

De Dommigheid in het gebruik van Multiples

De Multiples worden gebruikt in transacties. Het bekt lekker. Zoveel keer EBITDA is handig in de communicatie, maar begrijpen we wat we ermee bedoelen? In dit artikel wordt ingegaan op het gevaar van het gebruik van EBITDA en hoe dit tot verkeerde beslissingen kan leiden.

Hoe EBITDA zegevierde

Vroeger was er de winst. Iedereen was er blij mee. Winst was iets wat volgens boekhouders “over” was. Een aantal keren de winst was volgens velen de goodwill en volgens de slimmeriken de waarde van het eigen vermogen. De winst multiple vierde hoogtij, totdat we winst ineens achterhaald vonden.

Er kwam namelijk meer geld in de markt. Prijzen van bedrijven konden omhoog, winst was iets van ouderwetse boekhouders en leverde te lage prijzen op. We schoven op naar Discounted Cash Flow (DCF). Een te grote stap. De begrippen ‘cashflow’ en ‘disconteren’ waren vanaf het begin te moeilijke begrippen. Bovendien hadden DCF berekeningen de smet van hockeystick achtige prognoses en fabelachtige uitkomsten. En toen kwam er EBITDA.

EBITDA bracht de broodnodige stabiliteit. De term ‘x keer EBITDA’ snapte iedereen in overnameland, zelfs de stagiair op de overnameafdeling van de banken haakte na 2 dagen aan. Men ging EBITDA de operationele winst noemen. De EBITDA-multiple was de ideale combinatie van een toen nog onbekende Engelse term en een duidelijke multiple en leverde hoge waarderingen op. EBITDA is namelijk hoger dan winst na belasting, winst voor belasting en bedrijfsresultaat. EBITDA is de ‘winst voor belasting, rente en afschrijving’ en inmiddels niet meer weg te denken uit de transactiepraktijk.

Huidige gebruik van de EBITDA

De EBITDA wordt gebruikt:

1. Als onderdeel van de formulering van een overnameprijs. Daar is niks mis mee. Een prijs als ‘4 keer EBITDA’ geeft een duidelijkheid over de afgesproken prijs. Natuurlijk ontstaat er dan nog mogelijk discussie over de exacte hoogte van de EBITDA en alle andere prijsmechanismen die hierbij horen zoals nettowerkkapitaal en afwijkingen op de EBITDA na het Due Dilligence, maar de term EBITDA in het prijsmechanisme is wel oké.
2. Voor het uitdrukken van een financieringsmogelijkheid: ‘de financieringshoogte bedraagt 2.5 keer EBITDA’. Hiervoor geldt hetzelfde als voor onderdeel 1. Prima om

dit zo uit te drukken. Uiteindelijk komt er een definitief bedrag van een bank met een bindende offerte. Dat maakt dan een einde aan alle mogelijke twijfel.

3. Voor de waardering van een bedrijf. Dit is natuurlijk onzinnig. Het verstompt elke vorm van nadenken over de waarde van een bedrijf. Je weet eigenlijk de uitkomst al na ongeveer 10 seconden; de tijd dat vermenigvuldiging van de EBITDA met een multiple kost.
4. Voor de evaluatie van een bedrijfswaardering met een DCF-methode. Een grondige analyse van het bedrijf, gevolgd door een onderbouwde prognose en een inschatting van de risico's gevolgd door een rechtvaardiging van de waarderingsuitkomst door enkele multiples van beursgenoteerde bedrijven. Een gemiste kans.

De EBITDA als denkmodel moet weg

De EBITDA is nog een overblijfsel van uit tijden dat het allemaal niet op kon. Inmiddels weten we toch beter. Het kan wel op. Volgens de aanhangers van het gebruik van multiples is het gevolg hiervan dat de multiples zijn gedaald ten opzichte van de jaren voor 2008.

De dommigheid van de EBITDA is helaas gebleven. De financiële crisis heeft ons niet doen inzien dat een andere kijk op bedrijfswaarde noodzakelijk is. We waren het er ooit over eens dat winst geen maatstaf was voor bedrijfswaardering, maar we doen met de EBITDA feitelijk nu precies hetzelfde. De EBITDA-multiple moet weg in het belang van de ondernemer. Waarom?

Schijnnaauwkeurigheid

Het vaststellen van de multiple in de M&A-praktijk in het MKB en midcorporate segment suggereert een bepaalde kennis en nauwkeurigheid. Is de multiple 5.0 of 5.5? In de praktijk is de vergelijking met beurs-multiples populair. Als een beursgenoteerd bedrijf bijvoorbeeld een multiple heeft van 8 keer EBITDA, dan is 6 keer EBITDA voor een kleiner bedrijf toch wel acceptabel? Of nee, 5.5 keer EBITDA omdat de markt van het bedrijf terugloopt. Er ontbreekt dan verder elke verklaring voor deze afslagen. Het is puur gevoel, onderhandeling, maar heeft niks te maken met een rechtvaardiging van een prijs of de berekening van een waarde van het desbetreffende bedrijf. Handjeklap voor financiële nerds.

