

DE ENTERPRISE VALUE ONTRAFELD!

DOOR NICO DAMINET

In de financiële pers en in financiële rapporten komt vaak de term “Enterprise Value (EntV)” voor, samen met bijhorende ratios zoals “EntV/Sales” of “EntV/EBITDA”. Iets minder vaak wordt de term “Equity Value” (EqV) gebruikt. Terecht, want er is wel degelijk een belangrijk betekenisverschil tussen beide populaire termen.

Wat is Enterprise Value? Wat is Equity Value?

“Enterprise Value” is het Engelse buzz-woord dat de totale waarde van een onderneming aangeeft. Dat is niet enkel de waarde van de aandelen. “Enterprise Value” verrekent op die waarde ook de minderheidsbelangen in andere ondernemingen en de netto financiële schuld. Dit laatste is de financiële schuld op lange termijn plus de schuld op korte termijn min de cashpositie.

De “Equity Value” daarentegen betekent de waarde van het aandelenkapitaal. Met andere woorden de waarde per aandeel vermenigvuldigd met het aantal aandelen. Die waarde is de beurskoers of de boekwaarde. We houden er wel rekening mee dat de boekwaarde nogal vaak ondergewaardeerd is.

Hoe worden Enterprise Value en Equity Value berekend?

De “Enterprise Value” van een bedrijf wordt berekend door bij de marktwaarde van die onderneming (of de waarde van de aandelen), de netto-schuldpositie en de

minderheidsbelangen in andere bedrijven op te tellen aan de intrinsieke waarde. Met andere woorden, Enterprise Value reflecteert wat het een partij zou kosten om het volledige bedrijf over te nemen.

Hoe kunnen we het verschil tussen Equity Value en Enterprise Value illustreren?

	Alfa	Beita
Eigen Vermogen	1.000	1.000
Schulden	500	1.000
Minderheidsbelangen	50	50
Geldmiddelen (Cash)	100	50
Enterprise Value	1.450	2.000

De Equity Value is bij beide bedrijven 1.000 maar de Enterprise Value van bedrijf Beita (2.000) ligt significant hoger dan die van Alfa (1.450) wegens de verschillende kapitaalstructuur. Onderneming Beita heeft immers een veel hogere netto financiële schuldpositie (950) dan bedrijf Alfa (400). Dat kan het gevolg zijn van de financieringspolitiek van die onderneming, de sector waarin het bedrijf actief is of zijn levensfase.

Waarom is Enterprise Value belangrijk?

De “Enterprise Value” houdt rekening met alle financieringsmiddelen van een onderneming:



Voor het meten van de waarde van een bedrijf bestaan geen kant en klare weegtoestellen. Voor wie het wil en wat moeite doet, zijn er wel enkele handige en degelijke technieken.

de aandeelhouders, schuldhouders en minderheidsaandelenposities. De Enterprise Value is als neutrale graadmeter van de kapitaalstructuur een zeer nuttige indicator om bedrijven onderling te vergelijken.

Nemen we terug het voorbeeld van Alfa en Beita:

	Alfa	Beita
Enterprise Value (EntV)	1.450	2.000
Omzet	1.300	1.300
EBITDA (*)	250	250
EBITDA-marge	19%	19%
EntV / Omzet	1,1x	1,5x
EntV / EBITDA	5,8x	8,0x

(*) EBITDA = Earnings before Interest, Taxes, Depreciations & Amortisations (brutobedrijfskasstroom)

Enterprise Value (EntV) = marktwaarde + netto-schuldpositie + minderheidsbelangen

Marktwaarde: de waarde van het aandelenkapitaal dat voor beursgenoteerde bedrijven overeenkomt met de beurskapitalisatie. Voor niet-beursgenoteerde bedrijven wordt de marktwaarde berekend door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de boekwaarde.

Netto-schuldpositie: de waarde en de middelen van een onderneming omvatten meer dan enkel het eigen vermogen. Ook de schulden en de kasmiddelen van een bedrijf tellen mee. Dus worden de netto-financiële schulden - namelijk de financiële schulden min de kasmiddelen - mee verrekend in de Enterprise Value van een bedrijf.

