

‘Value Based Management’

De resultante van marketing- & verkoopactiviteiten zijn financiële resultaten. De resultaten verschillen van bedrijfstak tot bedrijfstak, maar ook van organisatie tot organisatie..

Op basis van:

‘Value based management’, E. URFF, 2000, Kluwer, ISBN 90 312 2008 6.

en ook:

‘Strategische en Operationele Marketingplanning-Kernstof-B’, Gb. Rustenburg cs., 2007, Wolters Noordhoff, ISBN 978 90 01 00009 7, te bestellen via www.ruscon.nl

Gerbrand Rustenburg, ® Haarlem

Value based management (VBM)

Ondernemingen beoordelen hun financiële prestaties met de begrippen als 'bedrijfsresultaat en nettowinst'. Deze indicators geven geen goed beeld van de ondernemingsprestatie, doordat zij geen relatie leggen met het gewenste rendement en het geïnvesteerde vermogen.

Het is nog maar de vraag of een bedrijfsresultaat van € 100 000 interessanter is dan € 80 000, indien daarvoor het vermogen € 1 500 000 resp. 1 000 000 bedraagt. De rendementen zijn: 6,7% resp. 8,%. De kapitaalkosten (vermogenskostenvoet), bijv. renten zijn dan ook nog niet meegenomen.

Met de ROI en ROE (return on equity = net income / average stockholder's equity x 100%) wordt die relatie wel gelegd. Het nadeel van ROI en ROE is dat zij een procentuele uitkomst geven van het minimum gewenst rendement en niet het optimale rendement, uitmondend in een absolute uitkomst. We moeten tenslotte streven naar een 'incentive to invest', dat uitmondt in een residual income (RI).

RI =: organisatieresultaat – (geïnvesteerde vermogen x betaalde kostenvoet).

Een verfijning van RI is EVA (economic value added).

De verschaffers van eigen vermogen zal bijvoorbeeld een aanzienlijk hogere rendementseis hanteren c.q. eisen dan de verschaffers van vreemd vermogen, omdat zij een hoger risico lopen. In een conjunctuurgevoelige markt, zoals grondstoffen papier, ijzer e.d. is het risico groter dan in stabiele markten, zoals elektriciteit, medicijnen, voedingsmiddelen. Andere risico-factoren zijn bijv.: internationalisatie, concurrentiepositie, omvang, kostenstructuur. De kapitaalkosten, de vergoeding aan de kapitaalverschaffers bestaat uit: rente, dividend en stijging van de aandelenkoers.

Staatsobligaties worden gezien als risicoloos en geven dus een vrij laag rendement. Verschaffers van eigen vermogen eisen voor het te nemen risico een zg. marktrisicopremie. Deze premie verschilt van sector tot sector. M.Porter schrijft in zijn artikel 'The five competitive forces that shape strategy' in online version van Harvard Business Review, eind 2007, dat de winstgevendheid (RTV of ROIC) per bedrijfstak verschilt. Hij geeft enkele voorbeelden.

Bedrijfstakken of industrieën in VS	RTV of ROIC
. Beveiliging en advies	. 40,9 %
. Farmacie	. 31,7%
. Cosmetics e.d.	. 27,3%
. Medische instrumenten	. 21,0%
. Huishoudelijke goederen	. 19,2%
. Drogisterijen / apotheken	. 16,5%
. Machines en turbines	. 13,7%
. Hotels	. 10,4%
. Vliegmaatschappijen	. 5,9%

Definitie van Value Based Management (VBM)

VMB is het geheel aan activiteiten en instrumenten dat is gericht op het optimaliseren van de ondernemingswaarde, d.m.v. het sturen, meten en evalueren van value drivers.

Voorbeelden van generieke value drivers zijn:

- . groei in verkoop, marges
- . werkkapitaal en vaste activa
- . kapitaalkosten,
- . vaste activa,
- . belastingtarief
- . concurrentievoordeel: merken, synergieën, time to market, visionair beleid

Bij het VBM wordt ook van de NCW- (netto contante waardenmethode) of DCF- methode (discounted cash flow-methode) gebruik gemaakt en wel om redenen van:

- deze methode is theoretisch gezien superieur;
- een hoge correlatie met aandelenkoersen heeft.

