

Vier bedrijfstypen vergeleken

Een denkraam voor de beoordeling en waardering van ondernemingen

Drs. G. C. Brockhoff
is adviseur bij JBR
Organisatie-adviseurs,
gespecialiseerd in vraag-
stukken van strategie,
structuur en corporate
finance.

Bedrijven kunnen behalve vanuit een strategisch perspectief ook op basis van een economisch perspectief worden gegroepeerd. Nederlandse beursfondsen, ingedeeld in vier bedrijfstypen, blijken onderling te variëren in hun economische model. De typologie die in dit artikel wordt gepresenteerd biedt een generiek denkraam bij de strategische en economische analyse van ondernemingen.

In strategische analyses van markten en ondernemingen wordt dikwijls gebruik gemaakt van een indeling in generieke bedrijfstypen of strategische groepen, waarbij bedrijven worden geclusterd die een vergelijkbare strategie of bedrijfsmodel hebben. Deze strategische bedrijfstypen worden doorgaans onderscheiden op intra- of intersectoraal niveau. Een strategische typologie wordt in de praktijk vaak als denkraam gebruikt bij de analyse van de marktpositie van bedrijven en de structurering van hun organisatie.

Een typologie wordt echter zelden gebruikt bij een economische analyse van ondernemingen. Vaak maken economische beoordelingen en waarderingen van bedrijven gebruik van sector- of concurrentievergelijkingen, maar deze vergelijkingen schieten vaak te kort. Zij houden doorgaans geen rekening met het bestaan van verschillende bedrijfstypen in een sector en omvatten vaak een beperkte vergelijkingsgroep van bedrijven. Het is om deze reden interessant om te kijken of een strategische typologie ook kan worden gebruikt voor de economische analyse van bedrijven. Een meer integrale strategische en economische typologie kan voor bestuurders en investeerders een ondersteunend instrument zijn bij vraagstukken van koersbepaling en investeringen.

De vraagstelling van dit artikel is of een onderscheid in algemene strategische bedrijfstypen een bijdrage kan leveren aan de economische beoordeling en waardering van bedrijven. Om deze vraag te

beantwoorden, is gekeken in welke mate economische kengetallen tussen strategische bedrijfstypen varieerden. Hiervoor zijn Nederlandse beursfondsen ingedeeld naar vier bedrijfstypen, die op basis van economische kengetallen met elkaar zijn vergeleken. Eerst wordt ingegaan op een strategische typologie van bedrijven en de economische beoordeling en waardering van bedrijven. Vervolgens bespreken we de belangrijkste bevindingen van ons onderzoek en zoeken we naar mogelijke verklaringen voor de verschillen tussen de typen. Ten slotte wordt een aantal aanbevelingen geformuleerd voor de toepassing van de bedrijfstypologie en verder onderzoek.

Strategische bedrijfstypologie

In strategisch opzicht lijken bedrijven met verschillende klanten en producten vaak meer op elkaar dan een eerste indruk doet vermoeden. Veelal hebben groepen van bedrijven binnen sectoren of over sectoren heen vergelijkbare kenmerken, onafhankelijk van bijvoorbeeld de marktconcentratie, de omvang van het bedrijf en de toegang tot middelen. Ondernemingen kunnen op basis van deze vergelijkbare kenmerken worden geplaatst in een vereenvoudigde typologie van bedrijven, waarbij de positie en inrichting van ondernemingen of bepaalde bedrijfsactiviteiten samenhangen met een gemeenschappelijke, onderliggende strategie of configuratie. Het onderscheiden van bedrijven kan helpen om de markt in kaart te brengen, een stra-

tegie te ontwikkelen en de organisatie te structureren. Het concept van strategische typologie wordt al langer gebruikt.¹

Strategische clusters van vergelijkbare bedrijven zijn in de loop der tijd op verschillende manieren uitgewerkt. Een manier om bedrijven vanuit een strategisch perspectief op een generieke wijze over sectoren heen te groeperen is op basis van hoe bedrijven zich tot hun klanten verhouden. In dit artikel wordt de relatie met klanten gekarakteriseerd met behulp van vier variabelen: de concurrentiebasis van een onderneming naar klanten, de afhankelijkheid van klanten, de transactiekennmerken en de investeringintensiteit voor het eindproduct.² Op deze manier worden vier generieke bedrijfstypen onderscheiden: capaciteits-, diensten-, handels- en productbedrijven. Deze bedrijfstypen kunnen binnen sectoren, of over sectoren heen, direct of indirect concurreren ten aanzien van klanten, kapitaal en werknemers. De bedrijfstypen zijn samengevat in figuur 1 en worden hieronder besproken.

Capaciteitsbedrijven

Een capaciteitsbedrijf concurreert op basis van haar kunde en productiemiddelen en produceert producten naar specificatie en ontwerp van specifieke klanten. Het gaat veelal om zogeheten 'engineer-to-order'-bedrijven, waarbij goederen of diensten voor individuele klanten worden geleverd.³ Het aantal klanten is in verhouding beperkt. Voor klanten zijn de kwaliteiten en productiemiddelen van de organisatie en de reputatie in de markt leidend voor de opdrachtverlening. Opdrachten variëren in aanpak en resultaat per klant. De klant kan (een deel van) deze projecten vaak ook zelf uitvoeren. Een capaciteitsbedrijf concurreert dus niet alleen met andere aanbieders, maar meestal ook met haar eigen afnemers. Naarmate de mate van maatwerk en de frequentie van de transacties toenemen, zullen klanten vaker de mogelijkheid van een formele samenwerking, zoals een joint venture of een overname, onderzoeken. Klanten kiezen doorgaans voor een capaciteitsbedrijf op basis van het vertrouwen, dat zij hebben in het vermogen om het eindproduct te leveren. Om deze reden is het management meestal betrokken bij de verkoop aan klanten. Capaciteitsbedrijven doen behalve aan proces- en productieverbetering weinig aan research & development (R&D) en zij standaardiseren zoveel mogelijk de benodigde vaardigheden en instrumenten. Het eindproduct zelf is voortdurend onderhevig aan wisselingen, afhankelijk van de klantspecificaties. Capaciteitsbedrijven werken

veelal nauw samen met hun klanten om tot het eindproduct te komen, waarbij voor afnemers de transactiekosten om het eindproduct te realiseren meestal hoog zijn vergeleken met de situatie waarin zij afnemer zijn van bedrijven die standaardproducten leveren.. Voorbeelden van capaciteitsbedrijven zijn scheepswerven, drukkerijen en producenten van halfproducten en huismarken.

