



HET GEVAAR VAN DE ONDERNEMINGSWAARDE-EBITDA-RATIO

- De *ondernemingswaarde-ebitda-ratio* (ow/ebitda) zit in de gereedheidskist van veel beleggers. Het verhoudingsgetal kijkt hoe vaak de ebitda in de ondernemingswaarde – de marktkapitalisatie plus de nettoschuld (de rentedragende schulden minus de kaspositie) – past. Een lage ow/ebitda kan duiden op een ondergewaardeerd bedrijf, omdat de inleg van de belegger snel kan worden terugverdiend: de koers is laag ten opzichte van de winst.
- Beleggers moeten goed opletten. Er zal lang niet altijd sprake zijn van een koopje. De lage ratio kan ook het gevolg zijn van het feit dat er een gat zit tussen de ebitda en de vrije kasstroom. Uiteindelijk is alleen de laatste maatstaf – het bedrag dat daadwerkelijk in de kas stroomt – belangrijk voor de waarde van een aandeel. De ebitda is weinig meer dan een bedrag op papier, terwijl de vrije kasstroom bepaalt hoeveel geld er daadwerkelijk kan worden uitgekeerd aan aandeelhouders (dividend plus aandeleninkopen).
- Zo valt goed te verklaren dat beleggers momenteel maar 3 keer de ebitda van 2023 voor het aandeel Air France-KLM betalen, en maar liefst 40 keer voor Adyen. Dat heeft er alles mee te maken dat net geen 100 cent van iedere euro ebitda overblijft aan vrije kasstroom bij de betalingsverwerker (exclusief tijdelijke geldstroom van winkeliers). Bij het kapitaalintensieve Air France-KLM lag de cashconversie onder nul. Bovendien heeft Adyen veel meer ruimte om rendabel te groeien – lees: hogere kasstromen in de toekomst – dan de Frans-Nederlandse vliegmaatschappijcombinatie.
- Toekomstige groeimogelijkheden en de hoeveelheid kapitaal die het bedrijf nodig heeft om die groei te realiseren – kapitaalintensiteit – zijn cruciaal voor de waardering van een bedrijf. Met beide elementen houdt de ow/ebitda geen rekening. Dit maakt deze maatstaf ongeschikt om bedrijven die actief zijn in verschillende sectoren met elkaar te vergelijken. Een goede belegger kijkt verder dan de ebitda.

kasstroom juist weer positief beïnvloedt. Klanten betalen hun tickets ruim voordat hun vlucht plaatsvindt. De luchtvaartmaatschappij ontvangt dit geld voordat zij de tegenprestatie – de vlucht – levert. Dit fenomeen uit zich in een stevige post vooruitbetalingen op de bedrijfsbalans die het netto werkkapitaal drukt en de vrije kasstroom een boost geeft. In 2023 was de groei in ticketverkoop beperkter dan een jaar eerder, waardoor de bijdrage te beperkt bleef om een negatieve kasstroom te voorkomen. Bij kapitaalintensieve bedrijven als Air France-KLM geeft de ebitda een veel te rooskleurig beeld van het geld dat verdeeld kan worden onder aandeelhouders. Dit blijkt ook wel uit het feit dat het bedrijf al 16 jaar geen dividend uitkeert. Het laat ook zien dat een negatief werkkapitaal zich vooral uitbetaalt in periodes van groei. Dan ontvangen deze bedrijven geld van klanten voor-

dat ze hun eigen leveranciers moeten betalen, wat leidt tot een sterke kasstroompositie.

Wanneer de omzet daalt, kan dit effect echter omgekeerd worden. Omdat deze bedrijven afhankelijk zijn van vooruitbetaalde inkomsten, kan een daling in omzet betekenen dat er minder vooruitbetaald wordt, terwijl bestaande verplichtingen nog steeds moeten worden voldaan. Dit kan leiden tot een scherpe daling in de kasstroom.

Ook JDE Peet's, bekend van de merken Douwe Egberts, L'Or en Pickwick, noteerde vorig jaar een degelijke ebitda van 1,4 miljard euro, maar er kwam slechts iets meer dan 500 miljoen euro aan cash binnen. Het koffie- en theebedrijf laat structureel allerhande incidentele kosten door de boeken lopen die buiten de zelfgekozen definitie van de ebitda worden gehouden. Dat gaat bijvoorbeeld om kosten voor het verbeteren

**EEN GOEDE
BELEGGER
KIJKT VERDER
DAN DE
EBITDA**

van IT-systemen en kosten in verband met obligatie-uitgiftes of afvloeiingsregelingen. Al dit soort kosten houdt JDE Peet's vakkundig buiten het kale ebitda-cijfer, maar er is wel degelijk echte cash mee gemoeid.