



DEEL 1. BEHEERVERGOEDINGEN

waardering vaste management fees	
operationele winst	€ 826
afschrijvingen	€ -35
rente	€ -40
belastingen	€ -127
winst na belastingen	€ 624
multiple	27
waardering	€ 16.849

Bron: analistentaxaties en berekeningen VEB. Bedragen in miljoenen.

maar een inschatting van toekomstige prestatiebonussen. Vervolgens worden die bonussen teruggerekend naar de waarde van vandaag met een discontovoet (contante-waarde-methode). De premisse is vaak dat prestaties uit het verleden worden doorgetrokken naar de toekomst.

Vanwege de grote onzekerheid wordt een hoge discontovoet gehanteerd, vaak 13 procent of meer. Die zorgt ervoor dat de (verwachte) toekomstige winsten snel minder waard worden. Enig rekenwerk levert een waardering op van ruim 5 miljard euro.

DEEL 3 INVESTERINGEN OP BOEKWAARDE: NUL EURO

De investeringen in eigen fondsen zijn vaak – relatief – beperkt. In plaats van allerlei waarderings-acrobatiek, waarbij weer toekomstige rendementen ingeschat moeten worden, is het gebruikelijk deze investeringen tegen boekwaarde mee te nemen in de waardering.

Bij CVC was de boekwaarde van investeringen eind 2023 ruim 800 miljoen euro. Door de forse stijging van de beheerde beleggingen, zullen de investeringen waarschijnlijk oplopen tot circa 1,4 miljard euro eind 2024 (dat is 1 procent van circa 140 miljard euro aan belegd vermogen).

In het geval van CVC zijn we er dan nog niet. Want het

**DE ENE
VERGOEDING
IS DE ANDERE
NIET**

DEEL 2: PRESTATIEBONUSSEN

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
winst uit prestatievergoedingen	€ 369	€ 467	€ 680	€ 746	€ 625
discontovoet (13%)	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
contante waarde	€ 326	€ 366	€ 471	€ 458	€ 339
contante waarde (2025E-2029E)					€ 1.960
eindwaarde					€ 3.084
totale waarde					€ 5.044

Bron: analistentaxaties en berekeningen VEB. Voor de eindwaarde is gerekend met een terminale groeivoet van 2 procent. Bedragen in miljoenen.

waardering is het noodzakelijk CVC op te knippen in drie delen. In een zogenoemde som-der-delen-waardering, worden de vaste management fees, prestatiebonussen en de eigen investeringen los van elkaar gewaardeerd.

DEEL 1 HOGE WAARDERING VOOR MANAGE- MENT FEES: - 17 MILJARD EURO

De wereld moet zo ongeveer vergaan, wil CVC niet kunnen rekenen op een langzaam groeiende inkomstenstroom uit vaste beheervergoedingen. Die overtuiging zit althans versleuteld in de torenhoge waarderingsmultiple die analisten op deze inkomstenstroom plakken. Zo rekenen bijvoorbeeld Goldman Sachs, Deutsche Bank en JPMorgan met

een multiple van maar liefst 26 tot 27 keer de winst.

Gerekend met de fee-inkomsten waar de markt voor volgend jaar rekening mee houdt, kom je na enig rekenwerk al snel op een waarde van bijna 17 miljard euro voor dit deel van het bedrijf.

DEEL 2 PRESTATIEBONUSSEN LAGER GEWAARDEERD: 5 MILJARD EURO

Om een waarde te plakken op de carried interest heb je een glazen bol nodig. Alleen iemand die weet hoe hoog de rendementen op de tientallen lopende fondsen van CVC zullen uitvallen, kan berekenen hoe hoog de prestatiebonussen zullen worden.

Bij dit soort activiteiten wordt meestal geen multiple gebruikt,