Dienstenbedrijven

Dienstenbedrijven, het tweede bedrijfstype, bieden net als capaciteitsbedrijven, hun kennis en kunde aan naar specificatie en ontwerp van doorgaans een beperkt aantal klanten. Ook zij kennen een grote mate van afhankelijkheid van klanten en werken meestal nauw samen met afnemers om tot het eindproduct te komen. Hierdoor kunnen transactiekosten een grote rol spelen, zeker naarmate de complexiteit van de dienst toeneemt. Dienstenbedrijven investeren in verhouding tot capaciteitsbedrijven echter weinig in gebouwen en machines: in tegenstelling tot capaciteitsbedrijven zijn dienstenbedrijven niet 'asset-driven'. Dienstenbedrijven concurreren overwegend op kunde en ervaring en worden vaak geschetst als professionele organisaties, hoewel het begrip professionele organisatie in de praktijk meestal breder voor organisatietypen wordt gebruikt.⁴ Het verschil tussen capaciteits- en dienstenbedrijven zit dus niet alleen in de concurrentiefocus, maar ook in de investerings- en kennisfocus. Voorbeelden van dienstenbedrijven zijn automatiseerders, bouwbedrijven, accountants, adviesbureaus en installatiebedrijven.

Handelsbedrijven

Een handelsbedrijf, het derde bedrijfstype dat we onderscheiden, verhandelt goederen of diensten die bij een breed scala aan leveranciers worden ingekocht en aan een groot aantal klanten worden verkocht. Handelsbedrijven hebben geen R&D en productie en voeren geen eigen producten. Zij concurreren op basis van hun assortiment, meestal ondersteund door een netwerk van leveranciers, levering uit voorraad en hun vestigingspunten. Handelsbedrijven zoals groothandels- en winkelbedrijven worden gekenmerkt door het grote volume van verkooptransacties en naar verhouding voor klanten lage transactiekosten. Veelal hebben zij een belangrijke voorraad- en distributiefunctie in de

De typologie wordt bepaald door hoe bedrijven zich tot hun omgeving verhouden

1. R.E. Miles & C.C. Snow, *Organisational strategy, structure and processes*, McGraw-Hill, New York, 1978; M.E. Porter, *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*, The Free Press, New York, 1980.
2. O.E. Williamson, *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, New York, 1985; M. Simon, *De strategische functie-typologie: Functioneel denkraam voor management*, Kluwer, Deventer, 1989.
3. C. Hicks et al., 'A typology of UK engineer-to-order companies', *International Journal of Logistics: Research and applications*, vol. 4, nr. 1, 2001, p. 43-56.
4. M. Wanrooy, 'Professionele organisaties bestaan niet', *Holland Management Review*, nr 119, 2008, p. 15-23.

keten. Samenwerking met klanten is in verhouding tot capaciteits- en dienstenbedrijven gering. Het product of de dienst is immers snel te leveren zonder veel discussie over specificaties. Tot handelsbedrijven behoren ook intermediairs van goederen en diensten, waarbij vooral het vermogen om vraag en aanbod bijeen te brengen, centraal staat. Klanten maken hun keuze voor een handelsbedrijf meestal op basis van het assortiment, de verkrijgbaarheid en het netwerk in de markt. Technische groothandels, supermarkten, retailformules, uitzendbureaus en grondstoffenhandelaren kunnen worden gezien als typische handelsbedrijven.

Productbedrijven

Het laatste type in de strategische typologie bestaat uit productbedrijven, die goederen of diensten naar eigen ontwerp of specificatie produceren en verkopen. Het gaat om een gestandaardiseerd voortbrengingsproces en eindproduct. Producten worden doorgevoerd onder een eigen naam op de markt

gebracht. Vaak kunnen producten op voorraad worden geproduceerd en zij worden zelf ontwikkeld met gebruik van R&D en marketing. Klanten laten zich leiden door eigenschappen als productspecificaties, merkbeleving en klantenservice. Vaak hebben deze bedrijven door hun eigen producten een herkenbare markt- en concurrentiepositie. Productbedrijven hoeven niet samen te werken met klanten om tot het eindproduct te komen, het productbedrijf bepaalt immers de specificaties. De transactiekosten zijn daarom voor klanten overwegend laag. Het management concentreert zich meestal op de besturing van de onderneming in zijn geheel zonder actief betrokken te zijn bij de verkoop aan klanten. Productbedrijven zijn bijvoorbeeld merkfabrikanten van consumentenelektronica, medicijnen, verven en levensmiddelen.

In een sector komen in de regel verschillende bedrijfstypen voor. In de ICT-sector opereren bijvoorbeeld aanbieders van standaardsoftware (productbedrijf), bedrijven die software configureren en implementeren (dienstenbedrijf), partijen die hardware van verschillende producenten leveren (handelsbedrijf) en ondernemingen die ICT-applicaties beheren (capaciteitsbedrijf). In de maritieme sector opereren onder meer bergingsbedrijven (capaciteitsbedrijf), bouwers van standaardplezierboten (productbedrijf), makelaars in

boten (handelsbedrijf) en bodemonderzoekers (dienstenbedrijf).