Minderheidsbelangen: dit boekhoudkundige concept refereert naar een belang in een bedrijf van minder dan 50%. Het controlerende bedrijf rapporteert minderheidsbelangen op de balans en geeft daarmee de vorderingen als niet controlerende partij op activa die toebehoren aan een ander bedrijf weer.

Laten we voor beide bedrijven als omzet 1.300 euro nemen en een rendabiliteit van 19%. Dan merken we dat zowel de EntV/Omzet als de EntV / EBITDA voor bedrijf Alfa fors lager uitkomen dan voor bedrijf Beita. Dit betekent zoveel als "Alfa is goedkoper gewaardeerd dan Beita". De reden is de fors hogere Equity Value van bedrijf Beita zoals we hoger uitgelegd hebben.

Deze tabel toont aan dat de "Enterprise Value" van een onderneming een betere vergelijkingsbasis biedt. Ondanks het feit dat de Equity Value, de omzet en de rendabiliteit van beide bedrijven dezelfde zijn, is het net omwille van de kapitaalstructuur toch veel goedkoper om bedrijf Alfa te kopen. Omdat "Enterprise Value" rekening houdt met de totale kapitaalstructuur van een onderneming gebruiken de financiële pers en de analisten deze parameter dikwijls.

Hoe kan je met EntV aandelen uit dezelfde sectoren met elkaar vergelijken?

De EntV / EBITDA ratio dient vaak om beursgenoteerde aandelen met elkaar te vergelijken, zowel binnen eenzelfde sector als cross-sectorieel. Nevenstaande tabel geeft de verwachte waarderingen in een aantal sectoren op basis van verwachte EntV / EBITDA-ratios.

Veronderstel vervolgens een keuzekans in de mediasector tussen drie bedrijven. Voor

Sector	EntV / EBITDA 2007E	EntV / EBITDA 2008E
Telecom	6,2x	5,9x
Media	8,5x	7,6x
Automobiel	4,1x	3,3x
Chemie	7,6x	7,0x
Technologie	9,9x	8,4x
Retail	8,2x	7,1x

	Alfa	Beita	Gamma
EntV / EBITDA 2007E	7,9x	8,5x	9,2x
Mediasector	8,5x	8,5x	8,5x
	<	=	>
	Ondergewaardeerd	Fair gewaardeerd	Overgewaardeerd

2007 heeft bedrijf Alfa een verwachte EntV / EBITDA van 7,9x, bedrijf Beita 8,5x en bedrijf Gamma 9,2x. Welke conclusies kunnen we trekken?

Conclusie

De Enterprise Value (EntV) verschilt van de Equity Value doordat hij rekening houdt met alle financieringsmiddelen van een onderneming en niet enkel met het aandelenkapitaal.

Daarom geeft die Enterprise Value ook een exacter beeld van wat het zou kosten om de totale entiteit te verwerven.

Daarom is de Enterprise Value dikwijls de basis om de waarde van een bedrijf te bepalen of te vergelijken met sectorgenoten op basis van de EntV / EBITDA ratios. Die basis- en financieringskenmerken heeft. ■



**Claerhout
Computer
Engineering**

Van boekhouding tot en met productie: ook uw volledige bedrijfscyclus kan door onze ERP-applicatie LISA feilloos worden geautomatiseerd.

Het LISA-ERP pakket werd intern door Claerhout Computer Engineering ontwikkeld op basis van de PROGRESS-technologie en wordt door een team van 30 medewerkers continu geoptimaliseerd.

Op www.cce.be ontdekt u hoe het LISA-ERP pakket aan al uw specifieke eisen voldoet. U vindt er ook onze vele referenties terug.

Lange Ambachtstraat 18 – 9860 Oosterzele
09 362 36 93 – gcl@cce.be



“CCE is de IT-partner van Algist Bruggeman sinds 1994, zij zorgen sinds dan voor een perfecte werking van soft- en hardware. Ook onze internationale expansie werd door hen ondersteund.”

ANDRÉ ROBBRECHT
FINANCIËEL DIRECTEUR
BIJ ALGIST BRUGGEMAN