

# Groei loont

Een op de twee Nederlandse beursfondsen groeide de afgelopen vier jaren rendabel, zo leert onderzoek ons. Groei is blijkbaar winstgevender dan wordt aangenomen. Bedrijven die rendabel willen groeien, dienen zich meer te richten op strategische en beheersbare groei vanuit hun huidige kernportfolio met continue focus op winstbijdragen.

**Gérard Brockhoff, Tom Verhoeven en Ronald van Rijn**

**R**endabele groei is een prominent managementthema geworden in vraagstukken van strategie, investeringen en beloning. Beleggers en analisten beoordelen het management van bedrijven steeds scherper op het vermogen om winstgevend te groeien en zodoende in economische zin waarde voor de onderneming en haar aandeelhouders te creëren. Winstgevende groei kan enerzijds worden gerealiseerd door het versterken van rendabele markten en producten en anderzijds door onrendabele activiteiten af te stoten. Olie­maatschappij Shell voert bijvoorbeeld in haar streven naar rendabele groei een strategische koerswijziging door met een herstructurering van haar raffinage- en verkoopactiviteiten (*het Financieele Dagblad*, 2007).

## Strategische koerswijziging Shell

Shell trekt zich gedeeltelijk terug uit minder rendabele landen om te kunnen investeren in groei­markten als Azië. Eerder gaf topman Jeroen van der Veer nog hoog op over de perspectieven in China. Daar groeit Shell hard met zijn downstreamactiviteiten. Voor sme­erolie voor auto's en machines bijvoorbeeld is China inmiddels na de Verenigde Staten de belangrijkste markt geworden voor Shell. Ook in de chemie breidt het bedrijf uit in het Verre Oosten met de bouw van een nieuwe, Chinese chemische fabriek waar geraffineerde olie wordt afgebroken tot stoffen, waarmee bijvoorbeeld plastics gemaakt kunnen worden. De strategische koerswijziging heeft samen met een strikte kostenbeheersing geleid tot een forse inkomstenstijging.

Groei is alleen rendabel als omzetgroei leidt tot meer economische winst. De gangbare theorie over waardecreatie stelt, dat een bedrijf economische winst creëert als zijn rendement op het geïnvesteerde, rentedragende vermogen hoger is dan de kapitaalkosten. Hierbij gaat het om de kosten van zowel het eigen als vreemde vermogen; daarbij wordt voor het aandelenkapitaal een marktconform rendement gehanteerd: een rendement dat aandeelhouders in theorie ook elders zouden kunnen krijgen. In deze benadering van economische winst wordt dus gekeken naar de intrinsieke waardeschepping op basis

Drs. Gérard Brockhoff, drs. Tom Verhoeven en drs. Ronald van Rijn zijn adviseur bij JBR Organisatie-adviseurs, gespecialiseerd in vraagstukken van strategie en corporate finance.  
g.brockhoff@jbr.nl

van de werkelijke economische bijdrage. Niet gekeken wordt bijvoorbeeld naar de ontwikkeling van de beurswaarde van een bedrijf.

De heersende opvatting is dat weinig bedrijven rendabel groeien. In deze opvatting leidt omzetgroei in beperkte mate tot een toename van de economische winst. Verwachte opbrengsten vallen tegen of begrote kosten lopen uit het budget. De tegenvallers zorgen ervoor dat investeerders hun rendement mislopen en dat een onderneming in economische zin geen waarde toevoegt. Daarnaast wijzen verschillende onderzoeken op waardevernietiging bij fusies en overnames. Minder dan een derde zou succesvol zijn. Voorbeelden van mislukte combinaties zijn DaimlerChrysler en Maersk en P&O Nedlloyd, of dichterbij huis Getronics en Wang, Telefónica en Endemol, en Ahold en US Foodservice.

