

18

Rentabiliteitsratio's

Nu we de begrippen balans, resultatenrekening en kasstromentabel onder de knie hebben, kunnen we overgaan tot het meer interessante werk, nl. het onderzoek naar de performantie van het management als dusdanig. We zullen de balans en de resultatenrekening samen gebruiken om enkele belangrijke begrippen naar voren te brengen.

Om deze begrippen verder te verklaren zullen de cijfers van Voorbeeld N.V. worden gebruikt.

We beschouwen de balans op einde boekjaar N en de resultatenrekening voor het boekjaar N.

De waarden zijn telkens in BEF :

VA =	1.254.350.000	BEF
CA =	723.150.000	BEF
EV =	476.245.000	BEF
VVLT =	1.501.255.000	BEF
VVKT =	362.255.000	BEF

(Het VVLT omvat in ons geval 2 delen : De voorzieningen voor risico's en kosten én de schulden op meer dan één jaar. Het VVKT omvat de volgende 2 gedeelten : de schulden op ten hoogste één jaar én de overlopende rekeningen)

TA =	1.977.500.000	BEF
------	---------------	-----

De comptabele equatie is wel degelijk in orde.

Opbredingen (verkoop) =	1.567.000.000	BEF
Kosten =	-1.435.000.000	BEF
De WVIB =	132.500.000	BEF
WVB =	89.700.000	BEF
De WNIB =	54.717.000	BEF

Schematisch geeft dit :


ACTIVA	PASSIVA
VA	EV 
1.254.350.000 BEF	476.245.000 BEF
	VVLT
	1.501.255.000 BEF
	VVKT
CA	362.255.000 BEF
723.150.000 BEF	

Fig 18.1

Verkopen	1.567.000.000 BEF
Kosten	-1.435.000.000 BEF
<hr/>	
WVIB	132.500.000 BEF
	- interest
WVB	89.700.000 BEF
	- belasting
WNB	54.717.000 BEF

Om de performance van de onderneming en haar management in te schatten kunnen verschillende linken worden gelegd tussen waarden uit de balans en waarden uit de resultatenrekening.

ROTA en ROE

We onderzoeken nu de volgende 2 verhoudingen :

Een eerste verhouding is de WVIB over TA.

De Winst Voor Interest en Belastingen wordt gedeeld door de Totale Activa.

We zullen deze verhouding de return op de totale activa noemen (in het Engels Return On Total Assets) = ROTA

$$ROTA = \frac{WVIB}{Totale Activa}$$

In het Nederlands heeft men het over nettorentabiliteit op de ingezette middelen. Men relateert hier het resultaat van de onderneming VOOR interest en belasting aan het totale vermogen van de onderneming.

Deze ratio berekent men duidelijk vóór belastingen. De financiële kosten zijn aftrekbaar.

We krijgen een goede maatstaf van de winstgevendheid van een economische activiteit.

In het geval van Voorbeeld N.V. bedraagt de ROTA

$$\frac{WVIB}{Totale Activa} = \frac{132.500.000 \text{ BEF}}{1.977.500.000 \text{ BEF}} = 6,7\%$$

Een tweede ratio die in het licht wordt gesteld is de nettorentabiliteit van het Eigen Vermogen.

In het Engels de Return On Equity (ROE) genoemd.

Hier komt duidelijk tot uiting dat ondernemers risiconemers zijn. De ondernemer en hij alleen neemt een aantal verplichtingen op zich die ongetwijfeld uitgaven veroorzaken. Deze uitgaven zullen moeten worden gedekt door inkomsten. Van deze laatste is de ondernemer nooit zeker bij voorbaat. Het eigen vermogen is daarom een buffer voor het geval dat de inkomsten niet volstaan om alle uitgaven te betalen.

De aandeelhouder die het kapitaal heeft verschaft zal hiervoor een vergoeding wensen. Deze zal uit de winst van de onderneming moeten komen. Als de opbrengsten van de onderneming voor opeenvolgende periodes gelijk of kleiner zouden zijn dan de kosten, dan is het duidelijk dat geen winst wordt gemaakt en dat de verschaffers van het kapitaal (van het eigen vermogen) geen vergoeding zullen krijgen. Lang kan dit niet duren. De aandeelhouders zullen snel geneigd zijn hun aandelen van de hand te doen.