Economisch analysekader

De onderscheiden bedrijfstypen kunnen in een economisch analysekader worden gezet. Economische analyses die zich bezighouden met het verklaren van verschillen in prestaties tussen bedrijven, hebben in het algemeen drie invalshoeken: individuele bedrijfskenmerken, kenmerken van clusters van vergelijkbare bedrijven en kenmerken van de sector waarin een bedrijf actief is. Analyses die prestatieverschillen verklaren vanuit specifieke bedrijfskenmerken, de eerste invalshoek, zijn veelal geworteld in het 'resource-based' perspectief, dat stelt dat de vorm van de onderneming en haar economische prestaties worden bepaald door de beschikbare middelen van de onderneming en hoe deze zich verhouden tot die van de concurrenten. Het kan bijvoorbeeld gaan om fysieke en financiële middelen, maar ook om toegang tot kennis en markten, zelfs om de reputatie of de kwaliteiten van het management van de onderneming. Analyses die verschillen in bedrijfsprestaties verklaren vanuit sectorkenmerken, de derde invalshoek, richten zich vooral op specifieke eigenschappen van de sector zoals marktgroei, bedrijfsconcentratie, marktcyclus en regelgeving.

In dit artikel richten we ons op de tweede invalshoek: de verklaring van bedrijfsprestaties op basis van het cluster van bedrijven waartoe een onderneming kan worden gerekend, onafhankelijk van bedrijfspecifieke eigenschappen en sectorkenmerken. Daarbij leggen we de focus op de eerder onderscheiden generieke clusters van bedrijven over sectoren heen. De meeste analyses met deze invalshoek zijn gedaan naar economische verschillen tussen groepen van bedrijven binnen en tussen sectoren, niet over sectoren heen. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat de economische prestaties tussen strategische clusters van bedrijven binnen en tussen sectoren verschillen, waarbij elk cluster een specifiek economisch model heeft. Hoewel de kenmerken van een individuele onderneming waarschijnlijk voor het grootste deel economische prestaties verklaren, bestaat er een duidelijke relatie tussen de individuele prestaties en de groep van bedrijven waartoe een onderneming behoort. De relatie tussen de groep van bedrijven en een afzonderlijke onderneming is sterker dan die van een afzonderlijke onderneming met de kenmerken van de sector, met andere woorden: de groep van bedrijven waartoe een onderneming behoort,

De bedrijfstypen verschillen niet alleen in strategisch opzicht, maar ook in hun economisch model

is een belangrijke indicator van de economische prestaties van het bedrijf.⁵

We vergelijken de generieke bedrijfstypen op vijf economische analyseniveaus. Ten eerste worden de bedrijfstypen naast elkaar gezet op basis van de winstmarge op hun verkopen en de omloopsnelheid van hun vermogen. De winstmarge en omloopsnelheid zijn een indicatie van de kwaliteit van hun omzet en de efficiëntie van hun kapitaalgebruik. Vervolgens worden de bedrijfstypen vergeleken waar het gaat om het rendement op hun geïnvesteerde vermogen en hun risicoprofiel. Het rendement geeft de opbrengst van het kapitaal in de onderneming weer en het risicoprofiel de mate van onzekerheid voor aandeelhouders. Vervolgens worden verschillen in de schuldenpositie van de bedrijfstypen geanalyseerd, gericht op de financieringshefboom en de capaciteit van ondernemingen om aan hun rentelasten te voldoen. Ten vierde wordt gekeken naar de relatieve waardering van de bedrijfstypen. Deze waardering geeft een indicatie voor hoe aandeelhouders de bedrijfstypen taxeren. Ten slotte worden de marktwaarde en de economische winst voor de bedrijfstypen naast elkaar gezet. Deze kengetallen vormen een veel toegepaste maatstaf voor de waarde die bedrijven voor aandeelhouders toevoegen.

De eerste drie analyseniveaus omvatten meer traditionele, algemene kengetallen. De relatieve waardering van de bedrijfstypen, het vierde analyseniveau, wordt gedaan aan de hand van zogeheten winstmultiplieurs. Het gebruik van een winstmultiplier wordt vaak toegepast als een relatieve en indicatieve waarderingbenadering, waarbij de waarde van een private onderneming kan worden vastgesteld door te kijken wat vergelijkbare bedrijven op basis van hun winst in de markt waard zijn. Op deze manier kunnen bijvoorbeeld een groothandel en een winkelbedrijf met elkaar worden vergeleken, omdat zij in strategisch en economisch opzicht overeenkomsten vertonen. Het grote voordeel van multiplieurs is de mogelijkheid om relatief eenvoudig bedrijven binnen dezelfde, of juist in verschillende, sectoren met elkaar te vergelijken, zonder dat van alle bedrijven uitgebreide informatie voorhanden is. Hierbij wordt de diversiteit tussen vergeleken bedrijven juist als voordeel gezien.⁶

De vergelijking van de marktwaarde en de economische winst van de bedrijfstypen, het vijfde analyseniveau, gaat uit van het begrip aandeelhouderswaarde. De marktwaarde is een externe maatstaf voor de mate van aandeelhouderswaarde en kan worden gedefinieerd als de verhouding tussen de

totale marktwaarde van een onderneming inclusief haar schulden en het geïnvesteerde vermogen. Economische winst kan daarnaast worden gezien als een interne maatstaf op basis van de werkelijke winst die de mate van aandeelhouderswaarde op de kortere termijn reflecteert. Deze maatstaf drukt de mate van overwinst voor aandeelhouders uit na aftrek van alle voortbrengings- en kapitaalkosten. Een bedrijf realiseert economische winst, indien haar rendement op het geïnvesteerde vermogen groter is dan de kapitaalkosten van dit vermogen. Het geïnvesteerde vermogen wordt gedefinieerd als het eigen vermogen plus het rentedragende vreemde vermogen. De kapitaalkosten worden berekend door, naast de rentekosten van het vreemde vermogen, een marktconforme vergoeding voor het eigen vermogen te hanteren. Voor de vergoeding wordt afhankelijk van het risicoprofiel een risico-opslag gehanteerd op de risicovrije marktrente. Het risicoprofiel wordt gebaseerd op de volatiliteit van de aandelenkoers van een onderneming ten opzichte van de beursindex. Hoe groter de gemiddelde afwijking van de beurskoers van een onderneming ten opzichte van de index, hoe groter de onzekerheid voor een aandeelhouder.⁷

