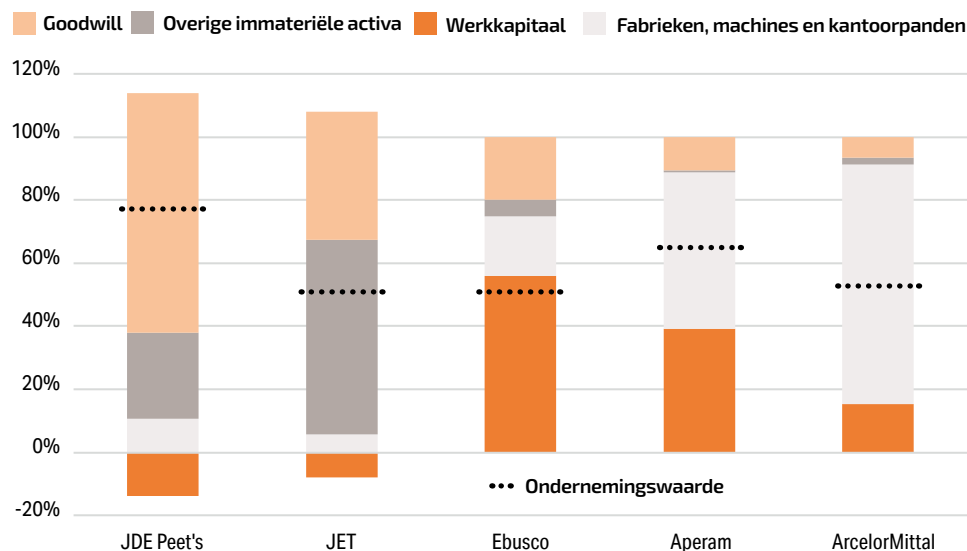


VIJF BREKEBEENTJES: BELEGGERS SCHATTEN WAARDE VAN GEÏNVESTEERD KAPITAAL FLINK LAGER IN



Bron: (Half)jaarverslagen, Bloomberg. Analyse VEB.

beurt. Is het gat tussen beide maatstaven groot, dan zegt dat niet alleen iets over het gebrekkige vertrouwen van beleggers in de boekhouding, maar ook over de beperkte verdien capaciteit van het bedrijf.

Uit het onderzoek blijkt dat beleggers de meeste vraagtekens zetten bij de balans van JDE Peet's, Just Eat Takeaway en Ebusco. De boekwaarde van merken, klantenrelaties en goodwill van deze bedrijven ligt significant hoger dan de waarde die de markt aan deze bezittingen toekent. De vergelijking wijst verder uit dat voor ongeveer een kwart van de 75 grootste bedrijven (AEX, AMX en AScX, exclusief banken, verzekeraars en vastgoedfondsen) de ondernemingswaarde lager ligt dan de balanswaarde van het geïnvesteerde kapitaal.

In negatieve zin springen ook staalproducenten ArcelorMittal en Aperam eruit. Beleggers plakken kortingen op de geïnvesteerde middelen, variërend van 20 tot 50 procent. Dat mag gerust een forse afslag worden genoemd.

De markt is ongeduldig én kritisch tegelijk. Zij wacht de uitkomsten van de sommetjes

van de financieel directeur en de check door de controlerend accountant meestal niet af. Als er twijfels zijn over het verdienvermogen – en daarmee ook de houdbaarheid van de goodwill – dan sluipt de argwaan al eerder in de beurskoers. De daadwerkelijke afwaardering van goodwill op de balans, zorgt dan vaak al niet meer voor een ferme koersreactie. De markt heeft een correctie al ingeprijsd.

Deze vijf bedrijven hebben één ding gemeen. Allemaal zijn ze kapitaalintensief. Maar dat vertelt niet het hele verhaal. ArcelorMittal en Aperam hebben veel geld geïnvesteerd in materiële activa zoals fabrieken en voorraden, terwijl de kapitaalsbasis bij de andere drie bedrijven vooral voortkomt uit overnames. Bij Midkapbedrijven JET en JDE Peet's zit het geld vast in immateriële activa als goodwill, maar ook in merknamen en klantrelaties. Hun bedrijfsmodel vereist logischerwijs veel minder 'harde' tastbare activa zoals fabrieken. Ook is er geen geld nodig om aan de dagelijkse verplichtingen te kunnen voldoen (werkkapitaal). De financiële huishouding is gekleurd door

ALS ER TWIJFELS ZIJN OVER HET VERDIENVERMOGEN, DAN SLUIPT DIE ARGWAAN AL EERDER IN DE BEURSKOERS

betaalde overnamesommen. Dat betreft bij JET tot voor kort met name het Amerikaanse Grubhub en het Britse Just Eat, en bij JDE Peet's de koffiebranders Douwe Egberts, Peet's en Jacobs.

Maaltijdbezorger JET maakte onlangs een einde aan een drie jaar durende lijdensweg. De overname van de Amerikaanse sectorgeenoot Grubhub in 2021 bleek een regelrechte mispeer. Afgelopen november deed oprichter en ceo Jitse Groen dit bedrijf van de hand voor ongeveer 600 miljoen euro (ondernemingswaarde). Een schijntje vergeleken met de zeven miljard euro – waarvan vijf miljard euro alleen voor de Grubhub-aandelen – die JET er zelf voor neertelde. De goodwill was vanwege de tegenvallende prestaties van de Amerikaanse dochter en slechte prognoses al aan het einde van 2022 helemaal afgeboekt.