Minstens even belangrijk is dat diezelfde aandeelhouders niet bereid zullen gevonden worden om een eventuele levensnoodzakelijke schaalexpansie mee te financieren.

Externe (vreemde) geldbronnen zoals banken zullen dan moeten worden aangesproken en deze gelden zijn meestal bijzonder duur.

De financiële lasten zullen in ieder geval verhogen.

Als continu verliezen worden geaccumuleerd, zullen deze jaar na jaar worden overgedragen.

Dat wil concreet zeggen dat de buffer eigen vermogen stilaan wordt opgevreten.

ROE is de verhouding van de Winst Na Interest en Belastingen over het Eigen Vermogen

$$ROE = \frac{WNIB}{Eigen\ Vermogen}$$

In het geval van Voorbeeld N.V. bedraagt de ROE

$$\frac{WNIB}{Eigen\ Vermogen} = \frac{54.717.000\ BEF}{476.245.000\ BEF} = 11,49\%$$

In de teller staat deze maal de winst **na** belastingen. Deze winst omvat best de loutere bedrijfswinst, en niet de uitzonderlijke winsten die eenmalig zijn.

Hoe groot moet deze vergoeding nu eigenlijk zijn ?

Dit zou kunnen vergeleken worden met een langetermijnbelegging van een portefeuille. Laten we conservatief vergelijken met een belegging in overheidsobligaties. Dit is een louter risicovrije belegging. De vergoeding van het eigen vermogen moet ten minste de opbrengst van een risicovrije belegging overtreffen.

De rente op overheidsobligaties schommelt sinds de laatste voorbije jaren rond de 5% (met een piek van 13% rond 1988).

Stel dat we ons vastpinnen op 10%.

De risicopremie moet ten minste 5% bedragen.

De 11,49 % die we hebben berekend is dus een matige vergoeding voor de kapitaalverschaffer van Voorbeeld N.V.

Omdat de begrippen ROE, ROTA en financiële hefboom zo belangrijk zijn, wordt in volgende paragraaf een grafische methode uiteengezet om deze te berekenen.

Deze laat duidelijk zien hoe de rentabiliteit van de ingezette activa, de schuldgraad en de belastingen de rentabiliteit op het Eigen Vermogen volledig bepalen.

Beschouwen we de onderneming HEFBOOM N.V. met volgende balans en resultatenrekening :

Het balanstotaal bedraagt 195.700.000 BEF.

ACTIVA	PASSIVA
VA 115.500.000 BF	EV 90.700.000 BF VVLT 42.000.000 BF
CA 80.200.000 BF	VVKT L 33.900.000 BF KTL 11.900.000 BF OS 17.200.000 BF

Hefboom NV

Fig 18.2

L staat voor Leveranciers, KTL voor Kortetermijnleningen en OS voor Overige Schulden.

RESULTATENREKENING

Verkoop	200.000.000 BEF
Kosten	172.200.000 BEF
WVIB	27.800.000 BEF
(min interest 4,4%)	
WVB	26.576.800 BEF
(min Belasting 30%)	
WNB	18.603.760 BEF

Hefboom NV

De totale schuldenlast van 105.000.000 BEF omvat de langetermijnschuld van 42.000.000 BEF, waarvoor een interest van 8,5% in beschouwing wordt genomen.

De "goedkopere" schulden zijn de leveranciersschulden en de overige schulden. We begroten ze op 51.100.000 BEF en ze bedragen dus 48% van de totale schuld. We zeggen wel eens dat die 48% "vrij" zijn. Op de overige 52% zijn wel degelijk rente ad 8,5 % verschuldigd aan de bank.

Dus op 52% van de 105.000.000 BEF berekenen we 8,5% rente en dit geeft ons een gemiddelde rentevoet van 4,4 %.

We construeren nu volgend schema.