Analyseresultaten

We hebben de grootste zeventig Nederlandse beursfondsen in onze analyse betrokken. Hierbij hebben we banken, verzekeraars en vastgoedfondsen buiten beschouwing gelaten. Zij zouden kunnen worden beschouwd als kapitaal- en vastgoedbedrijven, die zich moeilijk laten vergelijken op basis van dezelfde economische kengetallen. Ook zogeheten infrastructuurbedrijven zoals exploitanten van energienetwerken, havens, spoorwegen en luchthavens zijn niet meegenomen: deze bedrijven bevonden zich niet onder de Nederlandse beursfondsen. Van de zeventig bedrijven zijn er vijftien met extreme waarden buiten de analyse gelaten. De populatie bestond zodoende uit 55 beursfondsen. Deze bedrijven zijn allereerst gecategoriseerd naar acht capaciteits-, tien diensten-, twaalf handels- en vijftienvintig productbedrijven. Sommige bedrijven pasten door variërende activiteiten niet in een zuiver bedrijfstype en zijn ingedeeld naar de categorie waar het zwaartepunt lag. Hun economische kengetallen zijn voor 2007 vergeleken. De verzamelde gegevens laten zich voor de bedrijfstypen het beste beschrijven met de mediaan. Het gebruik van de mediaan reduceerde het effect van een spreiding rond gemiddelden die niet volkomen normaal was verdeeld.

5. J.C. Short et al., 'Firm, strategic group and industry influences on performance', *Strategic Management Journal*, vol. 28, nr. 2, 2007, p. 147-167.
6. A. Damodaran, 'Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence', *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1, nr. 8, 2005, p. 693-784.
7. T. Copeland, T. Koller & J. Murrin, *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3e editie), John Wiley & Sons, New York, 2000; S. Young & S. O'Byrne, *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*, McGraw-Hill, New York, 2001.

Eerste analyseniveau

Van de bedrijfstypen zijn de winstmarge op de verkopen en de omloopsnelheid van het vermogen vergeleken, het eerste analyseniveau. De winstmarge is berekend op basis van het operationele bedrijfsresultaat voor rentelasten en belastingen ten opzichte van de omzet. De omloopsnelheid van het vermogen is gedefinieerd als de grootte van de omzet van een onderneming in relatie tot het geïnvesteerde vermogen. De hoogste winstmarges werden gerealiseerd door capaciteitsbedrijven (11,9 procent) en productbedrijven (10 procent). Daarna volgden dienstenbedrijven (6,9 procent) en handelsbedrijven (4,6 procent). De winstmarges van capaciteits- en productbedrijven waren dus ruim twee keer zo groot als die van handelsbedrijven. Wel fluctueerde de winstmarge binnen bedrijfstypen, vooral onder capaciteitsbedrijven. Deze fluctuerende winstmarge onder capaciteitsbedrijven kwam waarschijnlijk gedeeltelijk door de gunstige, conjuncturele marktomstandigheden van een aantal bedrijven in de olie- en gasindustrie. Dienstenbedrijven hadden de hoogste omloopsnelheid van hun vermogen: hun omzet was 3,8 keer groter dan het geïnvesteerde vermogen. Zij gingen het meest efficiënt om met hun vermogen. Bij handelsbedrijven lag de omloopsnelheid op 3,6. Daarna volgden product- en capaciteitsbedrijven met 2,0 en 1,5.

Er bestaat een zekere negatieve relatie tussen de winstmarge en omloopsnelheid, vooral bij capaciteits- en dienstenbedrijven: hoe hoger de winstmarge, hoe lager de omloopsnelheid. Bij de andere bedrijfstypen was de relatie tussen winstmarge en omloopsnelheid zwakker: de winstmarges en omloopsnelheden varieerden te veel om een uitspraak over samenhang te kunnen doen. Verder is gekeken naar mogelijke schaafeffecten op winstmarge en omloopsnelheid. Het wordt vaak aangenomen dat grotere bedrijven hogere winstmarges of omloopsnelheden realiseren. Onder de onderzochte bedrijven bestond geen relatie tussen de winstmarge of omloopsnelheid en hun omzetgrootte: grotere bedrijven presteerden niet noodzakelijkerwijs beter.

De verschillen in de winstmarge en omloopsnelheid zijn goed te verklaren. Dienstenbedrijven investeren als professionele organisaties in verhouding weinig in gebouwen en machines en hun omzet is groot ten opzichte van hun geïnvesteerde vermogen. Handelsbedrijven combineren traditioneel lage winstmarges met hoge afzetvolumes, door het grote aantal inkoop- en verkooptransacties. Capaciteits- en productbedrijven hebben

traditioneel een hogere winstmarge en lagere omloopsnelheid. Hun lagere omloopsnelheid is het gevolg van het hoge investeringsniveau, dat leidt tot een in verhouding groot geïnvesteerd vermogen. Capaciteits- en productbedrijven die een deel van hun kosten hebben geflexibiliseerd door bijvoorbeeld uitbesteding of onderaanneming, zullen door een kleiner vermogen binnen hun bedrijfstype een hogere omloopsnelheid kennen.

