

Webinar 24 februari 2017:

**Waarderingstool bedrijfsoverdracht: een
inkijk in de achterliggende methodieken**

Hoe wordt de waarde van een onderneming bepaald?

Prof.dr. Eddy Laveren

Universiteit Antwerpen & Antwerp Management School

contact: eddy.laveren@uantwerpen.be

Inhoud van de webinar

Bij elke overname of familiale opvolging is het noodzakelijk dat overlater, overnemer of opvolger een goede inschatting kan maken omtrent de waardering van het bedrijf.

Eén van de voornaamste oorzaken van problemen en conflicten bij overnames en opvolging is net het gebrek aan een betrouwbare inschatting van de marktwaarde van de onderneming.

In de praktijk gaat men die waarde vaak ook overschatten.

En bovendien gaat men ook niet bewust werken aan en tijdig inspelen op factoren die deze waarde kunnen beïnvloeden.

Inhoud van de webinar

Hoe kan men zich een idee vormen van een realistische verkoopprijs van een onderneming ?

Deel 1: Overzicht van de 5 waarderingsmethoden

Deel 2: Voorstelling online waarderingstool

Vragen van de deelnemers

Uitgangspunt

- Waarde is niet gelijk prijs
- De waardering gebeurt in 'going concern'

ZONIET: mogelijk liquidatiescenario in waardering verrekenen met alle consequenties

* Sociaal, Juridisch, Fiscaal

Indeling van de waarderingmethoden

De vermogensgerichte benadering

1. Netto-actiefwaarde
2. Georrigeerd netto-actiefwaarde (of Netto substantiële waarde)

De inkomensgerichte benadering

3. Rendementswaarde (waardering op basis van historische opbrengsten)
4. DCF-waarde (waardering op basis toekomstige kasstromen)

De marktgerichte benadering

5. Multiplicatormethode (EBITDA-multiple)

1. Netto-actiefwaarde (of eigen vermogen)

- **Uitgangspunt?**

Deze waarderingsmethode gaat ervan uit dat de boekwaarde van alle posten op de balans op een accurate wijze de tegoeden (activa) en verplichtingen (passiva) van een onderneming weergeven.

- **Berekening?**

De netto-actiefwaarde of eigen vermogen is het verschil tussen alle tegoeden van de vennootschap (gebouwen, voorraden, klantenvorderingen, overige vorderingen etc.)

MINUS

alle verplichtingen ten aanzien van derden (schulden aan de bank, leveranciers, overige schulden).

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde

- **Uitgangspunt?**

Deze methode gaat ook uit van de boekwaarde van de onderneming, maar gaat die cijfers corrigeren om er rekening mee te houden dat de cijfers in de boekhouding mogelijk een stuk van de realiteit afwijken.

- **Berekening?**

Voor het bepalen van de gecorrigeerde netto-actiefwaarde van een onderneming vertrekken we van de boekwaarde van het eigen vermogen en passen hier de verwachte meer- of minderwaarden op toe.

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde

Verwachte meer-of minderwaarden met betrekking tot de activa kunnen zijn:

- * Herwaardering of minderwaarde van de materiële vaste activa
- * Meer- of minderwaarde op de voorraden
- * Verlies op ontvangsten uit klantenvorderingen
- * Waardering van geldbeleggingen en financiële vaste activa

Berekening van belastingen op meer- of minderwaarden op basis van het nominaal tarief van vennootschapsbelasting (33,99%)

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde

Meer- of minderwaarden met betrekking tot de passiva kunnen zijn:

- * Te weinig of teveel aangelegde voorzieningen
- * Sociaal passief
- * Te verwachten veroordelingen inzake rechtsgedingen
- * Latente schulden met betrekking tot milieusanering

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde Uitgewerkt voorbeeld

Activa		Passiva	
Oprichtingskosten	450	Kapitaal	2000
Vaste activa	2000	Reserves en overgedragen winst	3000
Financiële vaste activa	550	Voorzieningen	1000
Vorraden	3000	Schulden (>1j)	1900
Vorderingen	2900	Schulden (<1j)	1000
Overige activa	100	Overige passiva	100
9000		9000	

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde

Uitgewerkt voorbeeld

Oprichtingskosten hebben geen reële waarde, tenzij belastingvoordelen i.v.m. afschrijvingen