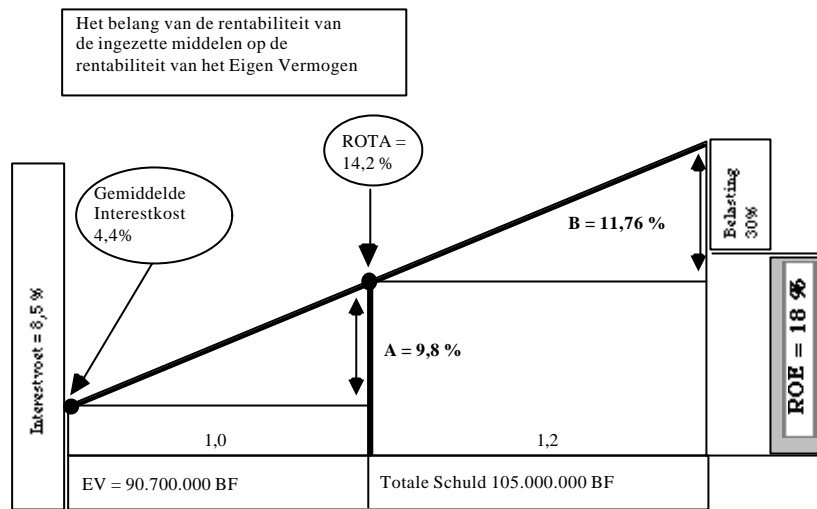


Fig 18.3

In de grafiek zien we twee belangrijke waarden A en B.

De waarde A is het verschil tussen de rentabiliteit van de totale ingezette activa (ROTA) en de gemiddelde interestkost, nl. :

$$\frac{WVIB}{Totale Activa} = \frac{27.800.000 \text{ BEF}}{195.700.000 \text{ BEF}} = 14,2 \%$$

De gemiddelde interestkost is zoals al gezegd 4,4 %. De waarde A bedraagt dus 9,8 %. De waarde B bekomen we door A te vermenigvuldigen met 1,2 (waarbij deze laatste waarde een van de vele definities van de schuldgraad is)

$$\begin{aligned} \text{Schuldgraad} &= \frac{\text{Vreemd Vermogen}}{\text{Eigen Vermogen}} \\ &= \frac{105.000.000 \text{ BEF}}{90.700.000 \text{ BEF}} = 1,2 \end{aligned}$$

Als we de waarde B (11,76 %) optellen bij de ROTA van 14,2 % en hierop 30% belasting toepassen (d.w.z. er blijft 70 % over na belasting), dan bekomen we de rentabiliteit op het Eigen Vermogen :

$$ROE = \left[(ROTA) + (ROTA - Interest) \times Schuldgraad \right] \\ \times (1 - belastingvoet)$$

en dit geeft

$$ROE = \left[(14,2\%) + (14,2\% - 4,4\%) \times 1,2 \right] \\ \times (1 - 30\%) \\ = 18,17\% \quad \text{of} \quad \text{afgerond} \quad 18\%$$

De bovenstaande grafiek toont ons zeer goed aan welke elementen de rentabiliteit op het Eigen Vermogen bepalen. De hoofddeterminant is de ROTA, de rentabiliteit op de Totale Ingezette activa. De ROTA is het pivoteerpunt van een schommel. De schommel zit echter links verankerd aan de gemiddelde interestkost op het Vreemd Vermogen dat niet interestvrij is. (Onder vrij Vreemd vermogen verstaat men alle kortetermijnschulden behalve de kortetermijnleningen.) Elke verandering in de ROTA reflecteert zich onmiddellijk rechts in de rentabiliteit van het Eigen Vermogen ROE. Het belang van de ROTA wordt hieronder nogmaals aangetoond.

Volgende formule zal opnieuw worden gehanteerd :

$$ROE = \left[(ROTA) + (ROTA - Interest) \times Schuldgraad \right] \\ \times (1 - belastingvoet)$$

We laten de ROTA van 14% naar 15% toenemen. De schuldgraad blijft 1,2 en dus blijft de gemiddelde interestkost eveneens 4,4.

De belastingvoet houden we eveneens op 30 %.

