

Een analyse van veertig jaar Philips

Inleiding

Door het openbaar maken van het resultaat over het eerste kwartaal van dit jaar heeft Philips in twee opzichten deining veroorzaakt. In de eerste plaats ontstond er – zacht uitgedrukt – verbazing over het feit dat de publicatie van het tegenvallende resultaat plaatsvond enkele weken na de aandeelhoudersvergadering, die gekenmerkt werd door optimisme van de zijde van Philips. In de tweede plaats is er deining ontstaan over het bedroevende resultaat als zodanig.

Bovenstaande deining is te begrijpen. In dit artikel wordt getracht aan te tonen dat Philips bij herhaling te optimistisch is geweest en dat de trend van de resultaten van Philips al decennia neerwaarts gericht is. Achtereenvolgens worden vier invalshoeken gekozen om zicht te krijgen op de economische ontwikkeling van Philips. Na de beschrijving van het verloop van de kwartaalwinsten in de afgelopen decennia volgt een vergelijking van de intrinsieke waarde (het eigen vermogen) met de beurswaarde van Philips. Daarna wordt voor een particuliere belegger aangegeven wat het rendement van een belegging in aandelen Philips is geweest in de afgelopen veertig jaar. Ter vergelijking zijn hierbij gegevens vermeld over een belegging in aandelen Robeco. De vierde invalshoek betreft de relatie tussen de ontwikkeling

van de rentabiliteit van het groepsvermogen en het verloop van de werkgelegenheid.

De conclusie van dit artikel zal zijn dat het verbazing wekt dat er niet veel eerder opschudding over Philips is ontstaan.

Ontwikkeling van de winst

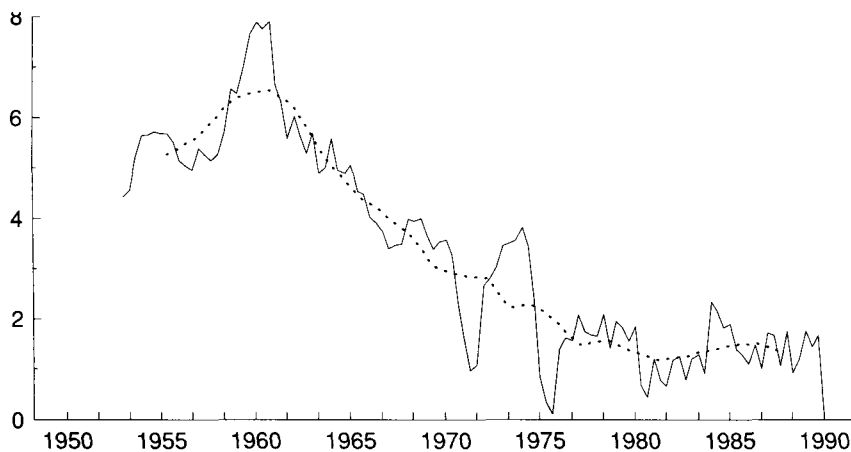
Sinds het jaar 1954 publiceert Philips kwartaalcijfers¹. In figuur 1 zijn op basis van deze kwartaalcijfers de netto kwartaalwinsten (uit gewone bedrijfsuitoefening) in procenten van de omzet weergegeven. Ook is een curve opgenomen die de trend van de winstcijfers aangeeft².

- Ten minste twee dingen vallen op:
- de neergang van de resultaten vanaf het jaar 1961. Hierbij dient bedacht te worden dat Philips in de beschouwde periode diverse keren het stelsel van winstbepaling wijzigde. Belangrijke wijzigingen werden doorgevoerd in de jaren 1971 en 1981. Zonder deze stelselwijzigingen zouden de curven in figuur 1 een nog sterker dalend verloop vertonen;
 - behalve in het eerste kwartaal 1990 hebben zich ook in andere kwartalen forse dalingen voorgedaan.

Aan de hand van de betreffende jaarverslagen worden enkele belangrijke dalingen nader gezien.

