

het **Financieel**
management

Jaarrekening als

Syb van Slingerlandt: "Voor mij zijn jaarrekeningen onmisbaar om de waarde van ondernemingen te kunnen bereiken."

beleggingskompas

Beleggers hebben niets aan jaarrekeningen, luidt een bekende volkswijsheid. Syb van Slingerlandt baseert er echter zijn complete, en zeer constante, portefeuille op. Jaarlijks rendement: dubbelcijferig. In 2004 zelfs 37 procent.

LIEUWE KOOPMANS

Al achttien jaar is Syb van Slingerlandt (zelf RA en CPA) bezig met het waarderen van ondernemingen. Een omvangrijke database voedt hij ieder jaar met cijfers uit jaarrekeningen van beursgenoteerde ondernemingen, en op basis van zijn prognoses voor toekomstige kasstromen en modelopbouw rolt er ten slotte een waarde uit. Anders dan reguliere beleggingsanalisten bij banken houdt hij zich niet bezig met koersdoelen op korte termijn.

“Waar het mij om gaat is wat het management van een onderneming denkt te gaan verdienen op de middelen die zijn geïnvesteerd in de bestaande activiteiten, en op in te houden winsten. Ook wil ik weten waarom een succesvol management voorstelt winst uit te keren.”

Autonome groei

Van Slingerlandt maakt gebruik van gegevens uit jaarrekeningen over een periode van liefst tien jaar of meer, om vast te stellen hoe het management in het verleden is omgegaan met de haar ter beschikking staande middelen. Dit is namelijk een goede indicator voor de beheerprestaties. Hij selecteert ondernemingen die meer dan gemiddeld hebben gepresteerd, een hoge autonome groei hebben laten zien en consistentie in de bedrijfsresultaten. Dat hij daarmee *turnarounds* (*they seldom turn*) mist, en jonge ondernemingen die vaak voor veel te veel geld naar de beurs worden gebracht, vindt Van Slingerlandt niet erg.

Een management dat de mentaliteit heeft van een eigenaar/aandeelhouder beoordeelt hij vervolgens op zijn belangrijkste taak: het alloceren van de middelen van de onderneming. Omdat Van Slingerlandt een veiligheidsmarge hanteert, koopt hij pas een aandeel als het bedrag dat hij daarvoor betaalt de komende tien jaar een gemiddeld rendement per jaar gaat opleveren van vijftien procent. Dit komt neer op een discount van iets meer dan veertig procent op de door hem berekende waarde.

Genormaliseerde cijfers

Hoe het management het vermogen in het verleden heeft beheerd, valt af te leiden uit de publieke verantwoording in de vorm van jaarrekeningen. Het daarin gerapporteerde vermogen en resultaat kan echter sterk verschillen, afhankelijk van de toegepaste waarderingsgrondslagen. Bedragen in de jaarrekening moeten derhalve worden ‘genormaliseerd’.

Van Slingerlandt: “Daardoor maak ik ondernemingen vergelijkbaar qua vermogen en resultaat, en kan ik die ondernemingen selecteren waar het vermogen van de aandeelhouder het best rendeert. Daarbij maak ik ook op een eenduidige manier onderscheid tussen bedrijfsgebonden en niet-bedrijfsgebonden resultaat en vermogen.”

Goodwill

Bij bedrijfsgebonden resultaat doelt hij naar zijn zeggen op de kern van de business: “Bij KLM gaat het om het rendement op verkochte stoelen. Dat de winst per aandeel toeneemt door met de verkoopopbrengst van een deelneming aandelen in te kopen heeft met de bedrijfsactiviteit niets te maken.”

Betaalde goodwill, ook als deze direct ten laste van de reserves is gebracht, ziet Van Slingerlandt als een investering om toekomstige kasstromen te genereren. Dit geldt ook voor direct ten laste van het resultaat gebrachte herstructureringslasten en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling. Om te beoordelen hoe het management met de middelen omgaat, relateert hij ook de hiervoor uitgegeven bedragen aan de resultaten van de onderneming.

Gerapporteerde cijfers kunnen nogal afwijken van ‘genormaliseerde’ cijfers (zie kader) en zijn daarmee volgens Van Slingerlandt gevaarlijk om “zomaar te gebruiken” bij beleggingsbeslissingen. ►

Kwaliteit jaarrekening

Alle informatie die Van Slingerlandt als input voor zijn model gebruikt is afkomstig uit gepubliceerde jaarrekeningen winstprognoses. Een jaarrekening met één of twee jaar vergelijkende cijfers is opgesteld voor het geven van rekening en verantwoording maar niet voor zijn doel, het waarderen van ondernemingen. Voor wat betreft de kwaliteit van de jaarrekening is Van Slingerlandt met de Nederlandse verslaglegging niet ontevreden gezien zijn beleggingsresultaten. Een probleem vindt Van Slingerlandt dat het management van een onderneming soms niet alleen verantwoording aflegt maar ook stuurt

'Ik reken ook onder de nieuwe standaarden alles terug naar geldstromen.'

aan de hand van gerapporteerde cijfers en daarop gebaseerde ratio's. "Vraag maar eens aan het management van een onderneming hoe groot het vermogen is van de onderneming dat het beheert en welk rendement het daarop maakt."