De waarde van een onderneming volgens de NCW-methode is de contante waarde van alle toekomstige verwachte cash flows van deze onderneming. Voor de beoordeling van de toekomstige waardecreatie over bijvoorbeeld een reeks van jaren kan de NCW-methode heel goed worden gebruikt.

Echter niet voor de bepaling van waardecreatie van de onderneming, in het huidige of verleden jaar, dus niet voor de controlefunctie oftewel de waarderealisatie. Dit kan wel met behulp van EVA. Met andere woorden: de gerealiseerde prestaties (EVA en value drivers) moeten vergeleken worden met de ten doel gestelde prestaties (EVA en value drivers). Indien de EVA positief is dan is er sprake van waardecreatie.

Berekening van cashflow

Bruto operationele cashflow is:

winst na belasting + voorzieningen + afschrijvingen

Operationele vrije cashflows is:

Bruto operationele cashflow – investeringen in werkkapitaal en activa (vast en vlottend)

Operationele vrije cashflows kan gebruikt worden voor aflossing van rentendragende schulden, uitkering dividend, inkomen van aandelen e.d.

Indien de EVA positief is dan is er sprake van waardecreatie, dus $ROIC > WACC$. Kortom, een EVA van nul is het absolute minimum wat een onderneming moet accepteren.

Gerealiseerde value in bepaalde periode	Return on invested capital	Weighted average cost of capital = minimum gewenst of te realiseren rendement	Geïnvesteed kapitaal (vermogen) voor de gehele onderneming of een bepaald project.
= EVA	= ROIC	= WACC	



$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{Geïnvesteed kapitaal} / 100$$

Rekenvoorbeeld 1:

Winst na belasting: €150

Geïnvesteed kapitaal: €1 000
 ROIC: $150/1\ 000 \times 100\% = 15\%$
 WACC: 10%
 EVA = $(15\% - 10\%) \times 1\%$ van €1 000 = €50 (waardecreatie)
Rekenvoorbeeld 2:
 Winst na belasting: € 60
 Geïnvesteed kapitaal: €1 000
 ROIC: $60/1\ 000 \times 100\% = 6\%$
 WACC: 10%
 EVA = $(6\% - 10\%) \times €\ 1\ 000 / 100 = -€40$ (waardevernietiging), terwijl er winst is gemaakt.
NB: Geïnvesteed kapitaal heeft dus een hefboomeffect, zowel positief als negatief

De relatie met de toekomstige cash flows is:

Contant gemaakte toekomstige cashflows = contant gemaakte toekomstige cash
 EVA's + geïnvesteed vermogen

Een onderneming kan sturen op de waarde van een onderneming door te sturen op
 de toekomstige EVA's! De ondernemings-EVA is de som van de EVA's van de
 verschillende projecten.

De EVA kan worden vergroot door:

- . toename winst
- . afname geïnvesteed vermogen
- . verlaging van WACC
- . keuze voor de aantrekkelijker projecten op basis van de NCW-methode.

Rekenvoorbeeld 3 (vergelijk met rekenvoorbeeld 1):
 Winst na belasting: €250 (+ 67%)
 Geïnvesteed kapitaal: €1 000
 ROIC: $150/1\ 000 \times 100\% = 25\%$
 WACC: 10%
 EVA = $(25\% - 10\%) \times 1\%$ van €1 000 = €150 (waardecreatie)

Rekenvoorbeeld 4 (vergelijk met rekenvoorbeeld 1):
 Winst na belasting: €150
 Geïnvesteed kapitaal: €600 (- 40%)
 ROIC: $150/600 \times 100\% = 40\%$
 WACC: 10%
 EVA = $(40\% - 10\%) \times 1\%$ van €600 = €180 (waardecreatie)

Rekenvoorbeeld 5 (vergelijk met rekenvoorbeeld 1):
 Winst na belasting: €150
 Geïnvesteed kapitaal: €1 000
 ROIC: $150/1\ 000 \times 100\% = 15\%$
 WACC: 8%
 EVA = $(15\% - 8\%) \times 1\%$ van €1 000 = €70 (waardecreatie)

Rekenvoorbeeld 6 (vergelijk met rekenvoorbeeld 1):
 Winst na belasting: 250 (+ 67%)
 Geïnvesteed kapitaal: 600 (- 40%)
 ROIC: $250/600 \times 100\% = 41,7\%$
 WACC: 8%
 EVA = $(41,7\% - 8\%) \times 1\%$ van 600 = 202,2 (waardecreatie)

De berekende EVA moet natuurlijk worden vergeleken met die van relevante concurrenten (zg. 'peers') uit de benchmark studie.

