



Joost Groeneveld

‘Ken net’

Ukent vast die Friese uitdrukking wel die zoveel misverstand bij niet-Friezen veroorzaakt. Voor de zekerheid: het Friese *net* betekent *niet*. Voor Hollanders betekent *net* dat het *nog juist wel mogelijk* is.

Tennet rijmt op Ken net. Zou het daaraan liggen? ‘Netbeheerder Tennet heeft de komende tien jaar tot 11 miljard euro nodig ...’ (*NRC Handelsblad*, 6 mei 2011). Dat klinkt als een groot bedrag. Per jaar ruim € 1 mrd klinkt al veel beter. Maar ik weet niet of je het zomaar mag middelen. En € 1,1 mrd is ook niet niks. Wat zegt het dat Tennet dat bedrag nodig heeft? Is dat de uitgaande cashflow? Of is dat de hoogte van de vrije geldstroom? Of is daarmee de omvang van de capital cashflow aangeduid? Reden om eens beter te kijken.

‘Tennet stak zichzelf vorig jaar in de schulden door voor 885 miljoen euro het hoogspanningsnet van de Duitse Energiegigant E.ON te kopen’ (*NRC*). Dat klinkt negatief. Misschien zelfs een beetje tendentius. Alsof ze dat niet had moeten doen. Alternatieven waren geweest om dat hoogspanningsnet niet te kopen, het met eigen vermogen te betalen door aandelen te plaatsen of de aankoopsom uit de cashflow te voldoen. Met een lening is het laatste natuurlijk de bedoeling: aflossing en rente te betalen uit de verwachte vrije geldstromen. Vreemd vermogen is in principe goedkoop (belastingaftrek). Zo goedkoop mogelijk groeien. Wat wil een mens nog meer?

‘Door de overname explodeerde de omzet van 543 miljoen euro in 2009 tot 7,3 miljard vorig jaar’ (*NRC*). En dat terwijl het kabelnet pas gedurende 2010 werd gekocht (zie boven). Dat die omzet naar verwachting niet heel erg winstgevend kan zijn, kan inmiddels worden bedacht. De incrementele verwachte jaarlijkse vrije geldstroom zal gemiddeld ongeveer 1,3% van de incrementele verwachte jaarlijkse omzet zijn geweest. Als alles volgens verwachting zou zijn gegaan, is daarvan € 4 miljoen winst. De rest is rente, afschrijving en/of voorziening (na belasting). Voor zover het afschrijving is, kan daaruit jaarlijks worden afgelost. De transactie van vorig jaar wordt leuker naarmate de (verwachte) incrementele vrije geldstromen hoger waren dan de hier berekende 1,3%. De aandeelhouderwaarde van Tennet zal door deze aankoop nauwelijks zijn toegenomen. De motivatie hiervoor moet dus wel strate-

gisch van aard zijn geweest: groot; Nederland als distributieland voor energie; de eerste onderneming zijn met een internationaal kabelnetwerk.

Tennet boekte goede resultaten in Duitsland, maar in Nederland stonden de resultaten onder druk ‘doordat het Nederlandse hoogspanningsnet met 134 miljoen euro moest worden afgeboekt’ (*NRC*). Dat zal niet veel met de transactie te maken hebben. Die is dus zo goed als die was. En een afboeking als zodanig is voor de geldstroom niet erg. Integendeel, je houdt de vennootschapsbelasting nog even in eigen zak. Dus het gaat om de reden van de afboeking. Als dat verminderde verwachte geldstromen zijn, is het wel serieus. En dan ook nog hogere belastingen en stijgende financieringskosten. Met die extra lening van vorig jaar lijkt het risicoprofiel van de onderneming niet te zijn verbeterd. Kennelijk is de onderneming met zijn grotere schuldpositie rentegevoelig (in een tijd waarin stijgende rente meer voor de hand ligt dan dalende rente). In zo’n positie is geldnood een lelijk ding.

Dus tariefsverhoging? Dat mag ‘niet zomaar’. Daarvoor speelt Topman Kroon zijn troefkaart: ‘Door de uitbreiding van het netwerk zal de concurrentie internationaal toenemen en kan stroom goedkoper worden’. Let op: Kroon geeft geen schaalvoordelen door, maar een concurrentienadeel. En die concurrentie wordt opgeroepen door huizenhoge investeringen.

Normaal gesproken – zo dacht ik – belemmeren zulke investeringen de concurrentie. En toezichhouders hebben – in het algemeen – de grootste moeite om tarieven binnen de perken te houden. En die investeringen moet je ten slotte terugverdienen. Dus iemand moet die betalen. Maakt concurrentie die investeringen goedkoper? Worden ook door andere ondernemingen hoogspanningskabels aangelegd? Móeten de prijzen dan wel naar beneden? Heeft dat dan weer een afboeking tot gevolg zoals die van afgelopen jaar, 134 miljoen euro? Nee, hoger natuurlijk. Maar dat is voor later. Eerst maar eens € 11 mrd bij elkaar zien te krijgen.

Ik laat me graag geruststellen. Alles sal reg kom. En Kroon weet dat. Af en toe maak ik me zorgen; geheel overbodig. Het ‘ken net’. **An**

Joost Groeneveld RA RV, directeur Wingman Business Valuators B.V, Breda.