

van schuld naar gepensioneerde werknemers. Een flink aantal bedrijven moest in de afgelopen jaren honderden miljoenen euro's bijstorten om het risico op hoge toekomstige pensioenbetalingen af te hechten.

Bij het vergelijken van ondernemingswaardes tussen bedrijven is het dus van belang dat een belegger alle vormen van schuld meeneemt.

Ook een ebitda-resultaat is verre van zaligmakend. Alhoewel het vaak als een benadering van de kasstroom van een bedrijf wordt gebruikt, is dat te kort door de bocht. Afschrijvingen zijn immers gewoon kosten, belastingen moeten betaald worden en ook periodieke rentebetalingen blijven buiten beschouwing.

INVESTERINGEN

Het bedrijfsresultaat houdt daarnaast geen rekening met benodigde investeringen in

HET BEDRIJFS- RESULTAAT HOUDT GEEN REKENING MET BENODIGDE INVESTERINGEN

bijvoorbeeld machines om het bedrijf draaiende te houden. Onderzoek laat zien dat investeringen voor de 1500 grootste Amerikaanse bedrijven gemiddeld anderhalf keer zo hoog liggen als de afschrijvingen. Door deze afschrijvingen en investeringen uit de vergelijking te houden, wordt een te rooskleurig beeld gegeven van de cashgeneratie van een bedrijf.

Vooral om die reden heeft Warren Buffett maar weinig op met de ebitda en het verhoudingsgetal waarvan het bedrijfsresultaat een cruciaal element vormt. Als criticaster is een befaamde oneliner van deze meesterbelegger dat "het ebitda-resultaat alleen zinnig is als je denkt dat investeringen in kapitaalgoederen door de tandefee worden gedaan."

Het feit dat rentelasten en belasting(regels) sterk kunnen verschillen tussen bedrijven en landen, wil bovendien niet zeggen dat dit geen echte kosten zijn.

Tot slot – en dat is misschien het belangrijkste – is de ev/ebitda-ratio een momentopname die maar over één jaar gaat. Dit maakt de ratio ongeschikt voor groeiende bedrijven. Terwijl de ondernemingswaarde de verwachte

groei al wel reflecteert, loopt het bedrijfsresultaat achter bij de marktverwachtingen en duurt het mogelijk nog jaren om de door de markt verwachte waardering waar te maken.

VERDICT

De ev/ebitda-ratio is de meest accurate manier om een bedrijf in een handomdraai te waarderen. Onderzoek laat zien dat het verhoudingsgetal goed gereedschap is om dure van goedkope aandelen te onderscheiden. Het is bij het berekenen van de ondernemingswaarde wel van belang dat alle vormen van schuld meegenomen worden.

Ook moet een belegger zich realiseren dat de ebitda sommige uitgaven buiten beschouwing laat die wel gedaan moeten worden om een bedrijf te runnen. Net als de koers-winstverhouding kan ook de ev/ebitda geen vervanger zijn van een grondige analyse.

