



Waardebepaling

*In 6 stappen naar de juiste prijs
voor uw onderneming*

Inhoud

<i>Inleiding</i>	3
------------------	---

<i>Stappenplan</i>	4
--------------------	---

Stap 1 Markt, marktpositie, visie en strategie van de onderneming	4
Stap 2 Juridische inventarisatie	4
Stap 3 Financiële inventarisatie	4
Stap 4 Prognose incl. normalisaties	5
Stap 5 Referentieonderzoek (historische transacties ed)	5
Stap 6 Waardebepaling	5

<i>Manieren van waardebepaling</i>	6
------------------------------------	---

Discounted Cashflow (DCF)	6
Intrinsieke waarde	7
EBITDA multiple	7
(Genormaliseerde) rentabiliteitswaarde	7

<i>Belangrijke beïnvloeders van de waarde</i>	8
---	---

Financiële ratio's, verdien capaciteit	8
Normalisatie	8
Risico's en kansen verbonden aan de onderneming	8
Strategische meer- of minderwaarde	9
Redenen om te waarderen	9

<i>Centrum voor Bedrijfsopvolging</i>	
---------------------------------------	--

<i>Ondernemer: U hoeft het niet alleen te doen</i>	
--	--



Inleiding

Welke ondernemer is niet geïnteresseerd in wat zijn of haar bedrijf waard is? Wanneer u als DGA daar over nadenkt is de stap naar internet snel gemaakt. Daar vindt u al snel het nodige over waardering van bedrijven. Vaak wordt voorgesteld om een paar getallen in te vullen waarna u te weten kunt komen wat uw bedrijf waard zou zijn.

Jammer, want dat is een simplificatie die een goede waardering geen recht doet. De insteek dat het waarderen van een bedrijf niet meer omvat dan alleen een online tool invullen zoals op veel websites gesuggereerd wordt zet u op een verkeerd spoor met alle negatieve consequenties van dien.

Een goede waardering is complex. Een diepgaand inzicht in de onderneming is noodzakelijk, evenals de achterliggende redenen en context van het waarom om tot een waardering over te gaan. In dit e-book geven we u inzicht in 6 stappen die doorlopen worden om te komen tot een passende waardering. Daarnaast worden de belangrijkste waarderingmethoden kort besproken. We hebben het dan over aanpak en methode van waarderen.

Maar wat beïnvloedt de uitkomst van een waardering? Belangrijk, want afhankelijk van de aanleiding tot waarderen biedt dat mogelijkheden om een waardering hoger of misschien lager uit te doen vallen. Tezamen biedt dit e-book een handvat om tot een goed besluit te komen over de waardering van een onderneming.

In 6 stappen naar uw waardering

Het waarderen van een onderneming is een stapsgewijs proces. De prestaties uit het verleden, de prognoses (de toekomst, hoe onzeker ook), het management en aannames die je doet, de risico's voor de onderneming en markt referenties bepalen samen de waarde van de onderneming op een bepaald moment.

Stap 1 | *Markt, marktpositie, visie en strategie van de onderneming*

Hoe ziet een ondernemer het bedrijf, welk onderbouwing is er voor het realiseren van huidige opbrengsten en kosten. Hoe wordt het geld verdiend: in projecten of met langjarig abonnementen? Waarin wordt en is geïnvesteerd en wat levert het op? Wat voor personeel wordt ingezet? Wat is het ondernemersplan? Opereert het bedrijf in een kwetsbare zeer winstgevende niche of in een generiek zeer concurrerende markt? Externe bronnen met branche-informatie dragen bij aan het beeld.

Stap 2 | *Juridische inventarisatie*

Hoe is de onderneming gestructureerd in vennootschappen of vennoten en personen? Zijn er belangrijke contracten met partners? Zijn er patenten die van belang zijn voor de opbrengsten? Zijn er beperking afgesproken om de onderneming te verkopen door verplichte aanbidding aan bepaalde partijen? Zijn er risico's op claims of lopen er rechtszaken? Is er een aandeelhoudersovereenkomst waarin afspraken staan over onderlinge waardering van de onderneming of rechten en plichten bij verkoop of aankoop van de onderneming en hoe verhoudt zich dat tot de statuten? Zijn er contracten met een bank en wat betekenen die bij verkoop? Zijn er garanties afgegeven?

Is er een aandeelhoudersovereenkomst waarin afspraken staan over onderlinge waardering van de onderneming of rechten en plichten bij verkoop of aankoop van de onderneming en hoe verhoudt zich dat tot de statuten? Zijn er contracten met een bank en wat betekenen die bij verkoop? Zijn er garanties afgegeven?

Stap 3 | *Financiële inventarisatie*

Hoe heeft het bedrijf de afgelopen jaren gepresteerd? Is de omzet sterk afhankelijk van weinig grote klanten of vele kleine en hoe is dan de winstgevendheid per klant? Hoe goed zijn de debiteuren? Is er leverancierskrediet en voorraad? Hoe verhoudt werkkapitaal zich tot de omzet en wat betekent dat bij groei? Hoe zit de financiering in elkaar? Wordt er gehuurd of zijn er eigen panden?





