

Is de prijs van TomTom te begrijpen?

Het lijkt de laatste tijd wat levendiger te zijn op de markt voor corporate control. Er komen weer wat meer transacties. Of dit een aspect is van een herstellende economie is de vraag. Het zou een inhaaleffect kunnen zijn van transacties die al te lang zijn uitgesteld. In veel van die transacties moet de vraag naar de waarde van de aandelen in de vennootschap - of gewoon de onderneming - worden beantwoord.

Een paar jaar geleden hebben we geleerd onderscheid te maken tussen oude en nieuwe economie. De nieuwe variant werd dan begonnen met een hoofdletter E. Het leek een nieuwe soort te zijn. Andere wetten leken te gelden. Maar zijn die wetten wel zo verschillend? Met onder andere de recente beursintroductie van TomTom wordt onze belangstelling opnieuw geprikkeld. De vraag is dan of door te waarderen de introductieprijs van TomTom kan worden begrepen. De waarde van een onderneming kan op verschillende manieren worden bepaald. Er zijn verschillende factoren die de waarde bepalen. De belanghebbenden zijn ook verschillend. En de tijdstippen zijn niet gelijk. Elke combinatie hiervan zal tot een eigen uitkomst van de waarde leiden. Gelukkig maar. Bij gelijke waarde voor iedereen kan een transactie voor niemand voordelig zijn.

De waarde van geld

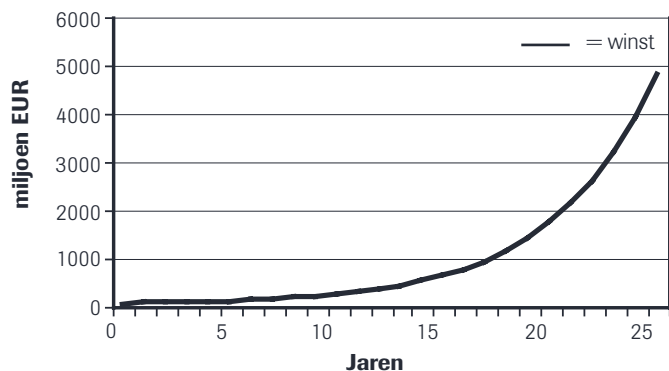
De waarde van een onderneming is vanzelfsprekend afhankelijk van een doelstelling. Niet-financiële doelstellingen en overwegingen zijn in een transactie vaak van bepalend belang. Het gaat dan bijvoorbeeld om status, prestige en traditie; de zorg voor werknemersbelangen en familiebelangen. Ter vereenvoudiging van die complexiteit laten we hier al die waarden buiten beschouwing. We beperken ons hier tot de waarde in termen van geld. Bij een overname betalen we geld voor de onderneming waarmee we naar verwachting geld gaan verdienen. De waarde van de uitgaande geldstroom (de prijs) moet lager zijn dan de waarde van de te ontvangen geldstroom. Voor waardebepaling moet dus worden bedacht hoeveel geld naar verwachting wordt verdiend, wanneer dat geld wordt verdiend en hoe groot het risico is dat meer of minder, respectievelijk eerder of later dan verwacht het geld kan worden bijgeschreven.

Een ondernemingsplan maakt duidelijk welke geldstromen het management verwacht te betalen en te ontvangen. Dat wordt duidelijk uit de verwachte omzet, de verwachte operationele uitgaven, de verwachte (des-)investeringen, de verwachte mutatie van het werkkapitaal, de verwachte te betalen rente, de verwachte belastingen. Maar niet iedereen wordt gekend in het ondernemingsplan en sommige van hen zijn wél belanghebbend bij de waarde van de onderneming. Een belanghebbende zonder inside informatie probeert zich zo goed mogelijk te oriënteren met de beperkt beschikbare gegevens. Zo iemand kijkt naar bijvoorbeeld de gerealiseerde geldstroom in de afgelopen jaren, de behaalde winst, de omzet, de boekwaarde van het eigen vermogen, de te verwachten groei, de te verwachten inflatie, de prestaties van anderen in de branche en koers-winstverhoudingen op de beurs. De beschikbare gegevens krijgen toepassing in uiteenlopende waarderingmethoden.

Accounting benaderingen

De intrinsieke waarde-methode volgt de boekwaarde van het eigen vermogen in de balans. De rentabiliteitswaarde-methode volgt de winst en kent daar een factor aan toe. Deze factor wordt geacht de reciproque te zijn van de rendementseis. Het verdient de voorkeur hierop de groeivoet in mindering te brengen. De verbeterde rentabiliteitswaarde-methode houdt bovendien rekening met een surplus of een tekort aan eigen vermogen. De gemengde methode combineert intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde en neemt daarvan een (gewogen) gemiddelde. De goodwill-methode volgt de intrinsieke waarde en de overwinst en kent aan de laatste een factor toe. De marketcomparables-methode volgt de koers-winstverhoudingen van branchegenoten en past deze verhoudingen toe op de eigen winst, desgewenst met een correctie. De

Verwachte winst bij 23 procent jaarlijkse groei



Figuur 1: verwachte winst bij jaarlijkse winstgroei van 23 procent.

rendementswaarde-methode volgt het dividend en kent daar een factor aan toe.