- Jaar 1966, doelstelling: "... ons beleid zal er in 1966 op gericht zijn... de rentabiliteit tenminste op het huidige peil te handhaven."
- Jaar 1966, werkelijkheid: "Ten einde het hoofd te bieden aan de toenevende weerstanden in de markt en de verscherpte concurrentie ... hebben wij de verkoopprijzen van een aantal producten verlaagd"
"... Een en ander heeft ertoe geleid dat de rentabiliteit van het eigen vermogen daalde van 9,2% tot 7,5%."
- Jaar 1971, doelstelling: "Voor 1971 is het onze doelstelling de ongunstige ontwikkeling van de resultaten een halt toe te roepen."
- Jaar 1971, werkelijkheid: "De winstdaling was groter dan voorzien."
"... De daling van het bedrijfsresultaat ... werd veroorzaakt door aanhoudend sterke kostenstijgingen, door druk op het prijsniveau ... en door onderbezettingsverliezen"
- Jaar 1975, verwachting: "Wij verwachten dat 1975 een moeilijk jaar zal worden."
- Jaar 1975, werkelijkheid: "De gang van zaken in onze onderneming is in 1975 in ernstige mate beïnvloed door een sinds de tweede wereldoorlog ongekende daling van de economische activiteit in vrijwel de gehele wereld."
- Jaar 1980, doelstelling: "Ons streven is er op gericht door kostenverlagingen maatregelen in de komende jaren te nemen tot een noodzakelijke rentabiliteitsverbetering."
- Jaar 1980, werkelijkheid: "Anders dan wij verwachtten was het bedrijfsresultaat echter lager dan in 1979. Als gevolg van de verslechterde economische situatie hield de groei van de afzetmogelijkheden geen gelijke tred met de produktiviteitsverbetering in de elektrotechnische industrie."
- Jaar 1985, verwachting: "... verwachten wij dat een geleidelijke structurele verbetering van de winst zich de komende jaren zal voortzetten."
- Jaar 1985, werkelijkheid: "Het winstcijfer is ... lager dan in 1984. Dit was natuurlijk een tegenvaller." "... In 1985 stortte in de Verenigde Staten van Amerika de markt voor geïntegreerde schakelingen volledig ineen"

Figuur 1. Netto kwartaalwinsten in procenten van de omzet (1953-1990)



1. Over het vierde kwartaal publiceert Philips geen kwartaalmededeling. Hoewel de gegevens over het vierde kwartaal in dit onderzoek wel steeds zijn berekend (aan de hand van de jaarrekening en de gegevens over de eerste drie kwartalen), zijn de berekende gegevens over het vierde kwartaal niet in figuur 1 verwerkt. De belangrijkste reden daarvoor is dat de resultaten over het vierde kwartaal om niet geheel duidelijke redenen soms sterk fluctueerden. Omdat de kwartaalmededelingen van het jaar 1954 vergelijkende cijfers over de kwartalen van het jaar 1953 bevatten, zijn in figuur 1 ook de kwartaalgegevens van het jaar 1953 verwerkt.

2. De trend is hier gelijk aan het voortschrijdend gemiddelde van 15 kwartaalcijfers.

– Jaar 1990, verwachting: "Wij verwachten in alle groepen die in 1989 positief bijdroegen tot de winst een voortgaande verbetering van het bedrijfsresultaat. Daarnaast voorzien wij op grond van genomen en te nemen maatregelen een verbetering van het resultaat in de groepen die in 1989 met problemen kampen. Hierdoor zal de nettowinst uit gewone bedrijfsuitoefening verder toenemen en het aandeel daarvan in de totale nettowinst stijgen. Daardoor zal de kwaliteit van de winst verbeteren. Het is vrijwel niet mogelijk de omvang van de buitengewone baten en het effect van de onzekere situatie op het gebied van de wisselkoersen en de rentabiliteit in te schatten. Wij hopen evenwel de totale nettowinst verder te verbeteren."

– Jaar 1990, eerste kwartaal werkelijkheid: "Het bedrijfsresultaat bedroeg in het eerste kwartaal 1990 f 450 miljoen (vorig jaar f 611 miljoen). Factoren die een belangrijke rol speelden in de daling van het bedrijfsresultaat waren de gewijzigde valutaverhoudingen (US dollar, Japanse yen, Britse pond) de vermindering van de post overige bedrijfsopbrengsten en de ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar sterk verslechterde situatie op het gebied van informatiesystemen."³

