

Winst is een mening, geld is een feit

Inkoop lijkt steeds minder te gaan over prijsreductie en steeds meer over waardecreatie. Dat begint met het incasseren van contractuele besparingen, waarbij we spreken van bottom line impact. Maar inkoop kan ook bijdragen aan de omzet van een onderneming: top line impact. Waarde creëren is het motto van de moderne inkoop. Maar wat is die waarde dan precies?

Waarde kent talrijke verschijningsvormen: minder risico, meer flexibiliteit, kortere *time to market*. In 'Inkoop – een nieuw paradigma' hebben we daar een uitgebreid hoofdstuk aan gewijd.¹ De 'ultieme' waarde is de waarde van de onderneming als geheel: de ondernemingswaarde. De ondernemingswaarde is de marktwaarde van een onderneming. Die komt toe aan alle verschaffers van vermogen aan die onderneming, en wel als volgt:

- De marktwaarde van het eigen vermogen komt toe aan de aandeelhouders (de verschaffers van het eigen vermogen), want zij kunnen door verkoop van hun aandelen de marktwaarde van die aandelen incasseren (*equity value* of *shareholder value*);
- Het vreemd vermogen komt toe aan de financiers (de verschaffers van het vreemd vermogen), want zij ontvangen dit bedrag zodra hun vorderingen op de onderneming worden afgelost.

De ondernemingswaarde is dus de optelsom van de marktwaarde van het eigen vermogen en de schulden. Vergelijk dit met de waarde van een huis met een hypotheekschuld. De waarde van een huis (ondernemingswaarde) is onafhankelijk van de hypotheekschuld. Als een koper een woning koopt inclusief de hypotheekschuld, zal hij dat verrekenen in de koopsom (aandeelhouderswaarde).

Voor beursgenoteerde ondernemingen kan de

aandeelhouderswaarde ('marktkapitalisatie') eenvoudig worden berekend door het uitstaand aantal aandelen te vermenigvuldigen met de beurskoers. Aangezien de schuldpositie bekend is uit de balans, kan vervolgens de ondernemingswaarde exact worden berekend. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen kan de ondernemingswaarde alleen worden getaxeerd. Nu we ondernemingswaarde hebben neergezet als ultieme waarde, is de vraag: wat kan inkoop daaraan bijdragen?

Winst is een mening

Velen gebruiken alleen de resultatenrekening als bron voor budgettering en sturing, of voor beoordeling van een onderneming (bijvoorbeeld voor kredietverlening), of zelfs voor waardering (*business valuation*). In het laatste geval worden dan de historische winstcijfers gecorrigeerd voor incidentele effecten ('normaliseren') en het geschoonde winstcijfer vermenigvuldigd met een brancheafhankelijke factor (*multiple*) om uit te komen op de aandeelhouderswaarde. Ook op de beurs zijn dergelijk klassieke waarderingmethoden nog steeds populair. Eén van de meest gebruikte kengetallen daar is de koers-winstverhouding (*price-earnings ratio*) ofwel de prijs van een aandeel gedeeld door de nettowinst per aandeel (ná belastingen en vóór winstverdeling). Voor al deze situaties schiet de resultatenrekening als bron echter tekort. Het is beter om te sturen op ondernemingswaarde.

