

## Stop met 5 x de winst + eigen vermogen !

In ons artikel in november 2015 besteedden wij al aandacht aan de "dommigheid" in het gebruik van EBITDA-multiples. Maar ik kom in de M&A-praktijk en waarderingspraktijk nog regelmatig een prijs-formule tegen die nog een graadje erger is, namelijk: de prijs van de aandelen is de gewogen gemiddelde nettowinst van 2013, 2014 en 2015, vermenigvuldigd met bijvoorbeeld factor 5 en vermeerderd met de intrinsieke waarde van het eigen vermogen. De redenatie hierachter is dat bezittingen minus schulden de waarde van het bedrijf vertegenwoordigt zoals het er op de balansdatum "bij ligt" en de factor 5 x de nettowinst zou dan de goodwill zijn.

Ik zal twee voorbeelden schetsen aan de hand van de balans en de gewogen gemiddelde nettowinst, waarbij deze formule geheel ontspoort.

### Voorbeeld 1 (bedragen x 1.000 €)

<b>Balans X BV</b>			
Materiële vaste activa	1400	Eigen vermogen	1400
Vlottende activa	700		
Liquide middelen	100	Vreemd vermogen	700
		Overige passiva	100
<b>TOTAAL</b>	<b>2200</b>	<b>TOTAAL</b>	<b>2200</b>
Gemiddelde nettowinst	100		

Zo op het eerste gezicht een solvabel bedrijf maar wel met een redelijke lage historische nettowinst. Veel van het vermogen is in de vaste en vlottende activa geïnvesteerd.

De gemiddelde nettowinst bedraagt € 100.000,- en het eigen vermogen € 1,4 miljoen. De prijs voor de aandelen bedraagt volgens de formule dus € 1.400.000,- + 5 x € 100.000,- = € 1,9 miljoen.

Dat is omgerekend 19 x de nettowinst ! Daarnaast is de koper blijkbaar ook nog eens bereid om € 700.000,- vreemd vermogen over te nemen. De totale investering bedraagt € 2.600.000,-. Stel dat de vrije geldstroom van deze onderneming € 140.000,- bedraagt dan is het rendement op het geïnvesteerd vermogen slechts 5,5% (afgerond) ! Dit is voor een risicodragende investering in een MKB bedrijf veel te laag.

### Voorbeeld 2

<b>Balans X BV</b>			
Materiële vaste activa	1400	Eigen vermogen	300
Vlottende activa	700		
Liquide middelen	100	Vreemd vermogen	1800
		Overige passiva	100
<b>TOTAAL</b>	<b>2200</b>	<b>TOTAAL</b>	<b>2200</b>
Gemiddelde nettowinst	350		

Hier is sprake van een winstgevend bedrijf en het vermogen is laag. Een groot deel van de activa is gefinancierd met vreemd vermogen.

De gemiddelde nettowinst bedraagt € 350.000,- en het eigen vermogen € 300.000,-. De prijs voor de aandelen bedraagt volgens de formule dus € 300.000,- + 5 x € 350.000,- = € 2,05 miljoen.

Omgerekend is dat 5,9 x de nettowinst. Op zich heeft dit bedrijf een beter rendement dan het bedrijf in het eerste voorbeeld en een factor 5,9 x de nettowinst lijkt dan ook redelijk. Maar als we hier opnieuw rekening houden met het feit dat tevens € 1.800.000,- aan schulden wordt overgenomen, bedraagt het geïnvesteerd vermogen € 3.850.000,-. Stel dat bij deze onderneming de vrije geldstroom € 450.000,- bedraagt dan is het rendement in dit geval 12% (afgerond). Een verdubbeling van het rendement ten opzichte van voorbeeld 1 maar nog altijd (te) laag.

### Wat gaat er fout ?

Wat gaat er fout in deze beruchte formule ? De redenering is dat als prijs wordt uitgegaan van een verwachte nettowinst van 20% (factor 5) voor de aandeelhouder.

Winst is door allerlei factoren positief en negatief te beïnvloeden en daarom een slechte grondslag voor de bepaling van economische waarde. Vervolgens wordt het eigen vermogen erbij opgeteld. Het eigen vermogen is een boekhoudkundige grootte en de goodwill is een uitdrukking van een economische waarde of prijs. Deze bij elkaar optellen is methodisch onjuist en leidt tot een zeer ongewenste en onjuiste dubbeltelling en in veel gevallen tot een te hoge prijs. De redenering komt er namelijk op neer dat een investeerder dus wel 20% wil hebben over de betaalde goodwill, maar niet over de boekwaarde van het eigen vermogen en dat kan natuurlijk niet kloppen.

### Hoe dan wel ?

Veel beter is het om uit te gaan van de verwachte operationele vrije geldstromen van de onderneming, afgezet tegen de risico-inschatting van het bedrijf. De uitkomst hiervan bepaalt de economische waarde van de activa van de onderneming. Als we daar dan de schulden vanaf trekken, resteert de economische waarde van het eigen vermogen / de aandelen.

In onze twee voorbeelden is de waarde van de aandelen als volgt (bij benadering):

	<u>Voorbeeld 1</u>	<u>Voorbeeld 2</u>
Contante waarde vrije geldstromen:	685k	2250k
<u>Vreemd vermogen:</u>	<u>-700k</u>	<u>-1800k</u>
Economische waarde eigen vermogen:	- 15k	450k
Prijs volgens formule:	1900k	2050k
Verschil / te hoge prijs:	1915k	1600k

### Conclusie

Als u de "5 x winst + eigen vermogen"-formule (of een variant daarop) tegenkomt in waardebepalingen of aandeelhoudersovereenkomsten, wees er dan zeer alert op dat de waarde of de prijs waarschijnlijk niet juist wordt vastgesteld. Veel reëler is het om uit te gaan van een specifieke, op maat gemaakte berekening op basis van verwachte geldstromen en om die te hanteren voor het bepalen van de waarde of de prijs van de aandelen.