Uit het voorgaande wordt duidelijk dat het tegenvallende resultaat van het eerste kwartaal 1990 niet als eenmalig incident is te beschouwen. Voor het concern was het wellicht beter geweest dat reeds in een eerder stadium beroering was ontstaan, bij voorbeeld:

- aan het eind van de jaren zestig na de dalingen van de nettowinsten in procenten van de omzet;
- aan het eind van de jaren zeventig toen de trend van de nettowinsten nog steeds neerwaarts gericht was;
- in het voorjaar 1986 toen Philips over het jaar 1985 meedeelde: "Het winst-

cijfer is... lager dan in 1984", terwijl als verwachting was uitgesproken: "...verwachten wij dat een geleidelijke structurele verbetering van de winst zich de komende jaren zal voortzetten."

Vermogen, winst, beurswaarde

Onderzoek toont aan dat vanaf het jaar 1970 de beurswaarde van de aandelen⁴ Philips steeds lager is geweest dan het eigen vermogen volgens de balans.

Ook wordt duidelijk dat de beurswaarde beter verklaard kan worden met de gekapitaliseerde winst dan met het eigen vermogen⁵. Deze gekapitaliseerde winst, die aangemerkt kan worden als (een) theoretische beurswaarde, is berekend met de volgende formule:

$$GKW_t = W_t / (0,01r_t)$$

waarin:

GKW_t = gekapitaliseerde winst in jaar t;
 W_t = nettowinst (inclusief uitzonderlijke baten en lasten) in jaar t;

r_t = procentueel rendement op staatsobligaties in jaar t, verhoogd met een opslag van twee procentpunten⁶.

In figuur 2 zijn, na correctie voor inflatie⁷, de curven getekend van 'het eigen vermogen' (A), 'de gekapitaliseerde winst' (B) en 'de beurswaarde' (C).

Uit figuur 2 blijkt een sterke stijging van de (reële) beurswaarde in de periode 1958 tot en met 1960. Deze stijging correspondeert met de toeneming van de nettowinsten in die periode (zie figuur 1). Ook valt te constateren dat in de jaren 1986, 1987, 1988 en 1989 de beurswaarde lager is dan de gekapitaliseerde winst. Dit zou er op kunnen duiden dat beleggers mede letten op de 'kwaliteit' van de winst. Bovendien wordt in de figuur zichtbaar gemaakt dat het eigen vermogen (in guldens van het jaar 1950) in het jaar 1989 op het niveau van het jaar 1973 ligt. (Het vreemd ver-

mogen is, gemeten in guldens van het jaar 1950, in de periode 1973-1989 met ruim 20% gestegen.)

Uit onderzoek blijkt dat de handhaving van de koopkracht van het eigen vermogen (gemeten in guldens van het jaar 1950) in de periode 1973-1989 slechts mogelijk is geweest door een deel van de winst in te houden, door emissies van aandelen en door conversie van obligaties in aandelen. De optimistische uitlatingen van het bestuur van Philips in de periode 1973-1989 worden derhalve niet gestaafd door een reële groei van het eigen vermogen. Omdat het vreemd vermogen in reële termen wel steeg, verslechterde de financiële structuur. Lang voordat de resultaten over het eerste kwartaal 1990 bekend werden gemaakt, zouden bovenstaande feiten onrust kunnen hebben veroorzaakt.

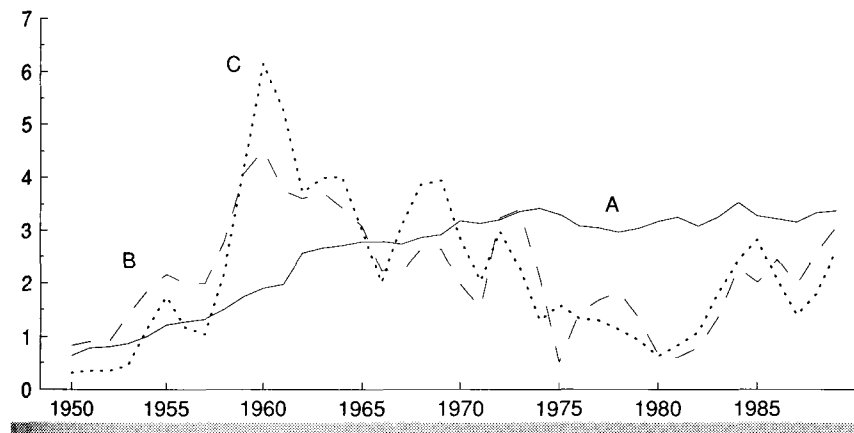
Philips en Robeco vergeleken

Het inzicht in de economische ontwikkeling van Philips kan vergroot worden door na te gaan wat de ontwikkeling is geweest van de waarde van een belegging in gewone aandelen Philips.