- Vaste activa : o.a. gebouw – meerwaarde: 4000
- Financiële Vaste Activa: marktwaarde = 200 i.p.v. 550
- Voorraden: onverkoopbare goederen: 400
- Vorderingen : dubieuze debiteuren: 300
- Voorzieningen: er werd geen voorziening aangelegd voor herstructurering van de afdeling: 500

Belastingvoet = 30%

Bereken het gecorrigeerd netto-actief

2. Gecorrigeerd netto-actiefwaarde

Uitgewerkt voorbeeld: oplossing

Netto actief (of boekwaarde eigen vermogen) = 5000

	Bedrag	Fiscale impact	Netto
Oprichtingskosten	-450	+135	-315
Vaste activa	+4000	-1200	+2800
Financiële V.A.	-350	0	-350
Vorraden	-400	+120	-280
Vorderingen	-300	+90	-210
Voorzieningen	-500	+150	-350
	+2000	-705	+1295

Gecorrigeerd netto-actiefwaarde: $5000 + 1295 = 6295$

3. Rendementswaarde

- **Uitgangspunt?**

Deze waarderingsmethode neemt de gerealiseerde netto-winst (of netto cashflow) in het bedrijf als uitgangspunt voor de berekening.

- **Berekening?**

Rendementswaarde =

Gemiddelde genormalizeerde netto-winst van de laatste 3 boekjaren

actualisatievoet

3. Rendementswaarde

Bepaling van de genormalizeerde netto-winst

= (gewogen) gemiddelde winst van de laatste 3 boekjaren, gecorrigeerd voor een aantal factoren:

- Wordt er rekening gehouden met een gepaste vergoeding voor de prestaties van de ondernemer en familie?
- Zijn er kosten die als privé-kosten dienen te worden beschouwd ?
- Eliminatie van uitzonderlijke kosten en opbrengsten
- Is een aanpassing van de cijfers van voorheen geboekte afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen nodig (bv. bij latente meer-of minderwaarden van activa)?
- Is er een aanpassing van de geboekte interestkosten nodig (bv. om rekening te houden met een marktconforme interestkost)
- De belastingen dienen herberekend te worden

3. Rendementswaarde

Bepaling van de genormalizeerde netto-winst

De gecorrigeerde winstcijfers kunnen aangepast worden voor inflatie:

$$\frac{\text{Winst 2013} \times (1+\text{infl '14})(1+\text{infl '15}) + \text{Winst 2014} \times (1+\text{infl '15}) + \text{winst 2015}}{3}$$

3

3. Rendementswaarde

Uitgewerkt cijfervoorbeeld

Omzet	10 000
Aankopen handelsgoederen	- 3 000
Diensten en diverse goederen	- 1 300
Personeelskosten	- 4 000
Afschrijvingen	- 600

	1 100
Financiële kosten	- 200
Uitzonderlijke resultaten	200

Winst voor belastingen	1 100
Belastingen	- 330

Netto winst	770

3. Rendementswaarde

Uitgewerkt cijfervoorbeeld

Bijkomende gegevens:

Er is een teveel aan afschrijvingen geboekt: 400

De bedrijfsleider-vennoot is onvoldoende bezoldigd: 300

Veworpen uitgaven (privé-kosten): 500

Gevraagd: Bereken de genormaliseerde (of gecorrigeerde) winst.

3. Rendementswaarde

Uitgewerkt cijfervoorbeeld: oplossing

Omzet	10 000	
Aankopen	- 3 000	
Diensten en diverse goederen	- 800	(- 500 verworpen uitgave)
Personeelskosten	- 4 300	(+300 extra bezoldigingen)
Afschrijvingen	- 200	(+400 terugname afschrijvingen)

	1 700	
Financiële kosten	- 200	
Uitzonderlijke resultaten	0	(- 200 eliminatie uitzonderlijk kosten)

Winst voor belastingen	1 500	
Belastingen	- 450	(herberekening 30%)

Gecorrigeerde netto winst	1 050	

3. Rendementswaarde

Uitgewerkt cijfervoorbeeld: oplossing

$$\begin{array}{l} \text{rendementswaarde} = \\ \frac{\text{genormalizeerde netto-winst}}{\text{actualisatievoet}} = \frac{1050}{9\%} = 11\,667 \text{ euro} \end{array}$$

