

Arcadis koopt FCI; wa

K(r)anttekening

Drs. J.G. Groeneveld RA RV

Het is woensdag 14 augustus 2002. Onder de kop "Arcadis koopt Frans ingenieursbureau" verstrekt Het Financieele Dagblad (HFD) enkele kerngegevens met betrekking tot deze transactie en het overgenomen bedrijf:

- "Overgenomen is de Franse branchegenoot van Arcadis, FC International (FCI);
- de overnameprijs bedraagt € 12 mln; hiervan wordt € 4,5 mln geboekt als goodwill;
- FCI heeft 800 werknemers;
- de omzet over 2001 bedroeg € 60 mln;
- het bedrijfsresultaat bedroeg € 2,7 mln; lager dan de Arcadis-norm van 8% van de netto-omzet;
- van de omzet heeft 80% betrekking op infrastructuurprojecten, vooral bruggen, viaducten en tunnels; 20% betreft milieuactiviteiten;
- 70% van de omzet wordt in Frankrijk behaald; de overige 30% wordt behaald in landen als Tsjechië (springplank voor Centraal Europa) en in landen in het Verre en Midden Oosten;
- Voor Arcadis bedroeg de winst uit gewone bedrijfsuitoefening over het 1e halfjaar van 2002 €10,6 mln (waarvan €6,7 mln in het 2e kwartaal)."

Het is een heel lijstje dat – lijkt mij – in staat stelt om een goede indruk te krijgen van de overgenomen onderneming. Op basis hiervan kan één overnemingsargument op voorhand worden bedacht, ook als het niet hardop zou zijn genoemd: expansie in Centraal Europa, ofwel: het geld van de te verwachten EU-subsidies achterna. Dat zou een aardige strategie

kunnen zijn. Maar Arcadis zal niet de enige zijn die het geld naar Centraal Europa ziet rollen. Het hangt er dus een beetje van af hoeveel voor die verwachte groei moest worden betaald. Kun je aan de hand van zo'n krantenbericht iets over de hoogte van de overnameprijs zeggen?

Volgens het traditionele sommetje bestaat de overnameprijs uit intrinsieke waarde en goodwill. De intrinsieke waarde bedraagt dan € 12 mln - € 4,5 mln = € 7,5 mln. Die intrinsieke waarde wordt verondersteld een geëist rendement op te brengen. Goodwill is immers de contante waarde van de overwinst. Logischerwijze is de intrinsieke waarde (al of niet zichtbaar in de balans) de contante waarde van de geëiste winst. Laten we maar eens even een accounting-benadering proberen te volgen. Ik veronderstel voor het Eigen Vermogen een rendementseis van 15%. Dit zou betekenen dat exclusief de overwinst van de goodwill jaarlijks een winst wordt geboekt van 15% over € 7,5 mln = € 1,125 mln. Bij deze rendementseis zou de overwinst jaarlijks € 0,675 mln bedragen. De totale jaarwinst (na belasting) zou dan € 1,8 mln bedragen, althans moeten gaan bedragen.

Het bedrijfsresultaat bedroeg € 2,7 mln. Daar zal nog wel het een en ander van af moeten alvorens van netto-winst kan worden gesproken. De hier beschikbare gegevens schieten tekort. Gedacht moet worden aan belastingen en financiële baten en lasten (lees: kosten van geïnvesteerd vreemd vermogen). Beide aftrekposten kunnen er in hakken. Stel dat van de intrinsieke waarde 70% met vreemd vermogen is gefinancierd. Bij een coupon van 6% zou dat ongeveer € 0,3 mln kosten. Bij een belastingvoet van ongeveer 33% zou een netto-winst kunnen overblijven van € 1,6 mln. Tegen de achtergrond van het hier genoemde bedrag van € 1,8 mln zou je daaraan tekort komen. Vanzelfsprekend verslechtert dit beeld bij hogere rendementseisen. Kennelijk heeft Arcadis voor de verwachte expansie wél wat betaald: volgens deze berekeningen bijna € 1,5 mln.

Waarde in een persbericht

Overnameprijs bestaat uit intrinsieke waarde en goodwill

Dat hoeft helemaal niet verkeerd te zijn. Wel kan worden bedacht dat Tsjechië eerst nog lid moet worden van de EU. Daarna moeten infrastructurele plannen met bijbehorende projecten worden ontwikkeld. Vervolgens moet worden ingeschreven op deze projecten. Na vergunning kan IFC aan de slag. Het lijkt mij dat hier nog enkele jaren mee zijn gemoed. Door dit uitstel moeten aan de verwachte groei van de nettowinst wel hogere eisen worden gesteld.

Intussen is een onderneming gekocht die niet geheel tegemoet komt aan de rendementseisen die Arcadis stelt. 70% van die minder rendabele omzet wordt in Frankrijk behaald. En de lagere winstgevendheid van die omzet moet 'blijvend' in Tsjechië worden gecompenseerd, waar op dit moment in ieder geval minder dan 30% van de omzet wordt behaald. Je zou van een hefboomeffect kunnen spreken. Alles bij elkaar moeten de winstverwachtingen voor Tsjechië toch tamelijk spectaculair zijn.

We hebben geen informatie over de verwachte geldstromen. Dat beeld zou heel anders kunnen zijn. Maar niet per definitie beter. Investerings die ten behoeve van de expansie in Tsjechië noodzakelijk zullen zijn, maken naar analogie het model somberder.

Afschrijvingen komen achter de investeringen aan, dus de contante waarde van winst mag worden geacht hoger te zijn. Toch moet worden bedacht dat geldstroom-gegevens niet kunnen worden gemist.

En dan de relativering. Voor Arcadis is een prijs van € 12 mln gelijk aan een winstbedrag waarvoor in 2002 ongeveer 7 maanden moest worden gewerkt. Laar die € 12 mln nu eens € 10 mln waard zijn. De vruchten van één maand werk. Gewoon een jaartje niet met vakantie gaan. ●

Noot

1. Directeur Wingman Business Valuators B.V.,
Dordrecht/Leidschendam