De WACC is de een gewogen gemiddelde van de minimaal gewenste procentuele vergoedingen van aandeelhouders en financiers, zoals banken en obligatiehouders in een bepaalde periode minus de aftrek van belasting, bijv. van renteaftrek. Niet-rentedragende vlottende passiva, zoals crediteuren of voorzieningen worden niet meegerekend, dit is 'gratis' geld.

Voor de berekening van het geïnvesteerde vermogen worden ook de posten crediteuren en voorzieningen niet meegenomen. De WACC moet hoger zijn naarmate het te lopen risico hoger is. Deze moet dus ingeschat worden per activiteit en zeker per land.

In de strategische planning (toekomstgericht) worden waardecreërende strategieën geïdentificeerd en geanalyseerd. Het gaat hierbij om het te komen tot operationele effectiviteit en duurzame concurrentievoordelen (SCA's). Door de toenemende dynamiek in de markt staat de 'duurzaamheid' onder druk. De druk op de portfolio van ondernemingsactiviteiten (producten, landen, vestigingen) neemt toe: 'waar staan we nu ... en waar zouden we moeten staan'.

Definitie van strategische planning

'This is a continuous proces of systematically evaluating the nature of the business, defining its long-term objectives, identifying quantifiable goals, developing strategies to reach objectives and goals and allocating resources to carry out these strategies'.

Planning wordt steeds minder 'calendar-driven', maar meer 'event-driven', gebaseerd op een continue stroom nieuwe ontwikkelingen. De 'raad van bestuur' van de onderneming en het management van de bedrijfsonderdelen zijn intensief betrokken bij het invullen en aanscherpen van strategische plannen. Er is dus een hoge mate van interactie tussen het corporate niveau en de bedrijfsonderdelen.

Ondernemingen maken bij voorkeur gebruik van reeds goed bekende en uitvoerig beproefde instrumenten en technieken voor analyse en bepaling van waardecreatie. Veel gebruikte instrumenten zijn:

Instrumenten:	Doel:
bedrijfstakinganalyse	Analyse van externe ontwikkelingen in de markt
Value chain analyse	Analyse van eigen bedrijfsprocessen en die van de positie in de bedrijfskolom (leveranciers / klanten)
benchmarking	Toetsing van eigen prestatie aan die van 'peers'
Scenario-analyse	Identificeren en kwalificeren van bedrijfsspecifieke risico's, bijv. marktgroei en toekomstbeeld van markt
analyse van kerncompetenties	Identificeren van competenties → positioneel voordeel in de markt → duurzame voordelen
balanced scorecard	Wijziging van marktbeleid / klanten → bedrijfsprocessen → leervermogen → financieel resultaat.

Met portfoliomanagement kan de EVA worden vergroot, Portfoliomanagement is tenslotte de strategische beoordeling van de samenhang tussen de bestaande en

toekomstige ondernemingsactiviteiten, om prioriteiten te stellen m.b.t. de toewijzing (bij waarde-creators) en onttrekking (bij waardevernietigers) van organisatorische en financiële middelen over de value centers. De keuzes zijn: 'build, hold, harvest, sell'. Dit aan de hand van relevante variabelen, zoals in onderstaande tabel genoemd.

Financiële criteria, bijv. :	Niet-financiële criteria, bijv.:
.Winstgevendheid .Minimum gewenste rendementen (WACC) .Return on invested capital (ROIC) .Economic Value Added (EVA)	.Marktomvang .Concurrentie .Marktaandeel .Synergie .Locatie .Merkwaarde

Synergie kan worden omschreven als de toename van het concurrentievoordeel, uitgedrukt in een extra toename van cashflow. Er wordt dus meer verdiend dan de afzonderlijke SBU' s of value centers.

Er zijn verschillende typen synergie oftewel 'gebundelde' krachten, bijvoorbeeld:

- . Gedeelde knowhow; kennisuitwisseling.
- . Gecoördineerde strategie; bijv. in distributie wijze, merken, outsourcing.
- . Gedeelde activa; productiefaciliteiten, R&D-faciliteiten.
- . Gecombineerde business development; bijv. in nieuwe exportlanden.