Deze formule veronderstelt een reeks van genormaliseerde winsten die elk jaar constant blijven en die zich zullen voordoen gedurende een zeer lange periode in de toekomst (ook wel oneindige perpetuïteit genoemd)

3. Rendementswaarde

Bepaling van de actualisatievoet voor de waardering van genormaliseerde netto-winsten (of netto cashflows)

De kost van het eigen vermogen (Ke) bestaat uit drie elementen:

1. De vergoeding op een risicovrije belegging op termijn (bv. Lineaire overheidsobligatie op 10 jaar)
 2. De beta-factor (β groter of kleiner dan 1) => hoe groter de factor, hoe risicovoller het aandeel in vergelijking met het risico van de ganse markt
 3. De marktrisicopremie (= extra rendement voor het nemen van risico)
- of formule $Ke = \text{Risicovrije opbrengst} + (\text{beta} \times \text{marktrisicopremie})$

3. Rendementswaarde

Bepaling van de kost van het eigen vermogen (Ke) :

$Ke = \text{Risicovrije opbrengst} + \text{beta} \times \text{marktrisicopremie}$

voorbeeld: $Ke = 1,5\% + 1,25 \times 6\% = 9\%$

Deze beta wordt aangepast in functie van de financiële schuldratio:

$\text{beta} \times (1 + (1 - \text{belastingvoet}) (\text{Vreemd} / \text{Eigen Vermogen}))$

De kost van het eigen vermogen (Ke) wordt nog verhoogd met een risicopremie op basis van de ondernemingsgrootte alsook op basis van de mate van voorspelbaarheid van de opbrengsten

3. Rendementswaarde

Waardering op basis van de (genormaliseerde) netto- cashflow

De rendementswaarde kan ook berekend worden op basis van netto cashflows

Netto- cashflow = netto-winst na belastingen plus afschrijvingen en andere niet kaskosten (zoals waardeverminderingen en voorzieningen).

In dit geval wordt ook het bedrag van de uitstaande rentedragende schulden in mindering gebracht van de huidige waarde van de netto-cashflows.

4. DCF-waarde

Het operationele kasstromen-model

Welke kasstromen ?

→ Vrije operationele kasstromen na belastingen

Over welke periode ?

→ Voorspellingsperiode : 3 à 7 jaar, meestal 5 jaar

→ Bepaling van de restwaarde

Welke actualisatievoet ?

→ Gewogen gemiddelde kapitaalkost (GGKK of WACC)

4. DCF-waarde

DCF-waarde = Totale ondernemingswaarde – schulden

Totale ondernemingswaarde =

Huidige waarde van de vrije operationele kasstromen na belastingen tijdens de voorspellingsperiode (5 jaar)
+ huidige waarde van de restwaarde in jaar 5
+ marktwaarde van de “aanvullende” activa (activa niet nodig voor de exploitatie zoals bv. overtollige kasgelden en beleggingen)

Schulden =

marktwaarde van het vreemd vermogen op lange en korte termijn (exclusief de niet-rentedragende schulden op korte termijn zoals leveranciersschulden)

4. DCF-waarde

Bepaling van de vrije operationele kasstromen

Bedrijfsopbrengsten

- Bedrijfskosten

Bedrijfsresultaat (winst of verlies) (bedrijfsEBIT of rEBIT)

- operationele belastingen

Operationele winst voor interesten & na belastingen

+ Niet kaskosten

- Toename (+afname) in behoefte aan bedrijfskapitaal (BBK)
(waarbij BBK = vorderingen + voorraden – leveranciers)

+/- relevante kasstromen uit niet-operationele activiteiten (bv. meer- of minderwaarde op verkoop van vaste activa)

- Noodzakelijke investeringen

Vrije operationele kasstromen na belastingen (VOKS)

4. DCF-waarde

De toekomstige kasstromen worden voorspeld op basis van de gegevens ingebracht door de gebruiker, aangevuld met gegevens bekomen uit de jaarrekeningen van de laatste drie boekjaren.