Tweede analyseniveau

Op het tweede analyseniveau van de economische vergelijking zijn vervolgens het risicoprofiel en het rendement op het geïnvesteerde vermogen naast elkaar gezet. Het risicoprofiel is uitgedrukt in de zogenoemde bèta, de doorgaans gehanteerde maatstaf die voor aandeelhouders de volatiliteit van de koers van een bedrijf in vergelijking met de beursindex weergeeft. Voor het rendement op het geïnvesteerde vermogen is de zogeheten 'return on invested capital' (ROIC) gebruikt. Dit kengetal drukt het rendement op het eigen en rentedragende vreemde vermogen van een onderneming uit zonder rekening te houden met de kosten van het vermogen.

Dienstenbedrijven kenden met een bèta van 1,22 ten opzichte van 1,0 voor het gemiddelde van de beursindex als geheel de meest volatiele koers en daarmee het hoogste risicoprofiel. Na dienstenbedrijven volgden wat betreft risicoprofiel op een afstand capaciteitsbedrijven (1,08), handelsbedrijven (1,01) en productbedrijven (0,99). Het hoge risicoprofiel van dienstenbedrijven komt overeen met het gangbare beeld dat dienstenbedrijven voor aandeelhouders de meest kwetsbare bedrijven vormen. Dienstenbedrijven zijn door de bank genomen conjunctuurgevoelig en hebben met een hoge arbeidsquote en een laag afschrijvingsniveau een hoge, moeilijk om te buigen uitgaande kasstroom. Handels- en productbedrijven worden door aandeelhouders meestal als minder risicovol beschouwd. Wat betreft het rendement op het geïnvesteerde vermogen waren dienstenbedrijven met een ROIC van 18,1 procent het meest rendabel, gevolgd door capaciteitsbedrijven (13,7 procent), productbedrijven (12,5 procent) en handelsbedrijven (12,3 procent). Dienstenbedrijven waren dus het meest rendabel van de bedrijfstypen, beduidend rendabeler dan handelsbedrijven. Het hoge rendement van dienstenbedrijven als cluster strookt met het hoge risicoprofiel, de spreiding van het rendement van de bekeken bedrijven was evenwel groot binnen elke bedrijfstype.

Om meer inzicht te krijgen in het verband tussen rendement en risicoprofiel is daarnaast gekeken naar het verband tussen beide variabelen. Het rendement had op het niveau van individuele bedrijven geen relatie met het risicoprofiel: een hoge ROIC kon samengaan met zowel een hoog als een laag risicoprofiel. Dat is opmerkelijk: bij economische analyses wordt verondersteld dat een hoger risicoprofiel samengaat met een hoger rendement. Voor capaciteits- en dienstenbedrijven hing het risicoprofiel in zekere mate samen met hun omzet: hoe hoger de omzet, hoe groter het risicoprofiel. Ten aanzien van het rendement speelden geen schaafeffecten: voor de ROIC maakte het geen verschil of een bedrijf groot of klein was.

Derde analyseniveau

Ten derde is de schuldenpositie van de bedrijfstypen geanalyseerd. Handelsbedrijven en productbedrijven hadden de grootste financieringshefboom: hun boekschuld ten opzichte van het eigen vermogen bedroeg respectievelijk 86,5 procent en 71,5 procent. Bij capaciteits- en dienstenbedrijven was de hefboom met 52,3 procent en 57,2 procent beduidend lager. Deze laatste twee typen kenden met 6,1 en 7,0 ook de hoogste rentedekkingsfactor die aangeeft in welke mate een onderneming haar rentelasten verdient. De waarden liggen tamelijk hoog, wat duidt op een goede financiële weerbaarheid van capaciteits- en dienstenbedrijven en de mogelijkheid om leningen te vergroten. De hoge solvabiliteit en rentedekkingsfactor van dienstenbedrijven liggen niet in lijn met hun hoge risicoprofiel: verwacht zou mogen worden dat naarmate de externe financiering afneemt het risicoprofiel van een onderneming daalt. Handels- en productbedrijven hadden een rentedekkingsfactor van 5,5 en 5,8. De analyse maakt duidelijk dat voor de bedrijfstypen de financieringshefboom en rentedekkingsfactor samenhangen.

Vierde analyseniveau

Op het vierde niveau van de economische vergelijking is gekeken naar de relatieve waardering van de bedrijfstypen. Allereerst is de zogeheten koers/winst-multiplier vergekeken. Deze multiplier waardeert een onderneming aan de hand van het aantal keren dat de nettowinst minus dividend op preferente aandelen voor een bedrijf wordt betaald. Daarnaast is een multiplier gehanteerd op basis van de eerder besproken EBITDA, de 'earnings before interest, tax, depreciation and amortisation'. In aanvulling op de winstmultipliers is voor de vol-

ledigheid nog de omzetmultiplier meegenomen. De multipliers berekenen voor een bedrijf de zogeheten 'enterprise value', de totale bedrijfswaarde op basis van zowel het eigen als vreemde vermogen. Dienstenbedrijven hadden met zestien de hoogste koers/winst-multiplier. Deze waardering inclusief schulden kwam overeen met 7,8 keer de EBITDA. Productbedrijven kenden een koers/winst-multiplier van vijftien en een EBITDA-multiplier van 8,4. De koers/winst-multiplier van handelsbedrijven bedroeg veertien, ongeveer negen keer de EBITDA. Capaciteitsbedrijven werden gewaardeerd op dertien keer hun nettowinst, gelijk aan 8,7 keer de EBITDA. De nettowinst en EBITDA, de grondslagen voor de gebruikte multipliers, corresponderden voor de onderzochte bedrijven sterk met de marktwaarde van een onderneming inclusief haar schulden.