### Onderzoek rendabele groei

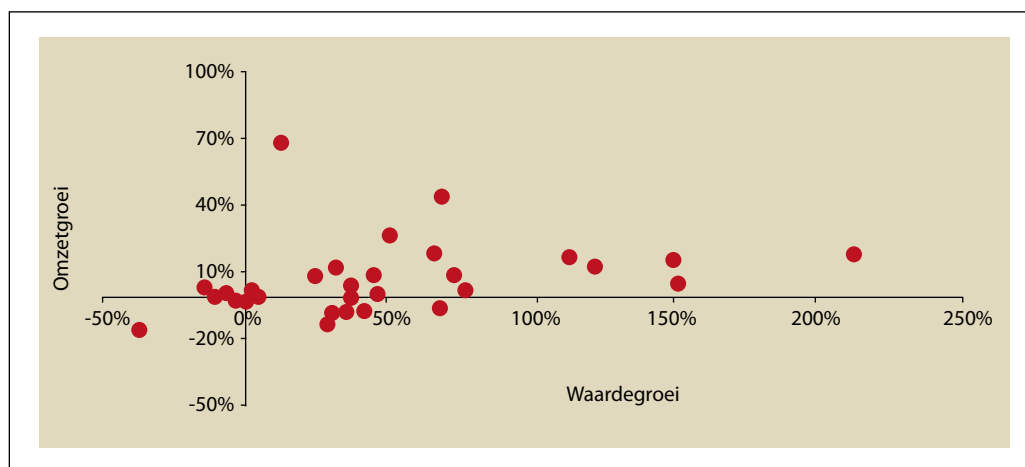
De afgelopen jaren kenmerkten zich door een opleving van de wereldeconomie, stijgende winsten, lage rentestanden, oplopende beurskoersen, de groei van private-equitykapitaal en een nieuwe golf van fusies en overnames. In de meeste sectoren herstelden de volumes en marges. Door de voorspoed en het wereldwijde aanbod van geld kregen groei en investeringen veel ruimte. Het is interessant om te bekijken in hoeverre Nederlandse beursfondsen van dit herstel hebben geprofiteerd en in welke mate zij rendabel zijn gegroeid. Daartoe heeft JBR Organisatie-adviseurs de mate van rendabele groei van AEX- en AMX-fondsen in de periode 2003-2006 onderzocht.

Uit het onderzoek komt naar voren dat de Nederlandse beursfondsen in de afgelopen vier jaren rendabeler zijn gegroeid dan doorgaans wordt verondersteld. Het blijkt dat de helft van de beursbedrijven rendabel groeide (zie figuur 1). Een vijfde van de bedrijven groeide echter zonder economische winst te creëren. Bijna een tiende kromp in omzet, maar wist de winst te vergroten. Waarschijnlijk lag het accent bij hen de afgelopen jaren op het afstoten van onrendabele activiteiten. Van alle onderzochte beursfondsen kampte ruim een vijfde met een daling van zowel de omzet als de economische winst.

	Waardedaling	Waardetoename
Omzetgroei	19%	50%
Omzetsdaling	22%	9%

Figuur 1. Rendabele groei AEX- en AMX-fondsen 2003-2006

Het verband tussen omzetgroei en economische winst is echter niet sterk: de ontwikkeling van de omzet verklaart in beperkte mate die van de economische winst (zie figuur 2). De grote beursfondsen creëerden gemiddeld de meeste economische winst, hoewel zich onder het aantal rendabel groeiende bedrijven meer middelgrote fondsen bevonden. Dit heeft te maken met het uitgangsjaar 2003, waarin de middelgrote fondsen er gemiddeld niet goed voor stonden. In 2003 boekten de Nederlandse beursfondsen in economische



Figuur 2. Relatie omzet- en waardegroei

zin nog een verlies van gemiddeld 5 procent. In 2006 bedroeg de economische winst gemiddeld 3 procent. Opnieuw deden de grote beursfondsen het beter met circa 7 procent, terwijl de middelgrote fondsen in 2006 economische winst creëerden noch vernietigden. Ook als we kijken naar de absolute economische winst over de hele periode, presteren de grote fondsen beter: de economische winst bedroeg tussen 2003-2006 gemiddeld ruim 3 procent per jaar. De middelgrote fondsen boekten jaarlijks daarentegen een economisch verlies van gemiddeld 2,5 procent. De oorzaak ligt in een grotere spreiding van de prestaties bij de middelgrote fondsen: in de staart van de AMX-index wordt veel waarde vernietigd.

#### *Geen eenduidige formule*

Opmerkelijk is dat er vanuit de financiële, gebruikte parameters van de Nederlandse beursfondsen geen eenduidige formule voor rendabele groei kan worden gevonden. Uit het onderzoek kunnen we afleiden dat rendabele groei is samengegaan met zowel omzetgroei als kostenverlagingen en een beheerste ontwikkeling van het geïnvesteerde vermogen. Ook het verband met onder meer de kapitaalkosten van de fondsen, de belastingdruk en het geïnvesteerde vermogen is zwak tot afwezig. Zelfs als we alleen kijken naar de helft van de fondsen die rendabel groeide, komt er weinig samenhang boven: bij elk fonds heeft blijkbaar een andere mix van factoren samengehangen met de omzet- en winstontwikkeling.