5 keer wat?

Een multiple van 5 suggereert voor iedere gebruiker maar zeker ook voor een ondernemer, dat iets met "5" de referentie is: het lijkt op iets in 5 jaar terugverdienen, een rendement realiseren van 20%; 5 keer een soort van operationele winst, zoals de EBITDA in de spreektaal ook wel eens wordt genoemd. Maar dit is echter geenszins het geval:

1. De onderneming moet met de EBITDA investeren. Een deel van de EBITDA is dus te reserveren voor jaarlijkse investeringen. Door het vermenigvuldigen van de EBITDA met een multiple vermenigvuldig je zonder dat je het weet ook toekomstige, noodzakelijke investeringen en die uitkomst tel je op bij de prijs in plaats van dat dit tot een aftrek leidt. Anders gezegd: in het gebruik van de EBITDA is dus opgenomen dat je nooit meer hoeft te investeren. Dat is natuurlijk een utopie.
2. De onderneming moet uit de EBITDA nog belasting betalen, zo'n 20-25% van de nettowinst voor belasting. Dit verlaagt de EBITDA dus in belangrijke mate.

In het onderstaande voorbeeld is het effect hiervan uitgewerkt. De onderneming Beeld heeft een EBITDA van 1.000. De afschrijvingen van 250 zijn nodig om 250 per jaar te investeren. Bij een multiple van 5 zou het bedrijf 5.000 waard zijn. Berekend op basis van een Free Cash Flow en een vermogenskostenvoet van 20%, resteert er slechts een waarde van 2.813.

Onderneming In Beeld				Multiple benadering		
Resultatenrekening	2014	Balans: activa	2014	EBITDA	1000	1000
Omzet	5000	Machines	1000	Multiple	5	20%
Inkopen	1500			Waarde bedrijf	5000	5000
		Voorraad	200			
Brutowinst	3500	Debiteuren	1000	Operationele FCF		
			2200	EBIT	750	
Personeelskosten	1750			AT	-188	
Overige kosten	750	Balans: passiva		NOPLAT	563	
Afschrijvingen	250	EV	1300	afschrijving	250	
				Investering	-250	
EBIT	750	Schuld bank	700	Operationele FCF	563	
Rente	50	Crediteuren	200	Kostenvoet	20%	
			2200	Waarde bedrijf	2813	0,5625
Nettowinst	700					
Belasting	175					
Winst na belasting	525					

Een prijs van 5 miljoen wordt in dit geval dus pas terugverdiend na 9 jaar! Het verschil wordt verklaard door de te betalen belasting en de investeringen. In het voorbeeld is geen rekening gehouden met investering in werkkapitaal.

Rekenkundig niet juist

De multiple formule ontwijkt het effect van de tijdswaarde van geld. Door het gebruik van een multiple zijn alle toekomstige EBITDA's voor de onderneming net zoveel geld waard, terwijl elke ondernemer weet dat geld dat over 4 jaar wordt verdiend minder waard is dan geld dat in de toekomst wordt verdiend. Het gebruik van een disconteringsvoet zal in de praktijk de terugverdientijd verder verlengen.

De rechtvaardiging van een DCF berekende waarde

In de professionele waarderingpraktijk zijn DCF berekeningen eerder regel dan uitzondering. Hierbij worden uitgangspunten geformuleerd voor toekomstige prognoses en op deze prognoses worden bedrijfswaarden berekend. Naast toekomstige cashflows, die uit de prognoses worden berekend, is de hoogte van de disconteringsvoet bepalend voor de waarderingssuitkomst.

Sommige waardeerders vergelijken de uitkomst van een DCF waardering met een waardering gebaseerd op multiples van grote beursgenoteerde bedrijven. Dit is onprofessioneel appels met peren vergelijken. Het lijkt dan ook meer te dienen voor een legitimatie dan een verificatie van de uitkomst.

Conclusie

Een EBITDA multiple is nuttig als instrument voor een duidelijke communicatie tussen M&A adviseurs in prijsonderhandelingen. In overnamecontracten wordt "EBITDA vermenigvuldigd met een multiple" gebruikt als onderdeel van een prijs naast excess cash en werkkapitaalelementen. Dit gebruik is niet meer weg te denken in de overnamepraktijk.

In het beoordelen van een overnameprijs en in waardeberekeningen is de EBITDA een veel te onnauwkeurig begrip en leidt het tot een verkeerd denkkader. Gebruik hiervan voor deze doelen dient dan ook absoluut vermeden te worden.