

HENDRIK OUDE NIJHUIS KIJKT NET ALS WARREN BUFFETT GRAAG NAAR DE VOLGENDE WAARDE-RINGSMAATSTAVEN:



> RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door het geïnvesteerde kapitaal. De ROIC geeft aan in welke mate een bedrijf uitblinkt in het verdienen van geld. Bedrijven met een hoge ROIC hebben vaak een duurzaam concurrentievoordeel.



> EARNINGS YIELD (EY)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de beurswaarde waarbij een correctie is aangebracht voor eventuele schulden en cash. Omdat gerekend wordt met het bedrijfsresultaat en gecorrigeerd wordt voor de balanspositie is de Earnings Yield een betere maatstaf om de waardering van verschillende aandelen met elkaar te vergelijken dan de meer bekende koers-winstverhouding.

De Amerikaanse zorgverzekeraar Centene richt zich op mensen die lastig verzekeraar zijn. Bepaald geen markt met dikke winstmarges, maar wel een markt waar niet vaak geswitcht wordt. Dat biedt zicht op een stabiele bron van inkomsten.

ZORGVERZEKERAAR GESPONSORD DOOR AMERIKAANSE OVERHEID

Centene Corporation (CNC) is de op twee na grootste zorgverzekeraar in de Verenigde Staten en richt zich voornamelijk op on- en onderverzekerden. Oftewel: zorgverzekeringen die door de Amerikaanse overheid gesponsord worden. Het gaat dan met name om de zogeheten Medicare- en Medicaid-programma's. Verzekeringsprogramma Medicare is gericht op toegang tot zorgverzekeringen voor Amerikanen die 65 jaar of ouder zijn en voor jongeren met een handicap. Medicaid richt zich juist op personen en families met een laag inkomen en vermogen.

Amerikaanse staten wer-

ken doorgaans samen met een verzekeraar als Centene voor de daadwerkelijke uitvoering van het verzekeringswerk. De groep 65-plussers is het snelstgroeiende cohort van de Amerikaanse bevolking. Zo gezien heeft Centene de wind extra in de rug. Aan het einde van dit decennium is één op de vijf Amerikanen 65-plusser.

MEERJARIGE CONTRACTEN

Met 26,4 miljoen verzekerden geniet Centene schaalvoordelen, maar er is vooral sprake van *switching costs*. De zorgverzekeringen waar Centene zich vooral op richt worden deels door de Amerikaanse federale overheid betaald. Afzonderlijke staten

kieszen doorgaans een verzekeraar waar ze dan meerdere jaren aan verbonden blijven. De afgesloten contracten worden tussentijds dikwijls nog eens verlengd. Aan het einde van de contractperiode volgt een nieuwe aanbestedingsronde, waarbij vaak dezelfde verzekeraar opnieuw het contract verkrijgt.

Overstappen naar een andere zorgverzekeraar aan het einde van de contractperiode zou betekenen dat verzekerden genooddaakt zouden worden over te stappen van de daadwerkelijk zorgaanbiedende bedrijven. Zorgprogramma's zouden daardoor onderbroken worden, niet iedere zorgverzekeraar werkt

immers met dezelfde zorgaanbieders samen. Daarom heeft geen van de betrokken partijen er echt belang bij de status quo op te heffen. En dit verklaart ook waarom Centene in het verleden zo nadrukkelijk heeft ingezet op overnames van soortgelijke bedrijven. Organische groei is lastig te realiseren.

AANDACHT VOOR DIGITALISERING

Een kans voor Centene ligt in het nadrukkelijker inzetten op technologie om zodoende op kosten te besparen, maar ook om de verzekerden beter van dienst te kunnen zijn. Hier valt te denken aan digitale consultaties en het beter volgen van de gezondheid

van verzekerden met technologische hulpmiddelen.

Een voorbeeld van het benutten van technologie vormt de overname van het bedrijf Magellan afgelopen jaar, voor 2,2 miljard dollar. Anders dan de meeste onderdelen van Centene gaat het hier niet om een verzekeraar, maar om een bedrijf dat via digitale kanalen mentale zorg biedt aan zo'n 41 miljoen personen. Velen daarvan zijn via Centene verzekerd.

AANDACHTSPUNTEN

Een punt van aandacht is de geringe winstmarge bij Centene (1,3 procent afgelopen jaar). Bij zorgverzekeraars die via werkgevers verzekeren, liggen deze marges hoger dan bij verzekeraars die optrekken met Amerikaanse overheden. De geringe winstmarge resulteert in extra onzekerheid: de marge hoeft immers maar een beetje te dalen en de volledige winst verdampt. Maar andersom geldt uiteraard ook: bij een kleine stijging van de winstmarge schiet de winst procentueel al flink omhoog.

Het grootste risico bij Centene is vooral gerelateerd aan het beleid van de Amerikaanse overheid. Wanneer bestaande contracten hernieuwd moeten worden en Centene daarin niet

slaagt, dan komt de beoogde (winst)groei in gevaar. Maar tot op heden heeft Centene zich telkens prima weten aan te passen aan veranderend overheidsbeleid.

AANDEELHOUDERSWAARDE

Na een lange periode van veel overnames met het doel om schaalvoordelen te realiseren, is de focus recent verschoven. Onder het huidige *Value Creation Plan* wordt geprobeerd alles rationeler aan te pakken. Er wordt ook gekeken naar bedrijfsonderdelen die eventueel verkocht kunnen worden, zoals de internationale divisie. Ook wordt nog wel uitgekeken naar overnames die meer aanvullend zijn. Centene zet in op het afbouwen van schuld en sinds afgelopen kwartaal is het bedrijf gestart met de inkoop van eigen aandelen. Nu de periode van grote overnames achter de rug is, is mijn inschatting dat Centene de inkoop van eigen aandelen de komende jaren flink zal opvoeren.

Centene is structureel goed winstgevend en over het afgelopen jaar kwam de *Return on Invested Capital* uit op ruim 30 procent. De actuele *Earnings Yield* ligt met 7,7 procent eveneens op een mooi niveau. Al met al beoordeel ik Centene daarom als een aantrekkelijk aandeel.



OVER DE AUTEUR

Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van waarde-beleggen en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett - zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk' (www.beterinbeleggen.nl)

De auteur bezit geen aandelen Centene.

KOERS CENTENE VERGELEKEN MET DE S&P 500