Vertrekkend van de omzet (of bedrijfsopbrengsten) en de verwachte groeivoet voor de volgende jaren, worden opbrengsten en kosten voorspeld voor jaar 1.

Na de berekening van de geprojecteerde winst wordt een projectie gemaakt van de actie-en passiefposten van de balans voor jaar 1.

Eenzelfde oefening wordt gedaan voor de jaren 2 tot en met 5.

4. DCF-waarde

De volgende gegevens kunnen door de gebruiker zelf worden ingebracht:

- Verwachte groeivoet van de omzet voor de eerstvolgende 5 jaar
- Verwachte groeivoet van de omzet op lange termijn na jaar 5
- Jaarlijkse winstinhoudingsvoet om groei-investeringen op lange termijn mogelijk te maken
- Verwachte groei van de personeelskosten in de volgende jaren
- Aantal dagen voorraad, aantal klantenkrediet en aantal dagen leverancierskrediet die men in de volgende jaren wenst aan te houden
- Bedragen van geplande investeringen in de volgende 5 jaar en de mate waarin schuldfinanciering wordt gebruikt

4. DCF-waarde

Berekening van de DCF-waarde

Meestal splitst men de berekening van de ondernemingswaarde in twee waarde-componenten op:

In een eerste planningsperiode van 5 jaar, schat men expliciet de jaarlijkse VOKS.

De geactualiseerde waarde van de VOKS die men voor deze eerste planningsperiode heeft berekend ($PV(VOKS)$), vormt **de eerste waardecomponent** van de totale ondernemingswaarde

$$PV(VOKS) = \sum_{t=1}^N \frac{VOKS_t}{(1+k)^t}$$

4. DCF-waarde

Waarom verdisconteren?

Kasstromen in de toekomst hebben een lagere waarde dan kasstromen vandaag.

Vandaar dat bij waardering de geprojecteerde kasstromen verdisconteerd worden naar vandaag.

Een kasstroom op tijdstip t wordt als volgt verdisconteerd:

$$\text{Cashflow tijdstip } 0 = \frac{\text{Cash flow op tijdstip } t}{(1 + k)^t}$$

k = actualisatievoet of vereist rendement

t = tijdstip

4. DCF-waarde

Berekening van de DCF-waarde

De **tweede waardecomponent** van de totale ondernemingswaarde noemt men de continuing value of restwaarde van de onderneming (RW) die men berekent in jaar N

Hierbij maakt men een prognose van de constante groeivoet (g) waartegen de VOKS in de toekomst zullen groeien, vertrekkende van de operationale winst voor interesten en na belastingen die men in het laatste jaar van de voorspellingsperiode verwacht.

4. DCF-waarde

Berekening van de DCF-waarde

De berekening voor de huidige waarde van de restwaarde van de onderneming in jaar N (RW_0) :

$$RW_0 = \frac{\text{Winst voor interesten \& na belastingen in jaar N} \cdot (1 + g) \cdot (1 - b)}{(k - g)} \times \frac{1}{(1 + k)^5}$$

g = groeivoet op lange termijn

b = inhoudingsvoet voor nieuwe (groei)investeringen (bv. 10%)

k = de gewogen gemiddelde kapitaalkost (WACC)

4. DCF-waarde

Berekening van de DCF-waarde

De som van de twee waardecomponenten vormt de totale ondernemingswaarde.

Hiervan moet nog de waarde van de rentedragende schulden op LT en de waarde van de rentedragende schulden op KT worden afgetrokken om de waarde van het eigen vermogen van de onderneming te bekomen

$$DCF - waarde = PV(VOKS) + RW - Schulden$$

4. DCF-waarde

Bepaling van de actualisatievoet voor de DCF-waardemethode

De actualisatievoet om de VOKS en de restwaarde te verdisconteren, is de **gewogen gemiddelde kapitaalkost (k)** :

“een gewogen gemiddelde van de marginale kosten van de verschillende soorten financieringsmiddelen die de onderneming bij de financiering van activiteiten aanwendt”

$$k = k_e w_e + k_{VLT} w_{VLT} (1 - t) + k_{VKT} w_{VKT} (1 - t)$$

Waarbij

k_e, k_{Vv} = kosten van de soorten financieringsmiddelen (eigen vermogen, vreemd vermogen LT en KT)

w_e, w_{Vv} = wegingsfactoren

$(1 - t)$ = $(1 - \text{belastingvoet})$ (omdat interestkosten fiscaal aftrekbaar zijn)

4. DCF-waarde

Voorbeeld : berekening van de kapitaalkost k

De kost van het eigen vermogen van de onderneming = 9%

De kost van het vreemd vermogen = 6%.

