kan behouden.

ZWAARTEKRACHT

Als KPN er bovendien in slaagt de prijzen te blijven verhogen, ligt de ROCE-grens van 15 procent binnen handbereik. Tijdens de investeerdersdag in november 2023 liet Figue wel weten dat 15 procent zo ongeveer het maximaal haalbare is in de telecomsector.

“KPN kan zich niet onttrekken aan de zwaartekracht”, zo verwoordde hij het destijds. Hij doelde op het feit dat blijvende investeringen in netwerken onvermijdelijk zijn, wat uiteindelijk een rem zet op het rendement. Bij een veel hogere ROCE is de kans groot dat toezichhouders ingrijpen, omdat dit kan wijzen op te hoge tarieven voor consumenten.