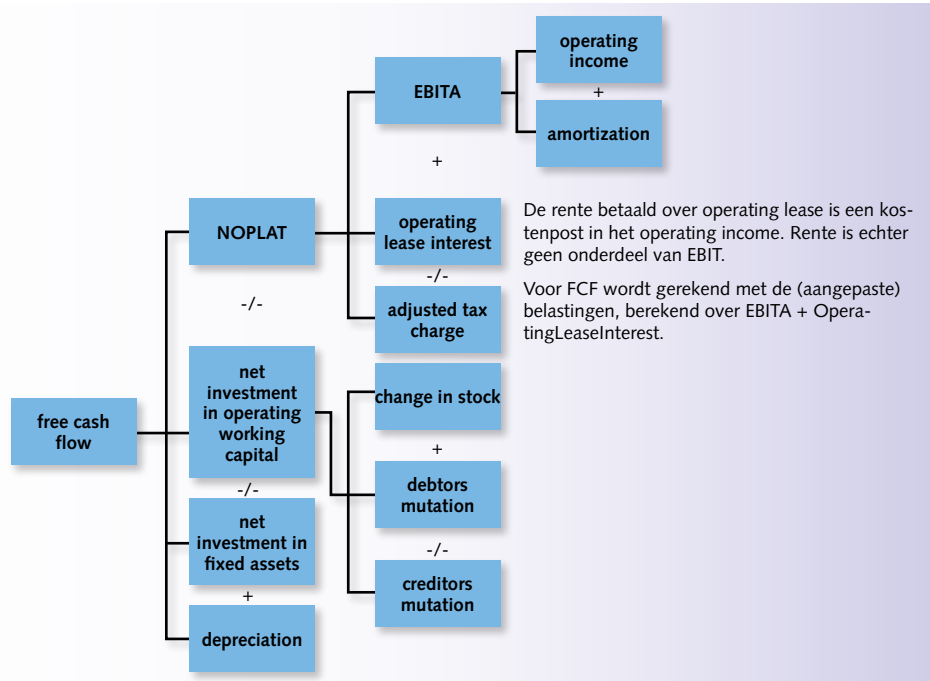
Winst is namelijk niet meer dan een weerga-

ve van de werkelijkheid. En daarvan bestaan er vele, zo weten we uit het dagelijks leven. Winst hangt niet alleen af van de prestaties van een onderneming, maar ook van de presentatie van die prestaties. Dit laatste wordt bepaald door de gehanteerde waarderingsgrondslagen (*accounting principles*) en de keuzes die de onderneming maakt binnen de ruimte die dit raamwerk biedt. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de gehanteerde afschrijvingstermijnen, voorzieningen en voorraadwaarderingen, maar in extreme vorm ook aan 'creatief boekhouden' om de omzet en winst gunstiger voor te stellen.² Daar komt nog een aantal tekortkomingen bij:

- De jaarrekening zegt niets over het risicoprofiel van de onderneming.
- Op de nettowinst is de rentelast over het vreemd vermogen al in mindering gebracht, zodat deze nettowinst ten onrechte mede afhankelijk is van de financieringsstructuur.
- De winst zegt iets over de resultaten die zijn behaald in het verleden, maar die bieden geen garantie voor de toekomst, zo weten we tegenwoordig maar al te goed.
- En de jaarrekening zegt niets over de gedeelde opbrengsten voor de aandeelhouders doordat zij investeren in de onderneming en het rendement op alternatieve investeringsmogelijkheden opgeven (*opportunity costs*).³



Cashflow



Kortom, winst is niet meer dan een mening en daardoor een gebrekkig vertrekpunt voor het sturen op (ondernemings)waarde.⁴

Geld is een feit

Dat cash een veel geschikter uitgangspunt is voor ondernemingswaarde dan winst, kunnen we met een eenvoudig voorbeeld duidelijk maken. Een obligatie is waard wat het aan cashflows oplevert in de toekomst, contant gemaakt naar het heden. De koper zal immers niet meer willen betalen dan wat de obligatie aan cashflows (rente en aflossing) oplevert in de toekomst, terwijl de verkoper om diezelfde reden niet akkoord zal gaan met een opbrengst die lager is dan die toekomstige cashflows.

Ook de ondernemingswaarde is gelijk aan alle toekomstige free cashflows, contant gemaakt naar het heden. De free cashflows zijn de cashflows die vrij ter beschikking staan aan alle vermogensverschaffers. Deze kunnen worden uitbetaald in diverse vormen, zoals rente, aflossing, dividend of inkoop van eigen aandelen door de onderneming. De wijze waarop de cashflow berekend wordt, staat in het schema hierboven.

Het belang van cash voor de ondernemingswaarde is het beste te illustreren aan de hand van een succesvolle, snelgroeiende onderneming (zie kader op pagina 25).

Kijkend naar balans en resultatenrekening ontwikkelt deze onderneming zich bijzonder goed. Dat tonen ook de gebruikelijke kengetallen aan, zoals winstmarge, de omloopsnelheden van debiteuren, voorraden

en crediteuren, die alle op peil zijn gebleven. De free cashflow ziet er echter minder fraai uit.

Een snelle groei kan leiden tot structureel toenemende kastekorten. Uiteindelijk kan de onderneming in een situatie belanden dat zij geen investeerders meer kan vinden om die tekorten af te dekken en daardoor zelfs failleren.