Verondersteld is dat een particuliere belegger per 1 januari 1950 tegen beurskoers⁸ een pakket gewone aandelen Philips koopt. Verder is verondersteld dat die belegger alle bonusaandelen, stockdividenden, opbrengsten van claims en contant dividend gebruikt voor de verwerving van nieuwe aandelen Philips. Ook is verondersteld dat de belegger steeds 40% inkomstenbelasting betaalt over het contante dividend en dat hij geen vermogensbelasting betaalt.

Ter vergelijking is de waardeontwikkeling van aandelen Robeco berekend.

Figuur 2. Ontwikkeling van het eigen vermogen (A), gekapitaliseerde winst (B) en beurswaarde (C), gecorrigeerd voor inflatie (31-12-1950 – 31-12-1989)



3. *Kwartaalmededeling*, eerste kwartaal 1990.

4. Van de gewone aandelen en zo lang deze in omloop waren, ook van de preferente aandelen.

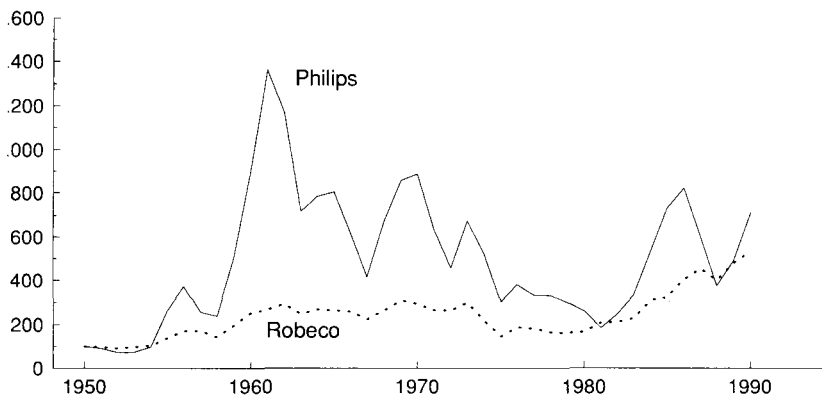
5. De gegevens over de winst en het vermogen zijn ontleend aan de jaarrekeningen van Philips.

6. De gegevens over de rendementen op staatsobligaties zijn ontleend aan *Jaarverslagen* van De Nederlandsche Bank, diverse jaren. Ontbrekende gegevens werden ontleend aan de *Officiële Prijscourant van Effecten*, diverse jaargangen. De opslag van twee procentpunten is te beschouwen als een risico-opslag. Zie daartoe ook: J. Keus, *Ondernemingswinst en werkgelegenheid*, Tweede druk, Stenfert Kroese, Leiden 1990, blz. 199-201.

7. De gegevens over de inflatie zijn ontleend aan tabel H 4 uit de *Nationale rekeningen 1988*, CBS, 1989. Uit deze tabel zijn de indices gebruikt betreffende 'Consumptieve bestedingen gezinshuishoudingen'. De prijsindex voor het jaar 1989 berust op een raming.

8. In de plaats van "1 januari" leze men: "de laatste beursdag vóór 1 januari".

Figuur 3. Ontwikkeling van de waarde van een belegging in aandelen Philips en Robeco (1-1-1950 – 1-1-1990; 1950 = 100)



Hierbij gelden dezelfde veronderstellingen als bij de belegging in aandelen Philips. Het onderzoek toonde aan dat over de periode 1950-1990 de waarde van de aandelen Philips sterker groeide dan van de aandelen Robeco: voor aftrek van inkomensbelasting en inflatie bedroeg het rendement op de aandelen Philips (op basis van samengestelde interest) 11,5% per jaar; bij Robeco was dit rendement 10,5% per jaar. Als rekening wordt gehouden met 40% inkomensbelasting (zodat minder nieuwe aandelen kunnen worden gekocht) en met inflatie, bedragen de rendementpercentages 5 voor Philips en 4,3 voor Robeco.