De genoemde portfoliovariabelen hebben een positieve of negatieve invloed op enerzijds de ROIC en anderzijds de WACC. Het verschil is de 'spread'. Het geïnvesteerd vermogen functioneert als hefboom. Derhalve kan de portfolio uiteindelijk op twee hoofddimensies worden gebaseerd.

Groei	++	Waarde-creërende groei	Waardevernietiging
Geïnvesteed vermogen		Belemmering waardecreatie	Beperkte waardevernietiging
Geen groei	--	+ 10%	0 %
		Positief	SPREA AD -10% Negatief

Benchmarking is het systematisch analyseren, vergelijken en beoordelen van de eigen prestaties t.o.v. het eigen verleden, concurrenten en/of een groep van vergelijkbare ondernemingen.

De genoemde definitie houdt in dat men antwoord wil hebben op twee vragen:

- . Hoe goed doet de onderneming het? Dus, wat is het risicoprofiel nu.
- . Hoe kan ik het nog beter doen? Dus, hoe kan ik het risicoprofiel beïnvloeden.

ABN Amro's gevecht tegen de kosten

De bank gaat kosten besparen en 500 fte saneren, maar de financiële analisten betwijfelen of dit wel voldoende is om het efficiencyratio te laten dalen. Het efficiencyratio (operationele kosten/opbrengsten x 100%) steeg namelijk van 65,7 naar 67,5%, d.w.z. dat de operationele winst afnam en de onderneming minder kostenefficiënt opereert dan een jaar geleden. De omzet per werknemer is bij ABN Amro 2,5-maal lager dan die van de ING-Groep. weet haar reputatie als een 'ratjetoe' van verschillende activiteiten niet van zich af te schudden.

Beleggers waarderen het aandeel van de bank daarom tegen een lagere koers-winstverhouding dan andere banken. Sinds begin 2005 tot november 2006 is de koers van ABN Amro slechts met bijna 20% gestegen en de ING-Groep met bijna gemiddeld 60%. De dividenduitkering is ook veel lager dan die van ING (oktober 2007)

Met de gekozen benchmarks worden factoren vergeleken, zoals: rendementseisen van aandeelhouders, verhouding eigen en vreemd vermogen, ROS, RTV / ROIC, REV, RVVen WACC

De kapitaalmarkt, financiële (beurs-)analisten, branche-organisaties, bankinformatie, aandelenbeursinformatie, jaarverslagen zijn ook goede informatiebronnen.

Voorbeeld Case Danone (cijfers zijn uit een NIMA-C examen, dus fictief).

Merken Danone	2004			2005			2006		
	Omzet	winstvb	winst%	Omzet	winstvb	winst%	Omzet	winstvb	winst%
Danoontje	10	1,5	15	10	1,5	15	10	1,0	10
Vitalinea	13	1,6	12	16	2,2	14	18	2,5	14
Activa (FF)	8	-0,6	-8	12	0,3	3	20	1,7	9
Actimel (FF)				10	-0,2	-2	20	1,3	-7
Danio	15	2,9	19	10	2,2	22	4	0,8	20
Overig	12	0,4	3	9	0,7	8	5	0,5	10
Totalen	58	5,8	10	67	6,7	10	77	7,7	10

NB 1: FF = functional food, hierin is Danone marktleider. Met andere producten nr. 2 of 3 positie.

NB 2: De Danone-organisatie, productleader in de markt, wenst een brutowinst voor vaste kosten (ca. 15% van de omzet) en belasting van tenminste 35% van de omzet. Dus de winstvb zou derhalve tenminste 20% van de omzet moeten bedragen.

NB 3: Danone, hanteert bij nieuwe projecten een ROI (netto contante waardemethode) een percentage van 18%.