De free cashflow is derhalve de ultieme waardedrijver, ook voor inkoop. Om hieraan een bijdrage te kunnen leveren, dienen we wel rekening te houden met de volgende principes:

- De ondernemingswaarde is gelijk aan de (contant gemaakte) toekomstige free cashflows. Maar niet alle kasstromen zijn vrije kasstromen. Een onderneming zal een deel van haar kasstroom weer moeten investeren in bijvoorbeeld markt- en productontwikkeling om zo toekomstige kasstromen mogelijk te maken.
- Kortetermijnmaatregelen die de free cashflow gunstig beïnvloeden, zoals het later betalen van crediteuren, hebben geen effect op de ondernemingswaarde als de maatregel niet houdbaar is. De koper van een onderneming zal zijn berekeningen altijd corrigeren voor dergelijke effecten.

Hoe inkoop waarde creëert

Door niet alleen op kosten, maar bovenal op cashflow te managen, kan inkoop de toekomstige cashflows verhogen en daarmee de onder-

nemingswaarde. Onderstaand geven we een aantal suggesties voor het genereren van cash.

Minder investeren in materiële vaste activa

Vaste activa leggen vaak een fors beslag op liquiditeiten, alleen al omdat de investering doorgaans geheel *up front* moet worden betaald, terwijl de met de investering gegenereerde kasstromen pas geleidelijk beschikbaar komen (verspreid over de feitelijke gebruiksduur). De vrije kasstroom is er zeer bij gebaat wanneer de *cash-out* gelijk gaat lopen met de gebruiksduur. In concreto bereiken we dit wanneer we investeringsgoederen niet aanschaffen, maar inzetten op basis van huur, leasing of een *pay for use*-constructie. Vanwege zijn kostenoriëntatie past inkoop dergelijke alternatieven nog nauwelijks toe. Inderdaad vallen de kosten veelal hoger uit en wordt daardoor de winst beperkt. Maar dergelijke concepten vergroten wel degelijk de vrije kasstromen en daarmee de waarde van de onderneming (de ruimte voor deze meerkosten is uiteraard niet ongelimiteerd; op enig punt kunnen de meerkosten de cashopbrengst tenietdoen).

Daarnaast kan kasgeld worden vrijgemaakt door reeds aanwezige vaste activa te desinvesteren (*asset disposal*). Sale and lease back is daarvoor een veel toegepaste constructie, of het bij uitbesteding overdragen van de bijbehorende *assets* aan de dienstverlener. Tot slot kan inkoop er wellicht voor zorgen dat kapitaalgoederen die buiten gebruik worden gesteld een zo hoog mogelijke opbrengst opleveren. In een aantal situaties kan dat al zeker gesteld worden bij de aanschaf van het goed (bijvoorbeeld inruilprijs).

Minder investeren in werkkapitaal

Het werkkapitaal (debiteuren + voorraden -/- crediteuren) legt ook vaak een groot beslag op liquide middelen. Het is doorgaans niet aan inkoop om de openstaande vorderingen (debiteuren) te beperken, maar door *just-in-time delivery* kunnen de voorraadposities wellicht wel worden geoptimaliseerd. Verder kan inkoop zorgen voor een juiste samenstelling van de voorraad, zodat winkeldochters worden voorkomen.

Zoals hiervoor al aangegeven, vermindert een latere betaling van crediteuren alleen het werkkapitaal als deze verbetering in crediteurendagen houdbaar is. Anders zal daar bij de berekening van de ondernemingswaarde

Free cashflow

EBITDA	50
Toename voorraad	-49
Toename debiteuren	-26
Toename crediteuren	20
Investering in vaste activa	-10
Belastingen	-13
De free cashflow over 2009 is	-28

	Resultatenrekening	
	2008	2009
Omzet	100	250
Kosten	80	200
EBITDA	20	50
Belasting	5	13
Nettowinst	15	37

	Balans	
	2008	2009
Vaste activa	65	75
Debiteuren	17	43
Voorraad	33	82
Kas	10	-18
Totaal	125	182