De discounted cashflowmethode (DCF) maakt een benadering van verwachte geldstromen (in de teller) en risico (in de noemer) en berekent zo de contante waarde. De adjusted present value methode (APV) doet hetzelfde als DCF maar maakt andere veronderstellingen met betrekking tot de vermogenskosten en de vermogensstructuur. In het algemeen verdienen DCF en APV de voorkeur. Zowel ondernemingen in de oude als de nieuwe economie, oude en jonge bedrijven kunnen hiermee worden gewaardeerd.

TomTom als voorbeeld

Van TomTom heb ik geen inside-informatie beschikbaar. Laten we eens naar de voor het publiek beschikbare informatie kijken. Vanzelfsprekend kunnen hieraan geen aanspraken worden ontleend. Het dient slechts ter illustratie.

Financiële gegevens

De omzet blijkt zich de laatste 3 jaar stormachtig te ontwikkelen van bijna EUR 8 miljoen tot EUR 192 miljoen. De kosten van de omzet lijken ook relatief wat op te lopen. De operationele winst stijgt van EUR 1,8 miljoen naar EUR 43,4 miljoen. De nettowinst stijgt van EUR 1,4 miljoen naar EUR 27,7 miljoen. Per aandeel zou dat ongeveer EUR 0,27 zijn. Als percentage van de omzet is een daling zichtbaar. Het eigen vermogen loopt op van EUR 1,7 miljoen naar EUR 37,8 miljoen. Er zal dus heel weinig winst zijn uitgekeerd. De vlottende activa zijn in twee jaar met EUR 83 miljoen gestegen. Dat is gefinancierd door winstinhouding en vlottend vreemd vermogen van EUR 51,4 miljoen. De vrije geldstroom bedroeg in totaal EUR 40 miljoen. Dat was dus bij lange na niet genoeg voor de investering in de kortlopende activa.

Risicoprofiel

Als risicofactoren noemt TomTom in het prospectus onder andere:

- Slechts één product
- Snelle groei
- Afhankelijk van slechts één producent
- Slechts een beperkt aantal toeleveranciers
- Afhankelijk van slechts een klein aantal distributeurs
- Een zeer dynamische en concurrerende branche
- Een snelle technologische ontwikkeling
- Niet van plan in de voorzienbare toekomst dividend te betalen

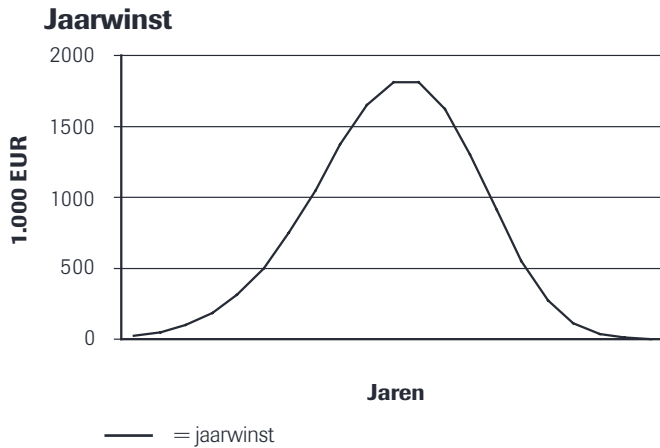
Het zijn factoren die inderdaad moeten worden genoemd.

- Snelle groei is in het algemeen kostbaar, want: riskant en moeilijk.
- Dat ene product zal in combinatie met een snelle technologische ontwikkeling een beperkte lifecycle hebben.
- Er moet een opvolgend product komen. De vraag is of – als het er komt – dat weer net zo'n schot in de roos blijkt te zijn. Kunnen ze nog zo'n hit scoren?
- In de concurrerende branche blijven de marges onder druk staan.
- En nog iets uit het verleden: hoe gemotiveerd blijven de rijk geworden dga's?

Dat alles bij elkaar wijst op een hoog risico. De onderneming houdt aan de emissie EUR 90 miljoen over. Het bedrag van EUR 90 miljoen is nodig om – zoals het prospectus aangeeft – het werkkapitaal te versterken. In die zin maakt deze injectie op korte termijn de groei mogelijk die bij de aangegeven introductieprijs moet worden verwacht. Sterker: die injectie is noodzakelijk om de gedachte toekomst met voortgaande sterke groei te mogen beleven. De winst per aandeel is nu ruim een kwartje. In termen van koers/winst wordt dat verkocht voor het zestigvoud. Daarvan de reciproque is $1/60 = 1,5\%$. Bij een rendementseis van bijvoorbeeld 25 procent (hoog risico) wordt dus een eeuwigdurend groeiende winst van afgerond 23 procent op jaarbasis verwacht. De veronderstelde 23 procent leidt voor de eerstkomende 25 jaar tot het volgende grafiekje (Figuur 1). Volgens deze verwachting zou de winst na 25 jaar EUR 5 miljard bedragen. En een jaar later EUR 6 miljard. Het groeipercentage was afgelopen jaar ongeveer 2.000 procent. Hetzelfde percentage voor volgend jaar zou de winst doen exploderen naar EUR 550 miljoen. En het jaar daarna tot EUR 11 miljard. Dat zal TomTom niet halen.