In de veronderstelling dat de onderneming een gewenste kapitaalstructuur nastreeft van 70% eigen vermogen en 30% vreemd vermogen, kan de kapitaalkost berekend worden als volgt (belastingvoet bedraagt 34%):

$$k = (0,09)(0,70) + (0,06)(0,30)(1 - 0,34) = 0,0749 \quad \text{of } 7,50 \%$$

4. DCF-waarde

Uitgewerkt voorbeeld	20N1	20N2	20N3
Bedrijfswinst (rEBIT)	117	119	121
- operationele belastingen	40	40	41
-----	-----	-----	-----
Winst voor interesten & na belastingen	77	79	80
+ niet kaskosten	150	165	150
- Toename (+ afname) behoefte aan bedrijfskapitaal	+6	-15	-15
- Noodzakelijke Investerings	100	140	125
-----	-----	-----	-----
Vrije operationele kasstromen na belastingen	133	89	90

(Behoeftte aan bedrijfskapitaal: 20N0= 136 ; 20N1= 130 ; 20N2= 145 ; 20N3= 160)

4. DCF-waarde

Uitgewerkt voorbeeld

Stel dat de volgende operationele kasstromen worden voorspeld:

CF1= 133 000 euro CF2= 89 000 euro CF3= 130 000 euro

Vanaf jaar 3 wordt een groei van 2% verwacht. De onderneming heeft een bedrag van 800 000 euro aan rentedragende schulden opgenomen. Indien de kost van het kapitaal 7,5% bedraagt, wat is de waarde van deze onderneming (DCF)?

$$\text{DCF} = \frac{133}{(1,075)^1} + \frac{89}{(1,075)^2} + \frac{90}{(1,075)^3} + \left(\frac{80 (1,02)(1-0,10)}{0,075 - 0,02} \times \frac{1}{(1,075)^3} \right) - \text{schulden}$$

$$\text{DCF-waarde} = 273\,182 \text{ euro} + 1\,074\,842 \text{ euro} - 800\,000 \text{ euro}$$

$$\text{DCF-waarde} = 548\,024 \text{ euro}$$

5. De multiplicatormethode

De EBITDA-methode

- **Uitgangspunt?**

In deze waarderingsmethode wordt de onderneming gewaardeerd door rekening te houden met de prijs die men recentelijk heeft moet betalen bij de verkoop van vergelijkbare ondernemingen.

- **Berekening?**

De multiplierwaarde wordt uitgedrukt als een multiple of veelvoud van een bepaald cijfer uit de resultatenrekening, in casu de EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation).

5. De multiplicatormethode

De EBITDA wordt berekend als de som van het bedrijfsresultaat en de niet-kaskosten van bedrijfsaard (zijnde de afschrijvingen, voorzieningen en waardeverminderingen).

Of : $EBITDA = EBIT + \text{niet kaskosten}$

Indien $EBITDA = 150\ 000$ euro en $EBITDA\text{-multiple} = 6$

Dan is de ondernemingswaarde : $150\ 000 \text{ euro} \times 6 = 900\ 000 \text{ euro}$

Ondernemingswaarde (= EBITDA x Multiple)

- + Waarde van de aanvullende activa (bv. Overtollige kaspositie)
- Rentedragende (bank)schulden op LT en KT

= Aandeelhouderswaarde volgens de multiplicatormethode

5. De multiplicatormethode

De EBITDA-methode

De keuze van deze EBITDA-multiple is afhankelijk van o.a. de sector, de ondernemingsomvang en de staat van de activa en passiva.

Men baseert zich hierbij meestal op het gebruik van multiples die in het recente verleden konden gerealiseerd worden in verkooptransacties van vergelijkbare ondernemingen.

Voorstelling online waarderingstool

Prof.dr. Eddy Laveren

Universiteit Antwerpen & Antwerp Management School

email: eddy.laveren@uantwerpen.be