In aanvulling op deze twee multipliers bleek de omzetmultiplier een goede waarderingsmaatstaf voor diensten- en handelsbedrijven. Zij werden inclusief hun schulden gewaardeerd op respectievelijk 0,7 en 0,6 keer hun omzet. Ook voor de gebruikte multipliers is gekeken naar mogelijke schaafeffecten. Het blijkt dat de multipliers niet of nauwelijks werden beïnvloed door de omvang van een onderneming qua omzetgrootte.

Vijfde analyseniveau

Ten slotte zijn de marktwaarde en economische winst van de bedrijfstypen vergeleken. Beide kengetallen worden gebruikt als maatstaf voor de performance vanuit het perspectief van aandeelhouders. Voor de vergelijkbaarheid is de marktwaarde van de ondernemingen uitgedrukt in een ratio: de totale marktwaarde van een bedrijf inclusief haar schulden gedeeld door het geïnvesteerde vermogen (markt-/boekwaarde-verhouding). Dienstenbedrijven hadden met een multiplier van 2,9 in verhouding de hoogste marktwaarde: voor dit bedrijfstype lag de totale marktwaarde het meest boven het geïnvesteerde vermogen. Daarna kwamen capaciteitsbedrijven (2,2), handelsbedrijven (1,9) en productbedrijven (1,6). De marktwaarde varieerde dus sterk tussen de bedrijfstypen. De economische winst wordt gedefinieerd als de eerder gehanteerde ROIC minus de kapitaalkosten van een onderneming. De kapitaalkosten zijn berekend op basis van een vergoeding voor het eigen

De verschuiving naar een ander economisch model zal leiden tot een andere beoordeling en waardering van bedrijven

vermogen, rekening houdend met het risicoprofiel, plus de rentelasten over schulden na belasting. Van de onderzochte bedrijfstypen realiseerden dienstenbedrijven op basis van deze berekening met 5,6 procent de meeste economische winst. Na de dienstenbedrijven kwamen wat betreft economische winst capaciteitsbedrijven (5,0 procent), handelsbedrijven (4,4 procent) en productbedrijven (3,6 procent). Dienstenbedrijven presteerden dus het beste voor de aandeelhouders ten aanzien van zowel de marktwaarde als de economische winst. Productbedrijven presteerden op beide kengetallen het minst. Beide kengetallen voor de aandeelhouderswaarde liepen evenwel sterk uiteen binnen de bedrijfstypen. Op basis van de economische winst van de bedrijfstypen ontstaat het beeld dat 2007, het jaar waarover bedrijfsprestaties zijn vergeleken, in economische zin voor de bedrijven een relatief goed jaar was. Dit gold waarschijnlijk vooral voor veel van de diensten- en capaciteitsbedrijven. De eco-

nomische winst zal op langere termijn over goede en minder goede jaren naar verwachting lager liggen. Economische analyses van bedrijven gaan er meestal vanuit dat de economische winst op lange termijn naar nul tendeert door de geleidelijke opheffing van concurrentievoordelen. Er bestaan maar weinig ondernemingen die over een lange periode elk jaar opnieuw economische winst realiseren. Daarnaast ontstaat op basis van de analyse de indruk dat de bekeken bedrijven in de onderzoeksperiode op de beurs hoger werden gewaardeerd dan hun onderliggende bedrijfsprestaties zouden rechtvaardigen. Deze overwaardering gold vooral voor dienstenbedrijven als wordt gekeken naar de verhouding tussen hun waardering op basis van de beurskoers en hun economische winst. De overwaardering wijst erop dat aandeelhouders in 2007 waarschijnlijk nog uitgingen van een verbetering van de bedrijfsprestaties in termen van omzet- en winstgroei. In werkelijkheid verslechterden de pres-

Figuur 1: Beschrijving bedrijfstypen

Kenmerken	Capaciteitsbedrijf	Dienstenbedrijf	Handelsbedrijf	Productbedrijf
Concurrentiebasis	Kunde en productiemiddelen van het bedrijf	Kunde en ervaring van de organisatie	Breed assortiment en beschikbaarheid naar klanten	Onderscheidende kenmerken van het eindproduct
Afhankelijkheid klanten	Groot door de klantspecificaties en veelal beperkte klantengroep		Laag door grote klantenbasis	Laag door standaard eindproduct
Transactiekennmerken	Weinig transacties, hoge transactiewaarde en hoge transactiekosten		Zeer veel kleine transacties, lage transactiekosten	Veel transacties, lage transactiekosten
Investeringsintensiteit	Hoog, vooral in productiemiddelen	Laag, focus op kennisintensiteit	Laag, nadruk op positie in de keten	Hoog, gericht op productontwikkeling

Figuur 2: Kengetallen bedrijfstypen

Kengetallen	Capaciteitsbedrijf	Dienstenbedrijf	Handelsbedrijf	Productbedrijf
Winstmarge	11,9%	6,9%	4,6%	10,0%
Omloopsnelheid vermogen	1,5	3,8	3,6	2,0
Rendement op vermogen	13,7%	18,1%	12,3%	12,5%
Risicoprofiel (beta)	1,08	1,22	1,01	0,99
Schuld/eigen vermogen	52,3%	57,2%	86,5%	71,5%
Rentedekkingsfactor	6,1	7,0	5,5	5,8
Koers/winst-multiplier	13	16	14	15
EBITDA-multiplier	8,7	7,8	9,0	8,4
Markt-/boekwaarde	2,2	2,9	1,9	1,6
Economische winst	5,0%	5,6%	4,4%	3,6%

taties van de meeste ondernemingen in het eerste halfjaar van 2008 en daalden de beurskoersen van de bekeken bedrijven in de eerste zes maanden over een brede linie met ongeveer twintig procent.