Alternatief scenario?

Er van uitgaande dat de levenscyclus van het product veel korter is, zou kunnen worden bedacht dat de initiële groei nog zeer aanzienlijk is (de winst verdubbelt), maar toch jaarlijks met 10 procentpunten afneemt. Dat leidt tot de winstontwikkeling als in figuur 2 (zie volgende pagina). Uitgaande van een kostenvoet van 25 procent op jaarbasis



Figuur 2: jaarwinst bij initiële groei tot 200 procent en jaarlijkse winstdaling van 10 procentpunten.

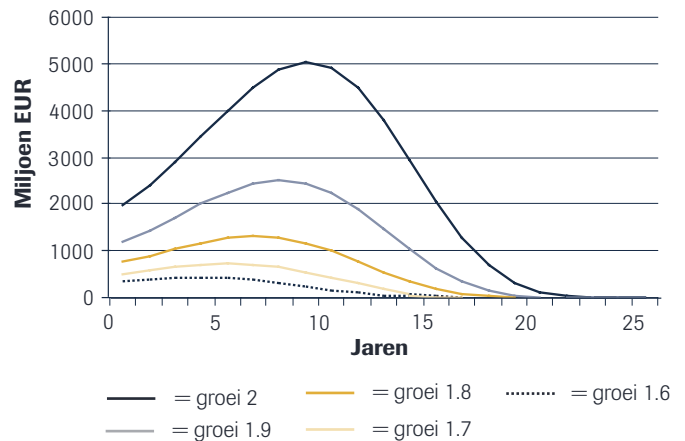
komt een dergelijke verwachting met betrekking tot de winst in absolute zin neer op progressief toenemende winst tot en met het achtste jaar.

Figuur 2 laat zien hoe het waardeverloop is wanneer voor het eerstvolgend jaar een winst wordt verwacht tot 200 procent, respectievelijk 190 procent, 180 procent, 170 procent en 160 procent, telkens in de veronderstelling dat elk volgend jaar de winst daalt met 10 procentpunten. Figuur 3 laat zien dat als de initiële groei een verdubbeling van de winst inhoudt, dit inderdaad een waarde rechtvaardigt op basis van om en nabij de gerealiseerde introductiekoers. Als daarentegen de verwachte initiële winstgroei beperkt is tot 160 procent bedraagt de waarde van het eigen vermogen bij de start EUR 343 miljoen en zal deze nauwelijks meer stijgen. Lagere groei leidt van meet af aan tot waardedaling.

Klassiek patroon

Om een emissiekoers te kunnen rechtvaardigen op het gerealiseerde niveau moet dus bij de vooropgestelde risico-inschatting (hoog) een zeer relevante winststijging worden verondersteld. Die kan slechts worden verklaard door een belofte van grote expansie en nieuwe opvolgende producten. Een bij de verwachting tekortschietende winst zal dus moeten worden aangevuld met nieuwe producten die weer in de roos schieten en waarvoor met een belangrijk deel van de benodigde investeringen nog niet is gerekend. Nog versterkt door de mededeling dat voorlopig geen dividend wordt uitgekeerd, is dat de wissel die door de hoogte van de introductiekoers op TomTom wordt getrokken. Wanneer die dividenden dan wel komen? Cashflow zal nodig zijn om de expansie te financieren. Pas zodra de groei zodanig afneemt dat wél geld overblijft, is er ruimte voor dividend. Dat is althans het klassieke patroon voor de nieuwe economie: voorlopig geen dividend, beloftes van grote

Waardeverloop bij initiële groeifactor 2 of lager



Figuur 3: Waardeverloop bij verschillende groeiscenario's.

winst, initieel spectaculaire koersstijging en na enkele jaren snel afkalkende waarde. Voor de toekomst zal TomTom het leren.

Een andere redenering is denkbaar. De aandelen TomTom zijn vooral geplaatst bij grote beleggers. Generaliserend kennen zij in deze tijd het probleem van veel liquiditeit en onvoldoende beleggingsmogelijkheden. In zo'n situatie is niet ondenkbaar dat het niveau van de rendementseis wordt bepaald door de alternatieve opbrengst die het rendement via internetsparen biedt. TomTom zou hiervan knap gebruik hebben gemaakt door bij voorkeur bij zulke instellingen de aandelen te plaatsen.

Drs. Joost Groeneveld RA RV is directeur van Wingman Business Valuators B.V. in Dordrecht en Leidschendam. Wingman bepaalt de waarde van ondernemingen en aandelen in vennootschappen en biedt begeleiding in processen van bijvoorbeeld fusie en overname, mbo en mbi, intreden en uitreden van partners, echtscheiding met een onderneming in de te verdelen boedel en bepaling van schade aan economische waarde. Wingman treedt ook op als bindend adviseur en arbiter in zaken waar ondernemingswaarde of schade daaraan een item is.