Omdat hij in jaarrekeningen onvoldoende informatie kan vinden over de kosten van rentedragend vreemd vermogen baseert hij zijn berekeningen op het door het management beheerde aandeelhoudersvermogen en niet op *capital employed*.

Het 'zachte deel' van het jaarverslag, het verslag van de directie, ziet Van Slingerlandt als een sluitpost. "Ik ga die teksten pas lezen als aan mijn kwantitatieve selectiecriteria is voldaan."

Stelselwijzingen

In de achttien jaar waarin Van Slingerlandt aan zijn beleggingsmodel werkt, heeft hij diverse aanpassingen van waarderingsgrondslagen en verslaglegging meegeemaakt. Voor zijn waarderingsmethodiek maakt dit op zich niets uit. "Ik ga door met wat ik al heb en reken ook onder de nieuwe standaarden alles terug naar geldstromen." Wel past hij in sommige gevallen het model aan, aan de nieuwe omstandigheden. Ook bij toepassing van IFRS is hij hiertoe

Gemiddeld rendement op eigen vermogen

	Gerapporteerd			Genormaliseerd		
	1987/2002	1992/2002	1997/2002	1987/2002	1992/2002	1997/2002
Ahold	30,17%	32,57%	37,35%	9,84%	9,66%	9,38%
AKZO	20,44%	22,01%	27,59%	8,55%	8,02%	8,03%
DSM	20,13%	20,52%	25,82%	8,77%	7,54%	6,83%
Hagemeyer	26,20%	26,18%	22,98%	9,65%	9,34%	8,57%
Philips	11,56%	15,34%	14,46%	5,89%	6,68%	7,15%
Van der Moolen	55,51%	62,10%	65,00%	20,01%	20,67%	19,46%
Unilever	32,87%	32,67%	29,69%	11,10%	10,61%	11,92%
Wolters Kluwer	30,03%	28,46%	21,86%	15,70%	15,16%	14,37%



genoodzaakt, bijvoorbeeld met betrekking tot betaalde goodwill, voorzieningen, pensioenen, financiële instrumenten en optiebeloningen. Relevant is ook de onder IFRS gewijzigde toerekening van bijzondere baten en lasten aan het operationele bedrijfsresultaat. Verder verwacht Van Slingerlandt dat resultaten als gevolg van de gewijzigde richtlijnen moeilijker voorspelbaar zullen worden. Ten eerste betekent dit dat winstprognoses moeilijker aansluitbaar zijn bij de gerapporteerde cijfers. Daarnaast gaan ondernemingen in de praktijk steeds meer over op nieuwe winstbegrippen als EBITDA en BEIA.

Weinig mutaties

Rest de vraag waarom banken en andere vermogensbeheerders zijn volgens hem prima renderende voorbeeld niet volgen. De belangrijkste reden is dat zij de waarde van een onderneming niet kennen, denkt Van Slingerlandt. "Als je de waarde van een onderneming kent heeft de beurs een dienende functie. De beurs komt regelmatig langs met een prijs ver beneden of boven de waarde van een onderneming. Beleggers en analisten die die waarde niet kennen zijn de speelbal van de beurs. Ik verbaas me er altijd over dat beleggers niet met een gerust gevoel op vakantie kunnen gaan als zij nog aandelen in portefe-

'Beleggers en analisten die die waarde van een onderneming niet kennen zijn de speelbal van de beurs.'

feuille hebben. Als ik het vergelijk met een ondernemer die al zijn dochtermaatschappijen verkoopt voordat hij op vakantie gaat begint iedereen te lachen. Maar voor mij is er geen verschil."

Een andere mogelijke reden ligt in het feit dat Van Slingerlandt binnen zijn portefeuille (slechts twee transacties in 2004) nauwelijks muteert. "Als het gaat om een goed niet overgewaardeerd bedrijf, met een goed management en goede vooruitzichten, dan ga ik niet over tot verkoop."

Onmisbaar

Een ander verschil is dat wanneer Van Slingerlandt een aandeel koopt, de koers vaak nog een tijd zakt, en wanneer hij besluit te verkopen de koers vaak nog een tijd blijft stijgen. Dit is moeilijk te verkopen aan potentiële beleggers.

Verder is de opleiding van beleggingsanalisten weinig gericht op waardering van ondernemingen, en gaan veel analisten er volgens hem vanuit dat alle beschikbare informatie, ook die in gepubliceerde jaarrekeningen, al in de koers is verwerkt. Ze kijken dan ook niet intensief naar jaarrekeningen. "Voor mij zijn jaarrekeningen daarentegen onmisbaar als uitgangspunt om de waarde van ondernemingen te kunnen berekenen." ■