Kortom

De vergelijking van de vier bedrijfstypen laat duidelijk zien dat elk type een ander economisch model heeft. Capaciteitsbedrijven hadden in verhouding een hoge winstmarge en een lage omloopsnelheid en koers/winst-multiplier. Wat betreft de andere kengetallen namen zij in verhouding een gemiddelde positie in. Dienstenbedrijven scoorden in vergelijking met de andere bedrijfstypen hoog op alle kengetallen behalve op de winstmarge en EBITDA-multiplier. Dienstenbedrijven realiseerden met het hoogste rendement op het geïnvesteerde vermogen en het hoogste risicoprofiel per saldo de meeste aandeelhouderswaarde. Ook konden zij het beste aan hun renteverplichtingen voldoen. Handelsbedrijven presteerden wisselend: zij scoorden hoog op omloopsnelheid en EBITDA-multiplier en lager op de andere kengetallen. Zij kenden een hoge financieringshefboom. Ook de prestaties van productbedrijven varieerden. Zij combineerden een hoge winstmarge met wisselende andere economische kengetallen. Het is vooral opmerkelijk dat de productbedrijven in de analyse het laagst scoorden op aandeelhouderswaarde. Zij worden gewoonlijk gerekend tot het type bedrijf met de sterkste concurrentiepositie naar de markt. Daarnaast bestaat de indruk dat de verslechterende economische conjunctuur nog weinig effect had op de bedrijfsprestaties van de ondernemingen en dat de waardering van de bedrijven, vooral de diensten- en capaciteitsbedrijven, in het onderzoek aan de hoge kant was.

Ten slotte kan op basis van de uitkomsten worden geconcludeerd dat schaafeffecten geen rol van betekenis speelden bij de geconstateerde verschillen: de grootte van de onderneming had geen invloed op de verschillen tussen economische kengetallen van de vier bedrijfstypen.

De resultaten van de analyse liggen in lijn met het theoretisch kader dat aan het begin van dit artikel is gepresenteerd: clusters van bedrijven lopen niet alleen uiteen in strategisch opzicht, maar verschillen ook in hun economisch model. De verschillen die tussen de clusters gevonden zijn betekenen dat de variatie in de economische prestaties tussen bedrijven niet alleen kunnen worden verklaard door bedrijfsspecifieke kenmerken en kenmerken van de sector waarin het bedrijf actief is, maar ook door de

kenmerken van het bedrijfstype waartoe zij kunnen worden gerekend. De bedrijfstypen kunnen om deze reden niet alleen als een bruikbaar denkraam worden gezien bij de strategische analyse van ondernemingen, maar ook bij de economische beoordeling en waardering van bedrijven. De relevantie voor bestuurders en investeerders is dat het denkraam op deze manier een ondersteunend instrument kan zijn bij vraagstukken van koersbepaling en investeringen.

Aanbevelingen

Op basis van de analyseresultaten kan een viertal aanbevelingen worden geformuleerd. Deze aanbevelingen kunnen zowel managers als aandeelhouders helpen om bedrijven en investeringen beter te beoordelen en waarderen. De aanbevelingen worden nu besproken.

Relateer economische analyses van ondernemingen vaker aan hun bedrijfstype

De resultaten geven aan dat er economische verschillen bestaan tussen de onderscheiden bedrijfstypen. De bedrijfstypen met hun eigen kengetallen en economische structuur zouden vaker als generiek denkraam kunnen worden gebruikt om zowel bedrijven als investeringen beter te doorgronden in aanvulling op bedrijfs- of investeringspecifieke eigenschappen en sectorkenmerken. Met behulp van de typologie kunnen de gerealiseerde of verwachte prestaties en het risicoprofiel van bedrijven in een referentiekader worden geplaatst, ook als het ontbreekt aan sector- of concurrentie-informatie. Hantering van de bedrijfstypen zal doorgaans een betere basis bieden dan de vergelijking van een onderneming met een beperkte groep van verschillende bedrijven in de sector. Voor een economische bedrijfsvergelijking ontbreekt het vaak aan voldoende informatie en bovendien laten de analyseresultaten zien dat het weinig zin heeft om binnen een sector bedrijven van verschillend bedrijfstype te vergelijken. Door de generieke benadering kan het gebruik van bedrijfstypen vooral interessant zijn voor de analyse van private ondernemingen, divisies van beursfondsen of van afzonderlijke investeringsprojecten, waarover doorgaans weinig markt- en concurrentie-informatie voorhanden is.

Maak bij activiteiten van verschillende bedrijfstypen ook onderscheid tussen verschillende prestatie-indicatoren

De constatering dat bedrijfstypen onderling verschillen, leidt tot een volgende aanbeveling. De

verschillen maken duidelijk dat een vermenging van bedrijfstypen ook tot een economische suboptimalisatie kan leiden. Het economische model ziet er immers anders uit voor capaciteits-, diensten-, handels- en productbedrijven. Dat komt door de verschillende rol van bijvoorbeeld productontwikkeling, marketing, werkkapitaal, investeringen en financiering. Daarnaast varieert het risicoprofiel van de bedrijfstypen, zo blijkt uit de analyse. Door deze verschillen kan vermenging van bedrijfstypen in de interne organisatie op problemen stuiten bij de vaststelling van de prestatie-indicatoren in het besturingsmodel van een onderneming. De prestatie-indicatoren verschillen per slot van rekening voor de vier bedrijfstypen vanuit zowel een strategisch als economisch perspectief. Capaciteitsbedrijven sturen bijvoorbeeld vooral op hun 'order-intake', de bezettingsgraad van productiemiddelen, hun investeringen, de contractcondities en het financiële contract- of projectresultaat. Dienstenbedrijven richten zich op prestatie-indicatoren als de bezettingsgraad, het kennisniveau van mensen en het projectresultaat. Handelsbedrijven focussen op de dekkingsbijdrage per klant en product, hun voorraadpositie en de crediteurentermijn. Belangrijke prestatie-indicatoren voor productbedrijven hebben een relatie met productinnovatie, de investeringen, het marktaandeel, de bezettingsgraad van fabrieken en het resultaat per productgroep.

