

De hoge aankooprijzen zijn zichtbaar in de post goodwill (de overnameprijs minus de waarde van de netto activa) die de afgelopen jaren sterk is toegenomen. Per 2018 staat voor 435 miljoen euro aan goodwill uit, op een boekhoudkundig eigen vermogen van 646 miljoen euro. Dit is betrekkelijk hoog, maar niet ongewoon voor een technologiebedrijf.

Niettemin maakt het een bedrijf wel kwetsbaar als de goodwill onvoldoende rendeert. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren wanneer een technologie achteraf toch minder nuttig blijkt, of wanneer er een nieuwe of verbeterde technologie beschikbaar komt die de huidige inhaalt (een 'disruptieve' technologie).

Verder heeft TKH nog niet veel werk gemaakt van het bestuurlijk en operationeel integreren van gekochte bedrijfsonderdelen. Het gebrek aan integratie maakt TKH, naar eigen zeggen, minder efficiënt en lastiger aan te sturen. De komende jaren zet TKH daarom in op stroomlijning van de operaties. Hierbij hoopt TKH dat beleggers het bedrijf ook beter kunnen doorgronden.

#### DALENDE WAARDECREATIE

Uit de cijfers over 2018 blijkt dat TKH economische waarde toevoegt. Het rendement op het geïnvesteerde kapitaal (ROIC) bedraagt 10,5 procent tegenover een gemiddelde kostenvoet voor kapitaal van 10 procent.

Niettemin is over de periode 2014-2018 sprake van een dalende trend waarbij het waardegenererend vermogen onder druk staat. Dit komt doordat de beperkte verbetering van de marges, gerelateerd aan de focus op nichemarkten, geheel teniet wordt gedaan door een snel afnemende kapitaalproductiviteit.

De kapitaalproductiviteit neemt af doordat het bedrijf meer werkkapitaal is gaan aanhouden, de gemiddelde *cash-conversion-cycle* afneemt en de groeiende goodwill zich onvoldoende uitbetaalt. Het lijkt erop dat TKH steeds meer



*Beleggers betalen ongeveer 10 keer het verwachte bedrijfsresultaat. Dit is lager dan concurrenten zoals Honeywell, Faro en Novanta, waarbij men tussen 15 en 25 keer de jaarwinst betaalt. Focus op nichemarkten moet deze verhouding verbeteren tot 11 à 14 keer de winst.*



*Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) lag in 2018 met 10,5 procent boven de WACC van 10 procent. Waardecreatie staat wel onder druk doordat de kapitaalproductiviteit afneemt en de margeverbetering dit maar ten dele compenseert.*

moet investeren om omzet te behalen. De productiviteit van het kapitaal – berekend als omzet gedeeld door het geïnvesteerd kapitaal – daalde van 2,3 in 2014 naar 1,6 in 2018. Dit ondanks een omzetgroei van 21 procent in dezelfde periode.

#### MEER SCHULD

Om de overnames te financieren is TKH meer gebruik gaan maken van vreemd vermogen. De zogenaamde nettoschuld bedraagt 1,9 keer de ebitda (eerste half jaar 2019), en ligt substantieel hoger dan in 2018 (1,5), 2017 (0,9) of het gemiddelde over de laatste tien jaren (0,36).

De groei van de nettoschuld geeft weer dat TKH scherper aan de wind is gaan varen. Niettemin voldoet TKH met de huidige schuldratio van 1,9 nog aan de met de bank afgesproken convenanten (volgens TKH is vastgesteld dat deze ratio onder de 3 moet blijven). Bovendien genereert TKH voldoende kasmiddelen uit zijn operationele activiteiten om de rentelasten te dekken. Conclusie is dan ook dat TKH zijn bestaande operaties adequaat kan financieren, maar dat men significant risicovoller opereert dan enkele jaren geleden.

#### AANDEELHOUDERS OP AFSTAND

De governance heeft bij TKH veel weg van die van een familiebedrijf. Van alle beursgenoteerde bedrijven, actief op Nederlandse bodem, zijn de rechten van beleggers nergens zo ingeperkt als bij TKH.

Zo is ceo Alexander van der Lof, kleinzoon van TKH-oprichter Cornelis van der Lof, de facto benoemd voor het leven. Beleggers hebben geen invloed bij (her)benoemingen.

Ook zijn op de beurs alleen certificaten van aandelen TKH verhandelbaar. Beleggers mogen in principe altijd zelf stemmen. Maar een aan TKH gelieerd administratiekantoor (AK) stemt voor iedereen die niet komt opdagen. In de laatste aandeelhoudersvergadering had het AK ongeveer 34 procent van de stemmen. Tevens is er een stichting met een optie om

