

emissie op de been blijven.

Omgekeerd krijgt een defensief bedrijf met weinig schulden, en dus vaak veel aandelenkapitaal, een hoge k/w opgeplakt. Beleggers kunnen dit soort aandelen onte-recht als duur zien.

FIJNZAZIGER

Professionele beleggers geven daarom de voorkeur aan de enterprise value-ebitda ratio (ev/ebitda), oftewel de ondernemingswaarde gedeeld door het bedrijfsresultaat (ebitda). Hoe lager het getal, hoe aantrekkelijker de onderneming gewaardeerd is.

In deze ratio wordt juist wel rekening gehouden met de schulden van een onderneming. Het getal boven de streep, de enterprise value, is de marktkapitalisatie (uitstaande aandelen maal beurskoers) plus de nettoschuld, oftewel de rentedragende schulden minus het geld in kas.

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. Deze laatste is afhankelijk van vrij arbitraire en ruim interpreteerbare regels over het 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 binnen haalt uit de bedrijfsvoering.

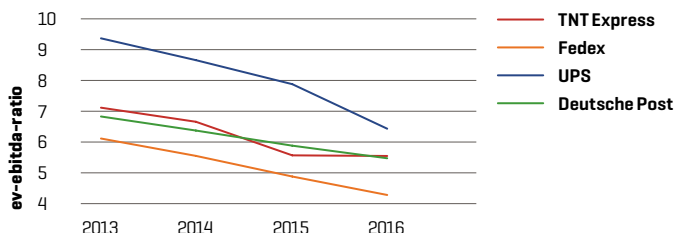
TNT EXPRESS

Een voorbeeld, postbedrijf TNT Express, maakt het voordeel van de ev/ebitda snel duidelijk. Door stevige afboekingen in Brazilië en China schiet de winst per aandeel, en dus de k/w, in de laatste jaren alle kanten op. De ev/ebitda geeft een stabiel beeld.

TNT Express heeft een marktkapitalisatie van ongeveer 3,6 miljard euro en een negatieve netto schuld van 280 miljoen euro halver-

CONCURRENTEN VERGELIJKEN MET DE EV-EBITDA-RATIO

De ev-ebitda-ratio is handig om sectorgenoten met elkaar te vergelijken. Hoe lager de ratio hoe aantrekkelijker gewaardeerd het aandeel is. TNT Express lijkt fair gewaardeerd ten opzichte van deze branche-genoten.



wege 2013, er staat dus meer cash op de balans dan dat er schuld is.

De ondernemingswaarde komt hierdoor op 3,32 miljard euro (3,6 miljard euro minus 280 miljoen euro). Analisten verwachten dit jaar een ebitda-resultaat van 465 miljoen euro, wat resulteert in een ev/ebitda-ratio van iets meer dan 7 (3,32 miljard euro/465 miljoen euro). Een belegger kan gevoel krijgen bij dit getal door het te vergelijken met branche-genoten.

Het Amerikaanse Fedex (6,09x) en Deutsche Post (6,84x) ogen met een lagere ratio goedkoper, maar veruit de grootste speler, UPS, krijgt een aanzienlijk hogere waardering opgeplakt van 9,45 keer het bedrijfsresultaat. Beleggers lijken een premie te betalen voor deze gigapakketbezorger.

TNT Express lijkt fair gewaardeerd ten opzichte van deze branche-genoten. Overigens verwachten analisten een verbetering van de bedrijfswinsten in de sector

waardoor de ev/ebitda van de vier afneemt (zie grafiek).

VOOR EN TEGEN

In gebruik lijkt de ev/ebitda goed te werken. Onderzoek laat zien dat het selecteren van aandelen op basis van een lage ev/ebitda meer rendement oplevert dan het selecteren op andere waarderingsmaatstaven zoals de k/w of de marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde van aandelen (mw/bw).

De meerwaarde van de ev/ebitda zit in het feit dat het alle kapitaalverschaffers meeneemt, ook schuldverschaffers. Ook geeft de ebitda meer 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 toepasbaar 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? De ene vliegtuigmaatschappij rekent de leaseportefeuille tot schuld, terwijl de ander de leasekosten alleen in de winst- en verliesrekening laat terugkomen.

Ook kan een gat in de pensioenpot, zoals bij PostNL, gezien worden als een verplichting en dus een vorm van schuld naar gepensioneerde postbodes. Bij het verge-

lijken van ondernemingswaarden tussen bedrijven is het van belang dat een belegger alle vormen van schuld meeneemt.

Het getal in de noemer, de ebitda, is ook niet zaligmakend. Het getal geeft een benadering van de cash die er een bedrijf binnenstroomt, maar het houdt geen rekening met de hoeveelheid cash die de onderneming verlaat in de vorm van rente, belastingen en investeringen.

Warren Buffett bijvoorbeeld heeft weinig op met de maatstaf: "Het ebitda-resultaat is alleen zin-nig als je denkt dat investeringen in kapitaalgoederen door de tanden-fee gedaan worden".

Voor bij bedrijven die flink gaan investeren, bijvoorbeeld KPN, geeft de ebitda een te rooskleurig beeld over de winstcapaciteit. Het feit dat rentelasten en belasting(regels) sterk kunnen verschillen tussen bedrijven, en de ebitda zaken vergelijkbaarder maakt, wil bovendien niet zeggen dat dit geen echte kosten zijn.

SLOTSOM

De ev/ebitda-ratio is de meest omvattende manier om een bedrijf te waarderen. Onderzoek laat zien dat het 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 kosten buiten beschouwing laat, die wel degelijk gemaakt moeten worden om een bedrijf te runnen. Net als de k/w kan ook de ev/ebitda nimmer een vervanger zijn van een grondige analyse.

IN DEZE RATIO WORDT JUIST WEL REKENING GEHOUDEN MET DE SCHULDEN VAN EEN ONDERNEMING

- Meer over de koerswinst-verhouding: veb.net/kw
- Ook eerder besproken in deze rubriek: nut en noodzaak van de ebitda. Ga naar veb.net/ebitda