

Publicatiedatum: 28/10/2004

Bij waarde gaat het om risico en geld

FRANKA ROLVINK

Winst is geen pure winst. Het is een ongelijk goed dat per bedrijf verschilt, zo stelt Joost Groeneveld. Beleggers kunnen alleen de juiste koers van een aandeel bepalen door daarbij ook de omgeving en de omstandigheden te betrekken.

AMSTERDAM - 'Ik kom veel knoeipotterij tegen', zegt Joost Groeneveld, eigenaar van het bureau Wingman en universitair hoofddocent aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Groeneveld houdt zich onder meer bezig met waardering van bedrijven bij overnames, fusies, bedrijfsopvolging en splitsingen. In de uitoefening van zijn beroep, komt hij verschillende aanpakken tegen.

Met knoeipotterij doelt Groeneveld op de manier waarop een aantal accountants in zijn ogen de waarde van een bedrijf bepaalt. 'Zij kijken naar de intrinsieke waarde, tellen daar de reserves bij op en noemen dat de prijs. Dat waardebegrip van accountants deugt niet. Op die manier zijn de meeste bedrijven weinig waard.'

Als voorbeeld noemt Groeneveld zijn eigen bedrijf. 'Daar staat bij wijze van spreken een bureau en een stoel op de balans. Maar mijn bedrijf is meer waard dan euro 1000. Ik kan misschien wel goud verdienen. Wij zijn als industrieel land gewend om enorme investeringen door te rekenen. Bij de industriële bedrijven kom je dan een heel eind, maar niet bij de dienstverleners.'

Over de juiste methode om bedrijven te waarderen, zijn de zogeheten valuators continu in gevecht. De een zweert bij de discount cashflow-methode (dcf), waarbij een schatting wordt gemaakt van de verwachte kasstroom op een bepaald moment, in een bepaalde situatie. De andere specialist vindt de optietheorie de beste. Via de real options-methode wordt de economische waarde van een bedrijf bepaald door toekomstige beslissingen mee te nemen in de berekening.

De belangen zijn groot. Neem bijvoorbeeld een scheiding van zakenpartners. Daarbij is het voor de vertrekkende partij van belang dat de waarde van het bedrijf zo hoog mogelijk wordt bepaald. De zittende partij wil zo min mogelijk betalen. Wie de real options-methode gebruikt om de waarde van een bedrijf te bepalen, krijgt een andere prijs, dan wie uitgaat van sec de boekwaarde. Gebruiken scheidende partners elk een andere waarderingmethodiek, dan zullen ze er niet uitkomen.

Zelf is Groeneveld voorstander van de discount cashflow-methode, maar dan in de variant van de adjusted present value. Bij deze berekening speelt de verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen geen rol meer. De uitkomst wordt gecorrigeerd voor niet gebonden elementen van het vermogen. Een parkeerplaats bijvoorbeeld, die niet nodig is en makkelijk is te verkopen, blijft gemakshalve buiten beeld.

Groeneveld hekelt de methodes, waarbij de toegevoegde waarde van een bedrijf niet wordt meegenomen in de berekening. 'Daar gaat het wel om', zegt hij. 'De ingrediënten voor waarde zijn geld en risico. Wat wordt er verdiend? En, hoe riskant is een bedrijf? Laat daar een rendementseis op los en de verwachte geldstromen kunnen contant worden gemaakt. Dat is de prijs. Daarbij geldt: hoe hoger de rendementseis, hoe lager de waarde is van een bedrijf.'

Voor beleggers zou deze redenering betekenen dat de kans op een hoog rendement groter is bij

bedrijven die een lage waardering krijgen van de markt. Dit past precies in het straatje van beleggers die hun keuzes maken op basis van koers-winstverhoudingen (k/w). Deze maatstaf geeft aan hoeveel keer beleggers bereid zijn de winst per aandeel te betalen. Ondanks dat de k/w nog steeds de meest gebruikte methode is, laten ook daar talloze criticasters hun tegenargumenten op los. Zo ook Joost Groeneveld.

'Die waarderingen zijn flauwekul. Als ik winst zou kunnen kopen door k/w-verhoudingen te volgen, dan is het onbegrijpelijk dat die koersen zo uit elkaar lopen. Winst is geen winst', zegt Groeneveld. 'Met winnen wordt iets heel anders bedoeld. Winst is een ongelijk goed. Suikerfabrikant CSM is niet met chemiebedrijf Akzo Nobel te vergelijken en consumentengoederenproducent Unilever is ook niet hetzelfde als evenknie Procter & Gamble. Groeneveld: 'De risico's verschillen per bedrijf. Aandelen zijn dus ook nooit ondergewaardeerd. Dat is een misverstand. De waarde van een bedrijf is afhankelijk van de omgeving en de omstandigheden waarin een bedrijf leeft.'

De populariteit van de k/w-methode heeft volgens Groeneveld meer te maken met self-fulfilling prophecy. 'Hoe meer beleggers elkaar nadoen en napraten, nakopen en naverkopen en vooral niet nadenken maar luisteren naar de eenvoud, hoe beter het is om deze methode kracht bij te zetten', zegt hij. 'Schitterend toch: alle complexiteit van ondernemen, van resultaatbepaling en van koersvorming worden weggestopt in die ene indicator van k/w. Vermijd aandelen met hoge k/w's en koop aandelen met de lage.'

Copyright (c) 2004 Het Financieele Dagblad