Om de gevoeligheid van de kapitaalkosten te testen, is gekeken naar de vergoeding voor het eigen vermogen. Het gehanteerde rendement voor de aandeelhouders is doorgaans een van de meest arbitraire assumpties bij de bepaling van economische waardecreatie. Het onderzoek gaat uit van een vereist rendement van 10 procent, opgebouwd uit een 4 procent risicovrije rente en een 6 procent marktrisicopremie. Er wordt geen rekening gehouden met

de volatiliteit van een fonds door gebruik van een beta. De kosten van het vreemde vermogen blijven bestaan uit de werkelijke jaarlijkse rentelasten na belastingen.

Het blijkt dat bij een gehanteerd rendement op het eigen vermogen vanaf circa 11 procent de gemiddelde economische winst tussen 2003-2006 negatief wordt. Het verschil tussen grote en middelgrote fondsen is groot: bij de grote fondsen ligt met circa 17 procent rendement (zeven opslagpunten) het omslagpunt aanzienlijk hoger. De middelgrote beursbedrijven zouden economische winst toevoegen bij hantering van 6 procent rendement of minder op het eigen vermogen. Op het niveau van het *aantal* fondsen ontstaat een ander beeld: bij 14 procent rendement daalt het aantal rendabel groeiende fondsen naar gemiddeld 39 procent tegenover 50 procent bij de uitgangspositie. Hier bestaat geen verschil tussen de grote en middelgrote beursfondsen. Blijkbaar beïnvloeden hogere kapitaalkosten wel de gemiddelde economische winstontwikkeling over alle fondsen, maar is het effect op het aantal rendabel groeiende fondsen beperkt. De rendabele groei van de fondsen is klaarblijkelijk tamelijk robuust.

### Groeistrategie best performers

Op het gebied van rendabele groei kunnen we onder de Nederlandse beursfondsen in de afgelopen jaren een aantal best performers onderscheiden. Bij een gelijke weging van de omzet- en economische winstgroei kunnen ASML, Fugro, ASMI, Shell en ArcelorMittal worden gerekend tot de best performers (zie figuur 3). Hoewel zij in Amsterdam staan genoteerd, zijn zij niet helemaal 'Nederlands'. Alle bedrijven hebben grote internationale belangen en het staalbedrijf ArcelorMittal is formeel in Rotterdam gevestigd, maar het opereert vanuit Londen. De best performers wisten de afgelopen jaren een bovengemiddelde omzet en economische winst toe te voegen. Van elke nieuwe euro omzet voegde ASML gemiddeld 35 procent economische winst toe. Het profiteerde sterk van de lang verwachte opleving van de cyclische halfgeleidersector.

De mate van rendabele groei over een korte periode hangt samen met de situatie in het uitgangsjaar. In 2003 boekte ASML, maar ook ArcelorMittal en chipmaker ASMI, in economische zin nog een verlies. ASML boekte zelfs

#### Opzet van het onderzoek

In het onderzoek zijn door JBR Organisatie-adviseurs de resultaten van 36 van de totaal 49 genoteerde AEX- en AMX-fondsen tussen 2003-2006 bekeken. Banken, verzekeraars en vastgoedfondsen zijn buiten beschouwing gebleven. Ook zijn fondsen met een onvolledige datareeks niet meegenomen. Voor de fondsen is voor elk jaar de behaalde economische winst berekend op basis van het (aangepaste) operationele resultaat na belastingen ('NOPLAT'), de (totale) kapitaalkosten ('WACC') en het geïnvesteerde vermogen.

Top-5	Index	Gemiddelde groei	Winstgroei
ASML	AEX	44%	35%
Fugro	AMX	24%	14%
ASMI	AMX	17%	34%
Shell	AEX	19%	9%
ArcelorMittal	AEX	327%	6%

Figuur 2. Best performers rendabele groei 2003-2006

verliezen tussen 2001-2003. De afgelopen jaren behoorden zij echter tot de fondsen met gemiddeld de hoogste omzet- en economische winstgroei. De gestage omzetstijging van ingenieursbureau Fugro en van Shell is de afgelopen vier jaren steeds rendabeler geworden. De economische winst van Fugro en Shell steeg naar ruim 10 procent vorig jaar. Van elke nieuwe euro omzet bestond bij hen in de voorbije vier jaren gemiddeld 14 procent en 9 procent uit economische winst. Beide hebben geprofiteerd van de ontwikkelingen in de olie- en gassector.