Het verloop van de waarde-index (1-1-1950 = 100) van de aandelen Philips en Robeco is weergegeven in figuur 3. In beide gevallen betreft het de ontwikkeling van de waarde na aftrek van 40% inkomensbelasting en van inflatie⁹.

Vergelijking van de curven in figuur 3 toont aan dat de waarde-ontwikkeling van de aandelen Robeco gelijkmatiger was dan van de aandelen Philips. Dit is niet verwonderlijk als men bedenkt dat Robeco een fonds is met een wereldwijd gespreide belegging.

De waarde van Philips blijkt op 1 januari 1961 de hoogste stand bereikt

te hebben. Tegen de achtergrond van de ontwikkeling van de winstpercentages is dit niet verwonderlijk¹⁰.

Ter vergroting van het inzicht in de rendementsontwikkeling zijn in tabel 1 de rendementpercentages (na aftrek van 40% inkomensbelasting en van inflatie) over vier deelperioden weergegeven.

Uit tabel 1 kolom 4 valt af te lezen dat voor de (hypothetische) belegger de aandelen Philips reeds drie decennia lang een lager rendement opleveren dan de aandelen Robeco. Verder kan men uit de tabel afleiden dat het rendement op de aandelen Philips over de laatste dertig jaar (in totaal gezien) gemiddeld negatief (-0,4%) is geweest. Deze feiten zouden al voor de recente gebeurtenissen aanleiding kunnen zijn geweest voor beroering.

Rentabiliteit en werkgelegenheid

Ook bij Philips geldt: 'meer winst, meer werk' en 'minder winst, minder werk'. Om dit aan te tonen wordt hieronder de relatie beschreven tussen de residuele rentabiliteit en de verandering van de werkgelegenheid. De residuele

rentabiliteit is hier gedefinieerd als: residuele groeps winst in procenten van het groepsvermogen (waarbij het groepsvermogen bestaat uit de som van het eigen vermogen en het overig groepsvermogen). Daarbij is de residuele groeps winst als volgt berekend.

De nettowinst (inclusief uitzonderlijke baten en lasten) is vermeerderd met het aandeel van het overig groepsvermogen in de groeps winst. De uitkomst van deze berekening geeft de groeps winst inclusief uitzonderlijke baten en lasten. Op deze groeps winst zijn twee correcties toegepast.

De eerste correctie (die mede ten doel heeft de invloed van de belangrijkste wijzigingen van het winstbepalingsstelsel op te heffen) betreft vermogensmutaties die Philips niet via de winst- en verliesrekening 'liet lopen'. Deze correctie is van toepassing op de balansrekeningen: 'herwaardering', 'goodwill' en 'omrekeningsverschillen vreemde valuta'. De invloed van deze correcties over de periode 1950 tot en met 1989

Tabel 1. Rendement na inkomstenbelasting en inflatie van aandelen Philips en Robeco (1950-1990), in procenten

(1) Periode ^a	(2) Philips	(3) Robeco	(4) (2)-(3)
1950-1960	24,6	9,6	15,0
1960-1970	-0,2	1,5	-1,7
1970-1980	-11,5	-5,4	-6,1
1980-1990	10,5	12,2	-1,7
1950-1990	5,0	4,3	0,7

a. Per 1 januari van het betreffende jaar.

is in totaal als volgt:

- herwaardering: winst f 9.921 mln.;
- goodwill: verlies f 1.168 mln;
- omrekeningsverschillen vreemde valuta: verlies f 7.632 mln.

De tweede correctie is van een geheel andere aard. Het betreft een aftrekpost ter grootte van de 'normaal' te achten winst. Deze 'normaal' te achten winst is bepaald volgens de formule:

