

Masterclass

Rijke belegger © arme belegger



Leren van 's werelds beste Beleggers als Buffett, Greenblatt, O'Shaughnessy en veel méér.

*Meer weten? Schrijf je nu in voor de volledige Masterclass op www.rijkebelegger.nl
Diepgaande kennis en unieke inzichten geschikt voor beginners en gevorderde beleggers.*

BLOG#1 – LENNART REMEIJSEN

Concurrentiekracht bepalen en berekenen

Bruce Greenwald is professor aan de Columbia University in New York en geeft hoogstaande colleges op het gebied van Value Investing. De plek waar Benjamin Graham vroeger les gaf aan Warren Buffett. In deze blog sta ik stil bij de belangrijkste les die Greenwald leert aan zijn internationale studenten: *Hoe kun je de concurrentiekracht van bedrijven bepalen en berekenen?*

Twee begrippen: Asset Value en Earnings Power Value

Hij maakt onderscheid in twee belangrijke begrippen. *Asset Value (AV)* geeft aan wat een bedrijf NU waard is. Hierbij wordt gekeken naar alle assets op de balans en worden diverse posten herberekend. Laten we veronderstellen dat Bedrijf A een totaal balansvermogen heeft van 125 mln. euro, maar na correcties een AV geldt van 100 mln.

Earnings Power Value (EPV) geeft aan wat de waarde is van de HUIDIGE bedrijfswinsten. Het kan worden berekend door: netto winst x (1 / cost of capital). Kortom: hoeveel geld zou je normaal gesproken nodig hebben om deze bedrijfswinst te maken? Cost of capital is afhankelijk van de kapitaalstructuur van de balans, maar in het algemeen kun je 10% veronderstellen. Stel dat bedrijf A een netto winst heeft van 15 mln. De EPV is dan 150 mln.

Belangrijk is overigens dat de netto winst voor 2 zaken wordt gecorrigeerd:

- Eenmalige boekingen (mee-/tegenvallers)
- Normaliseren voor bedrijfscyclus (gemiddelde winst van 7 jaar)

Huh? Toekomstige winsten zijn dus buiten beschouwing?

Ja. Opvallend is dat Greenwald uitgaat van de *huidige* situatie van een bedrijf. Hij moet niets hebben van bijvoorbeeld een Discounted Cashflow Methode (DCF), waarbij *toekomstige* cashflows netto contant worden gemaakt. Reden is dat de parameters die je gebruikt extreem veel invloed hebben op de uitkomst. Zijn redenering is dat wanneer je goede informatie (actuele bedrijfsinformatie), combineert met slechte informatie (inschatting toekomst), de uitkomst altijd onbetrouwbaar is (de slechte informatie domineert).

Vergelijk tussen AV en EPV vertelt het hele verhaal

Nadat de AV en EPV beide zijn berekend voor een bedrijf, doet Greenwald iets magisch dat niet in veel andere Investing boeken wordt beschreven. Hij vergelijkt beide uitkomsten met elkaar en dan kan er sprake zijn van 3 situaties:

- 1) $AV > EPV$
- 2) $AV < EPV$
- 3) $AV = EPV$

Scenario 1: $AV > EPV$

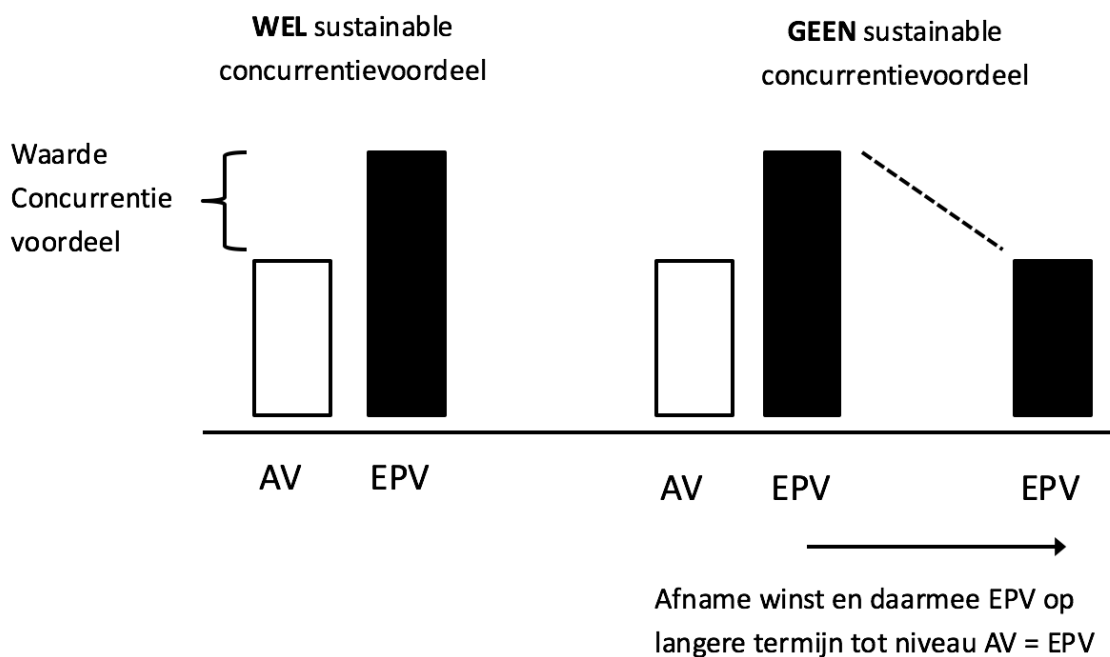
De Asset Value is *groter* dan de Earnings Value Power. Dit betekent dat het bedrijf meer geld op de balans heeft staan dan feitelijk nodig is om deze winst te behalen. Er gaat waarde verloren door slecht management of de markt is flink aan het krimpen. Je zou kunnen beleggen in een dergelijk bedrijf, maar de belangrijkste vraag is: *Wat is de katalysator om de waarde uit dit bedrijf te krijgen? Feitelijk is er een activistische aandeelhouder nodig (en veel geduld).*

Scenario 2: $AV < EPV$

De Asset Value is *kleiner* dan de Earnings Value Power. Dit betekent dat het bedrijf met relatief weinig geld op de balans veel winst weet te behalen. Het verschil tussen EVP en AV is de waarde van het concurrentievoordeel van bedrijf. In dit voorbeeld dus: $EPV 150 - AV 100 = 50$ mln.

De belangrijkste vraag in dit scenario: *Is dit concurrentievoordeel "sustainable"?* In de toekomst ga ik nog een speciale blog schrijven over de verschillende typen concurrentievoordelen, maar laten we veronderstellen dat het antwoord hier "ja" is. Dat betekent dat het bedrijf een ijzersterke positie in de markt heeft en/of superieur management. Dit zijn aantrekkelijke bedrijven om voor langere termijn in te investeren, omdat er stevige barrières liggen voor nieuwe partijen om deze markt te betreden of een serieuze bedreiging te vormen.

Als het concurrentievoordeel *niet* "sustainable" is, zal deze hoge winstgevendheid nieuwe concurrenten aantrekken. Dit betekent een daling van de Prijs (P) of daling van aantal verkochte Producten (Q). Echter, in beide gevallen geldt dat bedrijf A minder winst gaat maken. Stel dat de winst daalt van 15 naar 12 mln. De EPV daalt dan naar 120 mln, maar is daarmee nog steeds hoger dan de AV. Dat betekent nog meer concurrenten of bestaande concurrenten die verder gaan uitbreiden. Dit proces gaat net zo lang door totdat $AV = EVP = 100$



Greenwald benadrukt in zijn college met klem de volgens les: Toetreding van nieuwe partijen gaat altijd sneller dan het verdwijnen van overcapaciteit. Eenmaal een fabriek gebouwd, duurt het lang voordat deze weer verdwijnt.

Scenario 3: AV = EPV

De Asset Value en Earnings Power Value zijn aan elkaar *gelijk*. Dit betekent dat de sector in balans is en er geen barrières zijn voor nieuwe partijen om toe te treden. De waardering van het bedrijf is betrouwbaar en als de marktkapitalisatie lager is dan de AV en EPV, is het aandeel koopwaardig.

Slotopmerkingen

Ik heb veel boeken over Value Investing gelezen, maar deze uitleg van Greenwald kom je niet veel tegen en doceert hij al jarenlang aan Columbia University. Zijn aanpak lijkt sterk op die van Warren Buffett die Rentabiliteit op Eigen Vermogen en Totaal Vermogen (REV en RTV) als één van de belangrijkste ratio's ziet. Hierbij wordt ook een vergelijk gemaakt tussen de winstgevendheid van een bedrijf met de balans (criterium > 10%). Het mooie van Greenwald is ook dat hij alleen kijkt naar de huidige balans en winst van een bedrijf en geen rekening houdt met toekomstige groei – dit lijkt op mean reversion – maar dat onderwerp volgt in een latere blog.