Het valt op dat de best performers onder de onderzochte Nederlandse fondsen tot de meer industriële, technologiegedreven sectoren kunnen worden gerekend. Ook zijn de meeste marktleider in hun sector. De resultaten waren niet in de hele periode positief: goede jaren werden afgewisseld met mindere, maar gemiddeld boekten zij de beste resultaten. Het lijkt dat de best performers niet alleen het meest hebben geprofiteerd van de verbeterde marktomstandigheden. Door de jaren heen hebben zij ook de beste marktkansen verzilverd en tegelijkertijd het rendement van de bestaande activiteiten verbeterd: niet alleen focus op marktaandeel en volume, maar ook op rendement. Daarnaast is opvallend dat de koplopers een vergelijkbare groeistrategie hebben gevolgd met afgebakende kernactiviteiten, continue verbetering van de synergie in hun portfolio, de bereidheid om te investeren en het vasthouden aan een model van verticale integratie. Ook zijn zij vooral organisch gegroeid, met uitzondering van overnamemachine ArcelorMittal.

### Conclusies

De analyse van de best performers geeft aan dat de strategische context met de marktomstandigheden en de strategische keuzen wat betreft markt en organisatie ertoe doen: het strategische *umfeld* van een onderneming hangt waarschijnlijk samen met de mate en richting van rendabele groei. Aan de hand van het onderzoek onder Nederlandse beursfondsen kunnen we verschillende conclusies formuleren. De belangrijkste zijn:

- Omzetgroei is winstgevender dan doorgaans wordt verondersteld: de helft van de beursfondsen groeide rendabel in de periode 2003-2006.
- Grote beursfondsen zijn gemiddeld rendabeler gegroeid dan middelgrote fondsen, maar er waren in aantal meer middelgrote fondsen die rendabel groeiden dan grote fondsen.
- Marktomstandigheden hebben een grote rol gespeeld bij best performers en zij hebben in de afgelopen jaren een vergelijkbare, organische groeistrategie gevolgd vanuit een duidelijke groei- en investeringsstrategie en een expliciete strategische doelstelling.

- Rendabele groei is samengegaan met verdere kostenbesparingen en bedrijven die winstgevend groeien, blinken uit in permanent groeien en herstructureren.
- Er kan voor de onderzochte bedrijven vanuit de financiële parameters geen eenduidige formule voor rendabele groei worden gevonden.
- De kapitaalkosten hebben een beperkt effect gehad op het aantal rendabel groeiende bedrijven.

### Aanbevelingen voor rendabele groei

Geprobeerd is de conclusies beter te begrijpen door op basis van het onderzoek meer naar verklaringen te zoeken en de conclusies te relateren aan ervaringen in de adviespraktijk en inzichten uit andere onderzoeken. Dit geeft geen sluitend, onomstotelijk beeld, maar kan het management van bedrijven helpen het verschil te maken tussen waardecreërende en waardevernietigende groei. Op basis van de conclusies kunnen we een zestal aanbevelingen formuleren voor bedrijven die rendabele groei ambiëren (zie figuur 4).

1. Leg meer focus op groeikansen
2. Borg de strategische discipline
3. Streef naar incrementele groei
4. Formuleer een expliciete groeistrategie
5. Blijf bij een kernportfolio
6. Combineer groei met herstructurering

Figuur 4. Aanbevelingen voor rendabele groei

#### *1. Leg meer focus op groeikansen*

Het onderzoek laat zien dat groei rendabeler is dan doorgaans wordt verondersteld. Rendabele groei leidt op haar beurt tot een sterkere onderneming met een beter perspectief voor aandeelhouders en met meer mogelijkheden voor de onderneming om te investeren in activa en mensen. Daarmee kan een onderneming een positieve spiraal creëren. Daartegenover staat dat de kans reëel is dat bedrijven die hun omzet zien dalen, ook te maken krijgen met een terugval in hun economische winst.

