

schuld gefinancierd. Het is waarschijnlijk een van de redenen dat de koers-winstverhouding van AB InBev lager ligt dan die van Heineken.

Omgekeerd worden sommige bedrijven met weinig schulden, en dus relatief veel aandelenkapitaal, beloond met een hoge k/w op de beurs. Beleggers kunnen dit soort aandelen dan onterecht als duur bestempelen.

ONDERNEMINGSWAARDE

Als er veel af te dingen valt op een waarderingsmaatstaf als de koers-winstverhouding, hoe kunnen beleggers dan wel de waardering van een bedrijf beoordelen als er zulke verschillen zijn in schuld niveaus?

Een wat fijnmaziger maatstaf is de zogeheten *enterprise value to ebitda*-ratio (ev/ebitda), oftewel de ondernemingswaarde gedeeld door het bedrijfsresultaat (ebitda). Hoe lager dit verhoudingsgetal, hoe aantrekkelijker de onderneming gewaardeerd is. In deze ratio wordt juist wel rekening gehouden met de schulden van een onderneming.

Het getal in de teller, de ondernemingswaarde (enterprise value), is de marktkapitalisatie (het aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers) plus de nettoschuld, oftewel de marktwaarde van de rentedragende schulden minus het geld in kas. Iemand die een onderneming volledig zou willen overnemen, moet ook de schulden afbetalen. Met de kasmiddelen heb je aan de andere kant een deel van je investering direct terug.

BEDRIJFSRESULTAAT

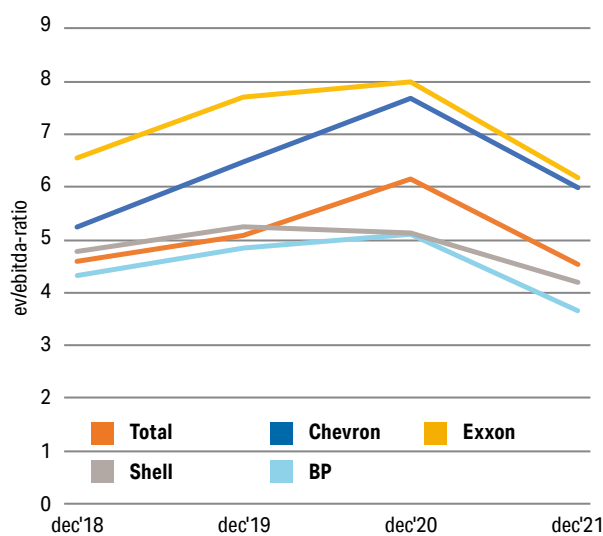
Het getal in de noemer van het verhoudingsgetal gaat uit van het bedrijfsresultaat. Deze ebitda geeft een beter inzicht in de verdiensten uit de bedrijfsvoering dan bijvoorbeeld de nettowinst. Nettowinst is afhankelijk van vrij arbitraire en ruim interpreteerbare regels over het

OLIEREUZEN VERGELIJKEN OP BASIS VAN EV/EBITDA-RATIO

De toegevoegde waarde van de ev/ebitda-ratio wordt snel helder in de casus Shell. Door de enorme afboekingen op onder meer een gasproject in Australië en schalieolie in de VS leed het concern een verlies van bijna 22 miljard dollar in 2020. Afwaarderingen drukken weliswaar het resultaat, maar er vloeit geen cash uit het bedrijf. Als er verlies wordt gemaakt, is de k/w onbruikbaar, laat staan dat een zinnige vergelijking mogelijk is met BP of ExxonMobil.

De ev/ebitda geeft een stabiel beeld. Dat komt vooral doordat afwaarderingen op zachte activa, gas- of oliereserves en productiemiddelen het ebitda-cijfer niet beïnvloeden. Dit maakt een vergelijking van bedrijven die in dezelfde sector actief zijn mogelijk.

AMERIKAANSE OLIEBEDRIJVEN STRUCTUREEL HOGER GEWAARDEERD DAN EUROPESE



Bron: Bloomberg.

Shell, BP en TotalEnergies worden momenteel verhandeld tegen een vergelijkbare ev/ebitda-multiple van rond de 4. De Amerikaanse oliebedrijven Exxon en Chevron krijgen een hogere waardering, tot wel de helft meer dan de Europese sectorgenoten.

De Amerikanen draaien efficiënter en halen hogere rendementen op de geïnvesteerde middelen. Ook over de langere termijn – de afgelopen vier boekjaren – is de premie van de twee vrij constant.

Tot slot valt op dat de ratio voor eigenlijk alle oliemaatschappijen lager is dan in het verleden. Dat komt mogelijk omdat we rondom het hoogtepunt zullen zitten van de oliecyclus, waardoor de winsten hoog liggen en het verhoudingsgetal bij een gelijke ondernemingswaarde dus lager uitkomt.

afschrijven van (immateriële) activa, belastingregels die per regio sterk kunnen verschillen en rentelasten.

Daardoor hoeft de winst per aandeel maar weinig te zeggen over de harde contanten die een onderneming binnenhaalt uit de bedrijfsvoering. De afschrijvingen bijvoorbeeld gaan wel ten koste van de winst, maar er vloeit daarbij geen echt geld uit het bedrijf. De ebitda geeft hierin meer inzicht en is door topmannen moeilijker naar hun hand te zetten.

PLUSSEN EN MINNEN

In de praktijk blijkt het ev/ebitda-verhoudingsgetal aardig te werken. Onderzoek laat zien dat het selecteren van aandelen op basis van een lage ratio meer rendement oplevert dan het selecteren op andere waarderingsmaatstaven, zoals de k/w of de marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde van aandelen.

De meerwaarde van de ev/ebitda zit in het feit dat de ratio de ingelegde middelen van alle kapitaalverschaffers meeneemt, ook die van schuldverschaffers. Bovendien geeft het bedrijfsresultaat een beter inzicht in de verdien capaciteit van een onderneming en is deze – in tegenstelling tot de winst per aandeel – vrijwel altijd positief.

De ev/ebitda kan daardoor vaker gebruikt worden dan de k/w, die niet relevant is voor ondernemingen die verlies maken.

Nadelen zijn er ook. Zo is de ene schuld de andere niet. Zijn langlopende contracten voor leasevliegtuigen van een luchtvaartmaatschappij een vorm van schuld? En hoe zit het met de huurverplichtingen van bij elkaar 8 miljard euro die topman Frans Muller van Ahold Delhaize aan is gegaan?

Ook kan een pensioentekort, dat in het verleden bedrijven als PostNL, AkzoNobel en Philips achtervolgde, gezien worden als een verplichting en dus een vorm