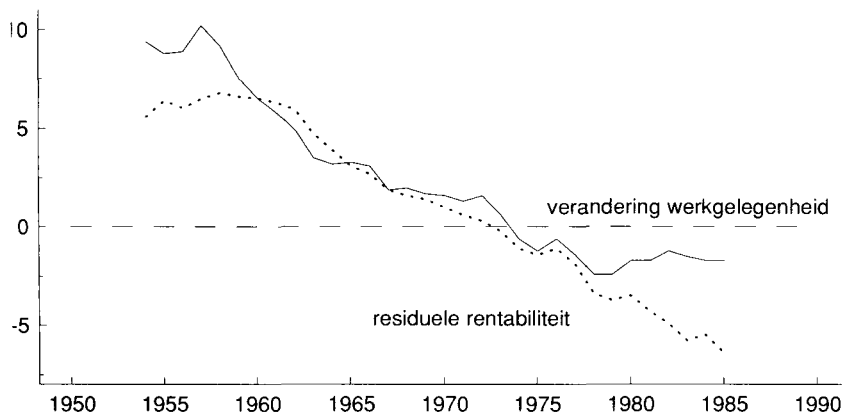
$$NGW_t = 0,01 r_t \times GGV_t, \text{ waarin}$$

NGW_t = normale groeps winst in jaar t;
 r_t = procentueel rendement op staatsobligaties in jaar t, verhoogd met een opslag van twee procentpunten¹¹;
 GGV_t = gemiddeld groepsvermogen in jaar t.

9. Zie noot 7.

10. De koersstijging aan het eind van de jaren vijftig is wellicht mede veroorzaakt door een gewijzigde visie van beleggingsanalisten waardoor het groei-element bij de waardering van aandelen een sterker accent kreeg. Zie daartoe: L. Traas, De kritische rentabiliteit van internationale concerns: een kwantitatieve benadering, in: *Vijftig jaar MAB*, Muusses, Purmerend, 1974, blz. 556, 557.

Figuur 4. Ontwikkeling van de residuele rentabiliteit en de verandering van de werkgelegenheid (negenjaars voortschrijdende gemiddelde percentages)



Na verwerking van de tweede correctie ontstaat een restpost die in dit artikel wordt aangeduid met de term 'residuele groepswinst'¹². De residuele rentabiliteit is, zoals hiervoor werd aangegeven, gedefinieerd als residuele groepswinst in procenten van het groepsvermogen. In figuur 4 zijn de resultaten samengevat van een onderzoek naar de relatie tussen residuele rentabiliteit en verandering van de werkgelegenheid¹³ bij Philips.

Op lange termijn blijkt er (ook bij Philips) een verband te bestaan tussen 'winst' en 'werk'¹⁴. Verder is één ding duidelijk: de neerwaartse trend van de residuele rentabiliteit is, ondanks de saneringen van de laatste jaren, niet omgebogen in een positieve richting. Deze uitspraak berust op gegevens waarin de cijfers over het eerste kwartaal 1990 niet zijn verwerkt. Ook zonder de tegenvallende resultaten van dat kwartaal zou er reden voor opschudding zijn geweest.

Conclusie

Met de publikatie van het bedroevende resultaat over het eerste kwartaal 1990 heeft Philips deining veroorzaakt. Onderzoek wijst uit dat het bedroevende resultaat spoort met de neerwaartse trend van enkele decennia. Na de topjaren 1960 en 1961 is het met Philips in tal van opzichten minder goed gegaan:

- de winst in procenten van de omzet is geleidelijk tot bijna nul gedaald;
- de beurswaarde van de aandelen is al vele jaren lager dan het eigen vermogen volgens de balans;
- de financiële structuur is verslechterd;
- het reële rendement op aandelen is (bij een matig tarief inkomstenbelasting) sinds 1961 gemiddeld negatief;
- de trend van de residuele rentabiliteit is onheilspellend;
- de werkgelegenheid is de laatste jaren afgebokkeld.

Het wekt daarom verbazing dat er niet reeds veel eerder opschudding over Philips is ontstaan.

J. Keus

De auteur is universitair hoofddocent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

11. Zie noot 6.

12. De term 'residuele groepswinst' kan als synoniem beschouwd worden van de term 'bénéfice' in de beroemde uitspraak van Walras: "Ainsi, à l'état d'équilibre de la production, les entrepreneurs ne font ni bénéfice ni perte". L. Walras, *Éléments d'économie politique pure* (Theorie de la richesse sociale), Parijs/Lausanne, 1926, blz. 195.

13. Exclusief de verandering van de werkgelegenheid uit hoofde van consolidaties en deconsolidaties (verwerving en overdracht van deelnemingen).

14. Zie voor uitvoerige beschouwingen over de relatie 'winst en werk': J. Keus, op.cit., 1990.