

STABIELE BUSINESSMODELLEN IN EEN TIJD VAN ONTWRICHTING

Door Lodewijk van der Kroft

Wat gaat er de komende 10 jaar veranderen? Dat is een interessante en veelvoorkomende vraag. Maar bijna niemand vraagt wat er de komende 10 jaar níet gaat veranderen. En juist die vraag is eigenlijk de belangrijkste; omdat je, zoals Jeff Bezos, CEO van Amazon, het ooit verwoordde: ‘een bedrijfsstrategie bouwt rond de zaken die stabiel blijven in de loop van de tijd.’

Mensen zijn altijd al geobsedeerd door verandering. Elk jaar zeggen we met onze goede voornemens dat een gewijzigde versie van onszelf beter is dan de bestaande. En toch is verandering ontzettend moeilijk te voorspellen. Mensen kunnen de plank verschrikkelijk mislaan.

Voor beleggers en markten is dit gegeven buitengewoon belangrijk. Aandelenkoersen weerspiegelen de contante waarde van een reeks overtuigingen over de toekomst. Als die overtuigingen niet kloppen, kloppen de aandelenkoersen ook niet. Als we ‘The Next Big Thing’ niet kunnen voorspellen, hoe weten we dan waarin we moeten beleggen?

Je kunt ook anders over dit raadsel nadenken. In plaats van te vragen wat er zal veranderen, kun je bedenken wat er niet zal veranderen. De meeste beleggers

doen dat niet. Beleggen in ‘The Next Big Thing’ klinkt geweldig op een feestje; investeren in stabiele bedrijven niet. Daardoor blijven er kansen voor beleggers die focussen op wat niet verandert.

DE PRAKTIJK: BEAUTY EN DE CLOUD

Het principe van ‘wat niet verandert’ kan breed worden toegepast. Neem bijvoorbeeld L’Oréal. Zelf schrijft het bedrijf zijn succes toe aan de focus op één business, namelijk schoonheid. Consumenten wilden er in de 20e eeuw goed uitzien en dat willen ze in de 21e eeuw nog steeds. Ideeën over schoonheid anno 2020 zijn anders dan ten tijde van de oprichting in 1919, dus specifieke producten zijn veranderd. Maar het vermogen van L’Oréal om te reageren op de wens van consumenten om er mooi uit te zien, is dat niet.

In informatietechnologie wordt vaak gezegd dat verandering de enige constante is. Bij IT zijn we niet op zoek naar specifieke producten of technologieën die niet veranderen, maar naar manieren om zaken te doen of denkwijzen die in de loop van de tijd niet veranderen. Voor technologie zijn bijvoorbeeld relevant: de wet van Moore, de wens om meer waarde te halen uit minder IT-serviceproviders, risicoaversie van zakelijke IT-afdelingen en ‘netwerkeffecten’.

Acht jaar geleden werd de lange levensduur van het buitengewoon winstgevende

Windows en Office in twijfel getrokken. Daarom koerste het aandeel Microsoft tegen minder dan 9x de verwachte winst.

Het is bijzonder om te zien wat er sindsdien is gebeurd. Maar je begrijpt het pas, als je kijkt naar de dingen die niet veranderd zijn. Allereerst maakten krachtiger computertechnologie en verbeteringen in telecommunicatie de opkomst van de cloud mogelijk. Microsoft was uniek gepositioneerd om hiervan te profiteren, dankzij een breed scala aan oplossingen waarmee het chieft information officers kon bedienen. Bovendien had Microsoft reeds de relaties en infrastructuur om de wereld te bedienen. En tot slot gaven de netwerkeffecten die inherent zijn aan Office het bedrijf de gelegenheid om betere en cloudgebaseerde oplossingen op de markt te brengen.

Windows blijft een economische kracht, maar Microsoft meet zijn succes nu aan het verbruik van cloudcapaciteit. Specifieke producten zijn veranderd, maar het vermogen van Microsoft om te reageren op de behoeften van zakelijke consumenten is dat niet.

Dit brengt een belangrijk punt naar voren: een bedrijfsmodel dat is opgebouwd rond wat niet zal veranderen, sluit R&D en innovatie niet uit. In het geval van Microsoft is de manier waarop het zaken doet, niet veranderd. En aanzienlijke investeringen zorgen ervoor dat dit zo blijft.



Lodewijk van der Kroft

DE THEORIE: EEN LANGERE CAP IS DE SLEUTEL

Nu van de praktijk naar de theorie, om te zien waarom een focus op wat niet verandert zo belangrijk is voor de prijsontwikkeling van aandelen.

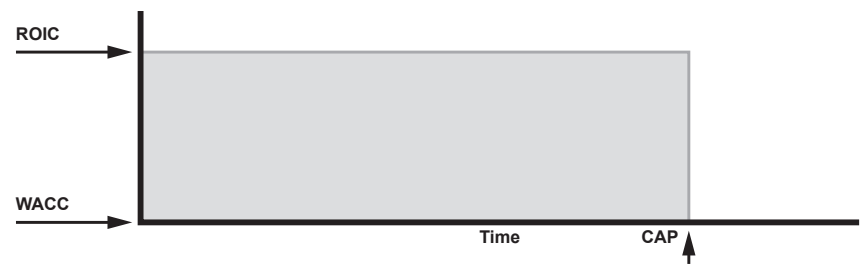
De Competitive Advantage Period (CAP) is de tijd waarin het rendement van een bedrijf op het geïnvesteerde vermogen de kapitaalkosten overstijgt, voordat de concurrentiekrachten in de markt dat rendement omlaag drukken richting het kostenniveau. CAP is de periode waarover een bedrijf economische winst, of Economic Value Added (EVA), genereert. Als al het andere gelijk blijft, zal de markt meer betalen voor een bedrijf dat meer waarde in een bepaalde tijd creëert, of over een langere periode waarde kan creëren op een bepaald niveau.