#### *2. Borg de strategische discipline*

De resultaten geven aan dat de economische winstontwikkeling van een onderneming wordt beïnvloed door marktomstandigheden die buiten de con-

#### **Best performers en winstcreatie**

De best performers van rendabele groei verschillen met de fondsen die tussen 2003-2006 gemiddeld de meeste totale economische winst creëerden. ArcelorMittal en Shell staan in beide lijstjes voorin. Zij realiseerden een bovengemiddelde omzet- en economische winstgroei over de hele periode. Maar bijvoorbeeld Randstad, Unilever en Aalberts zijn misschien minder hard gegroeid in omzet en economische winst, zij behoorden over de hele periode tot de grootste economische winstmotors. Wat betreft dit laatste volgde Fugro de koplopers en waren ASML en ASMI middenmotors.

trole van het management liggen. Deze afhankelijkheid wijst op het belang van het vermogen van een onderneming om de juiste markten en investeringen te kiezen en deze vervolgens succesvol met de organisatie te realiseren. De praktijk laat zien dat een rigoureuze investeringsselectie een bedrijf kan behoeden voor teleurstellende investeringen.

### *3. Streef naar incrementele groei*

De best performers op het gebied van rendabele groei volgden overwegend een incrementele, stapsgewijze groei. Rendabele groei ging meestal samen met een strategie van permanent 'kralen rijgen' met veeleer het accent op organische groei en kleine overnames dan op een ingrijpende strategische koerswijziging. In de praktijk benadrukken groeiende bedrijven vaak dat stapsgewijze groei beter is te overzien, de verandering beter is te managen en de activiteiten beter zijn te integreren in de bestaande organisatie. Grote investeringen en overnames houden een hoog afbreukrisico.

### *4. Formuleer een expliciete groeistrategie*

Het is opvallend dat best performers een expliciete groeistrategie hebben gevolgd, waarin autonome groei, marktwerking en investeringen meestal hoofdthema's waren. Blijkbaar hebben deze bedrijven een sterk richtingsgevoel ontwikkeld voor wat ze willen bereiken en denken ze sterk in kwalitatieve, bestendige groei en marktkansen. Daarnaast is deze groeistrategie, aangevuld met een heldere visie en doelstelling, een belangrijk onderdeel van de externe communicatie geweest.

### *5. Blijf bij een kernportfolio*

De best performers vertonen overwegend een grote samenhang in hun kernactiviteiten wat betreft markten, producten en competenties. Kruisbestuiving biedt meer zicht op synergie naar de markt en organisatie en verkort doorgaans de *time-to-market*. Dit effect kan worden versterkt door de belangrijkste *value drivers* waar het management grip op heeft – zoals volume, winstmarge en omloopsnelheid – te koppelen aan de strategische kernprocessen, doelstellingen en beloningen binnen de organisatie. Dit verzekert dat de onderneming haar extern en intern synergiepotentieel maximaal aanwendt.

### *6. Combineer groei met herstructurering*

Uit het onderzoek komt naar voren dat rendabel groeiende bedrijven zich niet louter concentreren op omzetvergroting, maar tevens continu streven naar kostenbeheersing en afstoting van activiteiten die onvoldoende bijdragen aan rendabele groei. Het onderzoek geeft aan dat omzetgroei op zichzelf maar in beperkte mate leidt tot meer economische winst. Hogere verkopen en markt-aandelen dienen samen te gaan met betere operationele resultaten en het beter

inzetten van het geïnvesteerd vermogen, bijvoorbeeld door activiteiten uit te besteden en het werkkapitaal terug te dringen.

#### Literatuur

- Alexander, J., *Performance dashboards and analysis for value creation*, John Wiley & Sons, 2007.
- Brockhoff, G.C. en R. van Rijn, *Strategie vanuit visie: Groei en herstructurering van organisaties*, Kluwer, 2006.
- Copeland, T., T. Koller en J. Murrin, *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, 1990.
- Dobbs, R., K. Leslie en L. Mendonca, 'Building the healthy corporation', in: *The McKinsey Quarterly*, 2005, vol. 3, p. 63-71.
- *Het Financieele Dagblad*, 'Shell verkoopt drie olieraffinaderijen', 3 augustus 2007.
- Hlavacek, J.D., *Profitable top-line growth for industrial companies: How to make any industrial firm grow profitably*, American Book Company, 2002.
- Lanning, M.J., *Delivering profitable value: A revolutionary framework to accelerate growth, generate wealth, and rediscover the heart of business*, Basic Books, 1998.
- Markman, G.D. en W.B. Gartner, 'Is extraordinary growth profitable? A study of Inc. 500 high-growth companies', in: *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 27, issue 1, 2002.
- Simon, H., F.F. Bilstein en F. Luby, *Manage for profit, not for market share: A guide to greater profits in highly contested markets*, Harvard Business School Press, 2006.
- Zook, C. en J. Allen, *Profit from the core: Expand your market without abandoning the roots*, Harvard Business School Press, 2001.W