Informeer aandeelhouders zo volledig mogelijk bij activiteiten van verschillende bedrijfstypen

Vermenging van bedrijfstypen kan ook naar aandeelhouders toe effecten hebben. Onduidelijkheid onder aandeelhouders over de activiteiten en prestaties bij een vermenging van bedrijfstypen, kan resulteren in een onderwaardering van de onderneming. Ogenscheinlijk zou bijvoorbeeld een dienstenbedrijf waarde kunnen creëren door met haar in verhouding hoge koers/winst-multiplier te investeren in doorgaans lager gewaardeerde capaciteitsactiviteiten. In de praktijk is het echter mogelijk dat aandeelhouders deze vermenging strategisch noch economisch kunnen plaatsen en dat zij de vermenging in bedrijfstypen ter discussie stellen. Het is zelfs mogelijk dat aandeelhouders in deze situatie de lagere waarderingsmultiple van capaciteitsbedrijven toepassen op de hele onderneming inclusief haar activiteiten als dienstenbedrijf. Om deze reden is het te begrijpen dat aandeelhouders zoals private-equityfondsen een opsplitsing van een bedrijf kunnen verlangen. Nader bekeken blijkt het dikwijls te gaan om het scheiden van capaciteits-, diensten-,

handels- en productactiviteiten, die als zelfstandige onderdelen tot meer waardecreatie kunnen leiden. Het is daarom belangrijk dat bedrijven er zich bewust van zijn hoe hun strategie zich tot de onderscheiden bedrijfstypen verhoudt. Tegelijkertijd is van belang dat zij aandeelhouders zo goed mogelijk informeren over hun koers en de prestaties van de verschillende activiteiten, opdat aandeelhouders mogelijk verschillende typen in één onderneming juist kunnen beoordelen en waarderen.

Probeer de economische beoordeling en waardering van bedrijven meer te combineren met een strategische analyse

Ten slotte kan op basis van de conclusies worden gepleit voor een grotere rol van de strategische discipline bij bedrijfs- en investeringsanalyses. De samenhang tussen het strategisch en economisch perspectief bij de bedrijfstypen maakt duidelijk dat managers en aandeelhouders veel kunnen winnen door naast de focus op economische prestaties ook de onderliggende strategie beter te begrijpen bij de beoordeling en waardering van ondernemingen, bedrijfsonderdelen of investeringen. De strategische keuze om uit te breiden naar een activiteit van een ander bedrijfstype, door bijvoorbeeld een investeringsproject of overname, zal per slot van rekening het economische model van de onderneming veranderen. Het economische model wijzigt bijvoorbeeld als een productbedrijf huismerken voor derden gaat produceren, als een dienstenbedrijf gaat investeren in productiemiddelen, als een handelsbedrijf eigen producten gaat voeren of als een capaciteitsbedrijf producten van derden aan klanten gaat aanbieden. De verschuiving naar een ander economisch model zal leiden tot een andere beoordeling en waardering van bedrijven. Door een integrale strategische en economische analyse kan een beter beeld worden verkregen van de aantrekkelijkheid en haalbaarheid van een plan voor bijvoorbeeld een strategische koerswijziging, een investering in een nieuwe activiteit of een overname van een bedrijf.

Tot besluit

Het onderzoek geeft een helder beeld van de verschillen tussen bedrijfstypen en economische kenmerken onder de onderzochte Nederlandse beursfondsen. Door het beperkte aantal bedrijven in vooral de categorie van capaciteits-, diensten- en handelsbedrijven, de menging van bedrijfstypen door verscheidene beursfondsen en de analyse van bedrijfsprestaties over één jaar kan het onderzoek

als verkennend worden gezien. Het uitgewerkte onderscheid tussen bedrijfstypen kan vooral interessant zijn bij een strategische en economische beoordeling en waardering van private bedrijven, bedrijfsonderdelen of afzonderlijke investeringsprojecten, omgevingen waarin doorgaans beperkte informatie beschikbaar is. De onderzochte beursbedrijven zijn echter niet zonder meer vergelijkbaar met private bedrijven, divisies van ondernemingen en investeringsprojecten en dus kan de uitwerking van de bedrijfstypen niet zonder meer gegeneraliseerd worden naar bedrijven in het algemeen. Toch bieden de uitkomsten veel aanknopingspunten. Het is aannemelijk dat de verschillen tussen bedrijfstypen ook onder private ondernemingen bestaan, te meer daar er duidelijk verschillen tussen de bedrijfstypen kunnen worden waargenomen, en in de analyse schaaleffecten geen rol van betekenis speelden.

De bijdrage van dit artikel is vierledig:

- er is een vereenvoudigde bedrijfstypologie onafhankelijk van sectoren uitgewerkt,
- het onderzoek richtte zich op Nederlandse bedrijven en
- de groepen van bedrijven zijn vergeleken aan de hand van een vijftal economische analyse niveaus en
- er is getracht een koppeling te maken tussen een strategische en economische benadering van bedrijfstypen

Verder onderzoek zou zich kunnen richten op een groter aantal bedrijven en een langere tijdreeks om een beter inzicht te krijgen in de kengetallen en de stabiliteit van de onderscheiden bedrijfstypen. Daarnaast kan het juist interessant zijn om een aantal cases uit te werken van single-business-bedrijven met een homogeen bedrijfstype. In onze analyse zaten bedrijven die activiteiten van verschillende bedrijfstypen hebben: winkelbedrijven die huismerken verkopen, uitzendbureaus die voor derden personeelsadministraties voeren en merkfabrikanten die huismerken voor anderen produceren.