Hiermee kun je een waarderingmodel maken. Stel dat een bedrijf gedurende een bepaalde periode een rendement op geïnvesteerd vermogen boven het kosten-niveau kan genereren. In Figuur 1 staat de nul op de y-as voor de gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC), met een rendement op geïnvesteerd vermogen (ROIC) dat daarboven ligt. Op de x-as wordt de tijd weergegeven gedurende welke het bedrijf deze economische winst kan genereren. De grens aan de rechterkant is het einde van de CAP, waar de ROIC naar de WACC zakt en het bedrijf geen economische waarde meer creëert. CAPs kunnen per bedrijf verschillen en ook snel veranderen in de tijd, met name voor meer cyclische bedrijven.

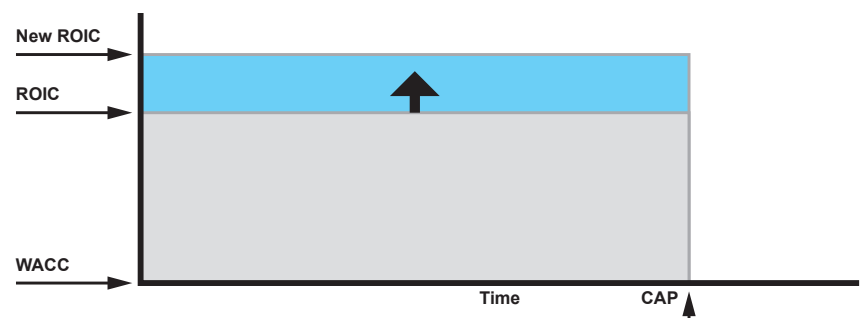
De extra waarde die aan het bedrijf wordt toegekend, wordt weergegeven door het gearceerde gebied. Om de waarde van een bedrijf te laten stijgen, moet een van de volgende ontwikkelingen plaatsvinden:

- 1) het rendement op geïnvesteerd vermogen stijgt door betere economische omstandigheden, zoals snellere omzetgroei, margestijging, enzovoort (zie Figuur 2);
- 2) de termijn waarin deze spread tussen WACC en ROIC kan worden genoten, neemt toe (zie Figuur 3).

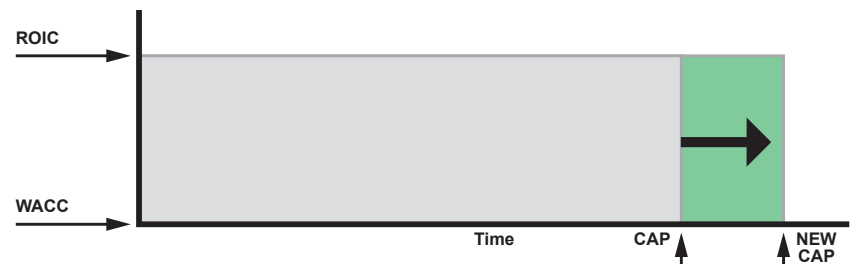
Figuur 1: Competitive Advantage Period (CAP)



Figuur 2: Increase in Return-Cost Spread



Figuur 3: Increase in Duration of Return-Cost Spread



Bron: Comgest

De meeste beleggers richten zich op de eerste ontwikkeling (Figuur 2) en analyseren hoe de financiële resultaten van een bedrijf kunnen verbeteren. Weinig mensen focussen op hoe de voordelen over een langere periode kunnen voortduren (Figuur 3). Begrijpen hoe een bedrijf zijn CAP kan verlengen, biedt kansen. En wij zijn ervan overtuigd dat juist de 'wat-niet-verandert'-bedrijven de meeste kans maken om dit te realiseren.

EEN BRON VAN ALPHA

Dit model is niet beperkt tot verzorgingsproducten of technologie, maar is een blauwdruk voor het langetermijnbedrijfsmodel van elk bedrijf. Wij zijn geïnteresseerd in de vraag of een bedrijf sneller kan groeien of efficiënter kan werken, wat de economische winst en daarmee de marktwaarde kan verhogen, maar we proberen ook inzicht te krijgen in de mogelijkheden om de CAP te verlengen.

Bijna niemand kan de verleiding weerstaan om te kijken naar wat er zal veranderen. Financiële markten zijn niet anders. Door dit gedrag te begrijpen en ons af te vragen 'wat er niet verandert', kunnen we waarde creëren en boren we een belangrijke bron van beleggings-ideeën aan. «

- Valt 'The Next Big Thing' te voorspellen?;
- Focus op wat niet verandert;
- Sleutelrol voor de Competitive Advantage Period;
- 'Dat wat niet verandert' is een bron van alpha.

Dit artikel is geschreven door Lodewijk van der Kroft, Managing Director, Comgest Benelux.