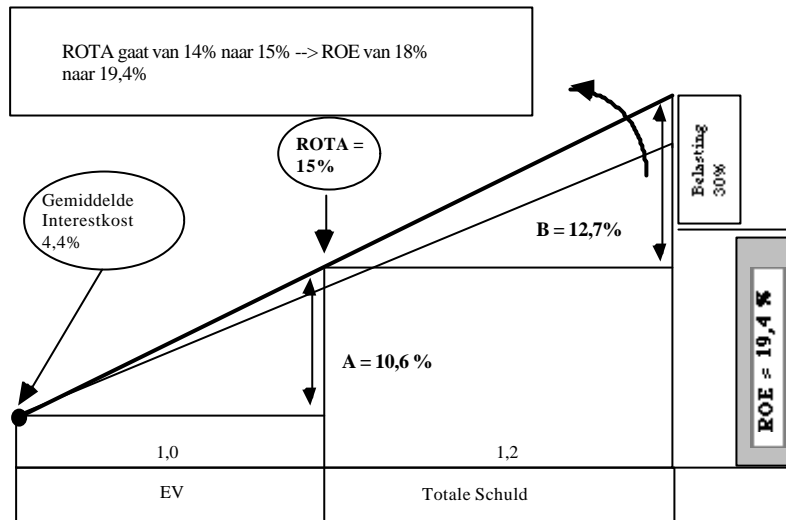


Fig 18.4

De ROE gaat nu van 18 % naar 19,4 %.

In het volgende scenario laten we de schuldgraad toenemen van 1,2 naar 1,75.

De belastingvoet blijft nog steeds 30%.

We bekommen een significant effect op de ROE.

Kijk even naar volgende grafiek :

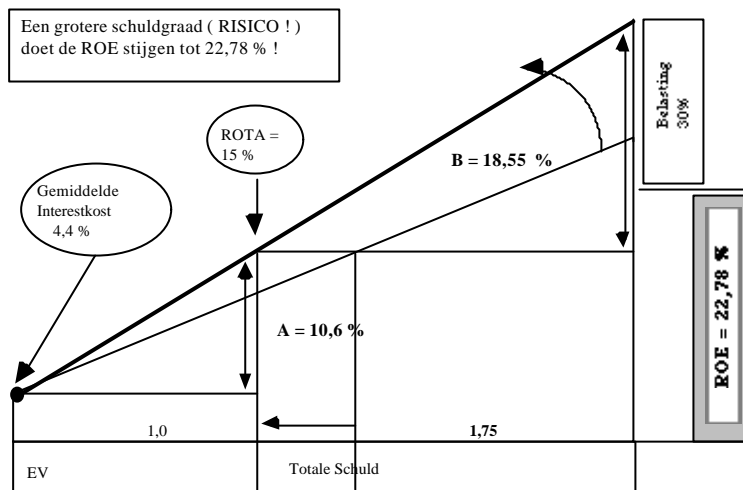


Fig 18.5

$$ROE = [(ROTA) + (ROTA - Interest) \times Schuldgraad] \times (1 - belastingvoet)$$

geeft ons een ROE van 22,78 %.

Het scenario waar de gemiddelde interestvoet stijgt tot 6% is dan weer een ander verhaal.

We houden de schuldgraad op 1,2 zoals in het originele geval.

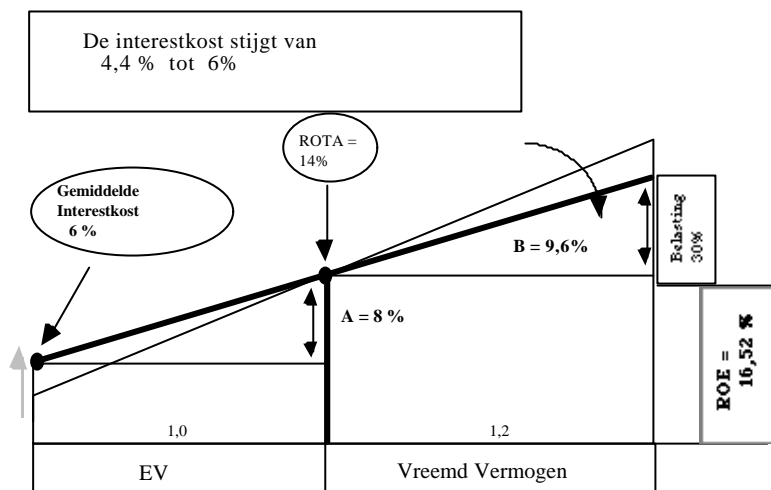


Fig 18.6

$$ROE = [(ROTA) + (ROTA - Interest) \times Schuldgraad] \times (1 - belastingvoet)$$

De formule leert ons dat de waarde van ROE daalt tot **16,52 %**.