Onderstaand een kritische beoordeling van bovenstaand cijfermateriaal; per product en voor de organisatie.

factoren	Danoontje	Vitalinea	Activa (FF)	Actimel (FF)	Danio	Overig
Omzet	Stabiel	Afnemende stijging	Toenemende stijging	Toenemende stijging	Afnemend	Afnemend
Kosten	Stijgend	Stabiel	Dalend	Dalend	Stijgend	Stijgend
Winst	Dalend	Afnemende stijging	Toenemende stijging	Toenemende stijging	Afnemend	Afnemend
PLC-fase	Verzadiging/ neergang	Groei / verzadiging	Groei	Groei	Verzadiging / neergang	Verzadiging/ neergang
Portfolio	Cash cow → Dog	Cash cow	Star	Wildcat / Star	Cash cow → Dog	Cash cow → Dog
Conclusie en advies	Einde nadert levenscyclus Vernieuwen product-	Onderhouden Vernieuwen	Investeren Kosteninzet efficiënter,	Investeren Positie versterken	Einde levenscyclus komt Vernieuwen	Einde levenscyclus, melken, saneren.

	groep, anders melken	product- groep	Positie versterken		product- groep, anders melken	
--	----------------------------	-------------------	-----------------------	--	--	--

Danone BV genereert nog veel omzetgroei, maakt weinig gebruik van schaalvoordelen, waarbij de winst procentueel gelijk blijft. Relatief veel cash cows, waarvan diversen binnen niet al te lang in een dogpositie verkeren. De portfolio is not well-balanced; er zijn geen wild cats en dus ook geen producten in de introductiefase van de PLC. De strategie van productleader wordt niet goed ingevuld.

De minimum brutowinstmarge van 35% vóór vaste kosten en belasting wordt niet gehaald. De winstvb. is nu 10%, deze zou tenminste 35% - 15% = 20% moeten bedragen. Kortom: de EVA (economic value added) is voor Danone BV negatief.

Nederlandse beursfondsen kiezen liever de veilige weg

Nederlandse beursfondsen nemen weinig risico en boeken daardoor lagere rendementen, zo becijferde adviesbureau Accenture. In plaats van te investeren keren ze uit aan beleggers. Het beeld dat oprijst uit een vergelijking van adviesbureau Accenture van 23 AEX-fondsen met hun 165 belangrijkste mondiale concurrenten stemt niet optimistisch. Accenture onderzocht waarom de AEX-index sinds 2000 gemiddeld 25 procent achterblijft bij andere westerse beursindexen en gevoeliger is voor schokken. Bovendien bleken AEX-bedrijven doelwit van buitenlandse opkopers en activistische aandeelhouders. Nederlandse bedrijven hebben in de afgelopen jaren hun winstgevendheid toe laten nemen door te snijden in de kosten, herstructureringen door te voeren waarbij onderdelen en deelnemingen werden verkocht, en vooral door minder te investeren dan concurrenten. Winstgevendheid bepaalt Accenture overigens niet aan de hand van het cijfer dat bedrijven onderaan de winst- en verliesrekening rapporteren, maar door het verschil te berekenen tussen het rendement op kapitaal (ROIC) en de kosten (rentepercentage) ervan. Meer dan de helft van de AEX-bedrijven scoort hier beter dan het gemiddelde van de concurrenten. Negen behoren er zelfs tot de top. Geen enkele Nederlandse onderneming hoort thuis in het rijtje toppresterders dat Accenture heeft opgesteld.

In een onderzoek onder de 6.000 grootste bedrijven ter wereld probeert Accenture te analyseren hoe de best presterende ondernemingen zich onderscheiden van de rest. De AEX-fondsen scoren in vergelijkingen over de korte, middellange en lange termijn (drie, vijf en zeven jaar) lager dan het gemiddelde van hun concurrenten, zo is de conclusie. Vooral in de opkomende markten investeren Nederlandse bedrijven minder. Ze halen nog steeds het merendeel van hun verkopen in de verzadigde westerse markten en houden het daar voorlopig bij. Uitzonderingen zijn bedrijven als Shell, Arcelor Mittal, Unilever, Heineken, Philips en ASML, die gemiddeld eenderde van hun omzet in opkomende landen halen. Lagere investeringen leiden ook tot een tragere omzetgroei. Bijna driekwart van de AEX-fondsen heeft zowel in de afgelopen drie als zeven jaar een lagere omzetgroei gerealiseerd en daarmee marktaandeel verloren. Bron: NRC Handelsblad, februari 2008.

Gerbrand Rustenburg
Rustenburg Consultancy
Spaarnwouderstraat 138 zwart
2011 AH Haarlem, The Netherlands
www.ruscon.nl, info@ruscon.nl