Eigen vermogen	112	149
Crediteuren	13	33
Totaal	125	182

altijd voor gecorrigeerd worden. Ook kan inkoop het openstaand crediteurensaldo gunstig beïnvloeden, niet door later te betalen, maar door later gefactureerd te worden. Dan doelen we er niet zozeer op dat we van leveranciers bijvoorbeeld verlangen dat zij pas een maand na levering mogen factureren, maar wel op het voorkomen van vooruitbetalingen, wanneer die vermijdbaar zijn. Op een wat hoger abstractieniveau doet inkoop er goed aan om de zogenaamde *cash-to-cash cycle time* zo kort mogelijk te maken. Dat wil zeggen dat de tijd die verstrijkt tussen het betalen van de inkoopfactuur en het betaald krijgen van de verkoopfactuur geminimaliseerd wordt. In een onderneming met een regulier afzetpatroon helpt het toepassen van *lean*-concepten. Bij ondernemingen met een minder regulier patroon, bijvoorbeeld seizoensbedrijven, levert het veel waarde op wanneer de inkoopmomenten zorgvuldig afgestemd worden op verkoopmomenten.

Minder belasting

In specifieke situaties kan via inkoop de belastingdruk worden verminderd. Wij spreken

dan over het toepassen van *fiscal engineering*. Voor mogelijkheden in uw specifieke situatie verwijzen wij u naar uw fiscalist.

Minder risico

Bij het bepalen van de ondernemingswaarde wordt de WACC (*weighted average cost of capital*) als disconteringsvoet gebruikt om toekomstige cashflows contant te maken naar het heden. De WACC geeft de gewogen gemiddelde kostenvoet voor de onderneming weer over het eigen vermogen (het door aandeelhouders geëiste rendement) en het vreemd vermogen (rente), zoals wij ook in ons boek bespreken.⁵ De rente op vreemd vermogen is een gegeven, maar het rendement wat de aandeelhouders eisen, is veel lastiger te bepalen. Die hangt namelijk af van de mogelijkheden die zij hebben om te investeren in alternatieven met een zelfde risicoprofiel als de onderneming (*opportunity costs*). Investeerders rekenen veelal met een gewenste beloning van 10-25 procent, mede afhankelijk van de marktomstandigheden. Hoe hoger het risico, hoe hoger het percentage dat zij verlangen. Via deze weg kan inkoop waarde creëren in

dien zij het risicoprofiel van de onderneming weet te beperken.

Zo leidt een lager kapitaalbeslag in vaste activa en werkkapitaal doorgaans tot een gunstiger risicoprofiel van een onderneming. Ook kan inkoop het risicoprofiel gunstig beïnvloeden door het inzetten van *supply chain risk management (SCRM)*. Voor een goed begrip van SCRM verwijzen wij naar de vakliteratuur. In het kader van dit artikel past het wel om aandacht te vragen voor de invalshoek cash bij het beoordelen van de weerbaarheid van uw toeleverketens. Het belang van cash voor de waarde en daarmee levensvatbaarheid van uw onderneming is natuurlijk evenzeer van toepassing op uw (kern)leveranciers. Daarbij kunt u nog een kritiek facet meenemen in de beschouwing van de stabiliteit van de partijen waarmee u zaken doet: het vermogen van die partij om zich te herfinancieren.

Wat we in de huidige crises geleerd hebben is dat ondernemingen in *no time* in de problemen kunnen komen. Wij kunnen ons dus niet meer verlaten op het analyseren van jaarverslagen. Ons advies is om in de onderhandelingen met *key suppliers* overeen te komen dat zij op periodieke basis inzicht verschaffen in hun cijfers en in hun vermogen om (her)financiering aan te trekken.

Al met al zien wij meerdere geavanceerde methoden waarmee inkoop daadwerkelijk kan bijdragen aan de waarde van de onderneming. ●

- Taco Rietveld is investment manager bij een particuliere investeringsmaatschappij.
- Gerco Rietveld is director bij Significant.

(Endnotes)

- 1 *Inkoop - een nieuw paradigma* door Gerco Rietveld, SDU Uitgevers, 2009, pagina's 79-118.
- 2 *Accounts Demystified: How to Understand Financial Accounting and Analysis* door Anthony Rice, Pearson Education, 2003.
- 3 *Succesvolle bedrijfsfinanciering en investeringsbeleid* door Arthur Waterbley, Maklu Uitgevers, 2006.
- 4 *The 5 Keys to Value Investing* door J. Dennis Jean-Jacques, McGraw Hill, 2003.
- 5 *Inkoop - een nieuw paradigma* door Gerco Rietveld, SDU Uitgevers, 2009, pagina's 106-118.