Stap 4 | *Prognose incl. normalisaties*

Met de kennis van de voorgaande stappen is er een prognose voor de komende jaren van het bedrijf op te stellen of te toetsen. Dit is het meest bepalend voor de waarde van de onderneming. Afwijkingen en bijzonderheden kunnen worden genormaliseerd (meer hierover in hoofdstuk Belangrijke beïnvloeders van waarde) ten opzichte van de werkelijkheid uit het verleden of als norm voor de toekomst. Dit kunnen bijzondere baten en lasten zijn, onlogische verschillen tussen jaren of hoger- of lagere management fee bijvoorbeeld.

Stap 5 | *Referentieonderzoek (historische transacties ed)*

Referentieonderzoek is een vorm van benchmarking. De te waarderen onderneming wordt dan vergeleken ten opzichte van gemiddelden van vergelijkbare bedrijven / branches. Dit kunnen specifieke zaken zijn die van belang zijn om een beeld te kunnen vormen van hoe goed of hoe slecht een bedrijf draait. Denk dan bijvoorbeeld aan kosten van huisvesting, de betaalde lonen, leeftijdsopbouw en opleiding medewerkers, betalingstermijn, schulden, debiteuren, etc. Daarnaast wordt veelvuldig gebruik gemaakt van multiples die dan de basis vormen om zonder veel onderzoek een globale uitspraak over de mogelijke waarde van een onderneming te doen. De meest gebruikte multiplier is gebaseerd op de gemiddelde EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) en de gemiddelde verkoopprijs van bedrijven in een bepaalde branche. Verder op in dit e-book komen we hier op terug. Houdt er wel rekening mee dat dit een simpele kort door de bocht methode is die flink kan afwijken van de werkelijke waarde. Wees daar dus voorzichtig mee!

Stap 6 | *Waardebepaling*

De verzamelde informatie wordt gemodelleerd in een winst en verliesrekening en balans uit het verleden en de toekomst. Met financiële berekeningen wordt op een bepaald moment dan de indicatieve waarde van de onderneming gegeven. Hierbij wordt rekening gehouden met toekomstige kasstromen en de risico's die eraan verbonden zijn. Zo maakt het uit hoe afhankelijk het bedrijf is van het management of klanten. De netto kasstromen worden beïnvloed door afschrijvingen, investeringen, benodigd werkkapitaal en belastingdruk. Vaak worden meerdere invalshoeken vergeleken om tot een conclusie te komen. In het volgende hoofdstuk zullen we de belangrijkste manieren van waardering kort de revue laten passeren. Waardering is een prima maatstaf voor prijs. Voor een prijs kunnen partijen uiteindelijk altijd iets anders overeenkomen bijvoorbeeld door het al dan niet aanwezig zijn van competitieve biedingen, meefinancieren door verkopers, afspraken over winstdeling of betaling volledige bij overdracht.

Het kan behulpzaam zijn om meerdere scenario's te beschouwen (bijvoorbeeld voor een financieringsvraag). Er worden dan bijvoorbeeld optimistische en pessimistische aannames gedaan en het effect op de waarde vergeleken.



Manieren van waardebepaling

Een goede waardering is een uitdaging. We hebben het over het toekennen van een waarde aan een bedrijf die moet resulteren in een prijs die “juist” is. Er wordt daarbij naar het verleden gekeken maar, heel belangrijk, vooral ook naar de toekomst. Omdat het de toekomst betreft is die altijd onzeker, zekerheid heb je daar dus alleen achteraf over. Achteraf weet je of alle aannames die gedaan zijn ook daadwerkelijk zijn uitgekomen. In een goede waardering probeert men die onzekerheid daarover, door een zorgvuldige aanpak, zo klein mogelijk te houden.

Daarnaast zitten we met het lastige punt dat waarde voor iedereen verschillend is. Zo hecht de een veel betekenis aan winst terwijl de ander kijkt naar zaken als klanten, contracten, locatie en/of potentieel. Kopende partijen kijken niet alleen naar het bedrijf an sich, ze kijken ook naar zaken als mogelijkheden om synergie te realiseren, kostenbesparing door schaalvergroting, cross selling, etc. Juist omdat waarde in de praktijk een individuele en unieke invulling krijgt is er veel tijd en energie gestoken in methodes om tot een, zoveel als mogelijk, geobjectiveerde manier van waarderen te komen. Dit veelal wetenschappelijk getoetste onderzoek heeft in de loop van tientallen jaren geresulteerd in een aantal veelvuldig gebruikte aanpakken om tot een waardering te komen.

Discounted Cashflow (DCF)

De Discounted Cashflow waardering is een methode om te bepalen hoe groot de waarde van een onderneming is op basis van de voorspelde ingaande en uitgaande kasstromen die zich in de resterende levensduur zullen voordoen contant gemaakt op een bepaalde datum. De vrije kasstroom is die kasstroom die toekomt aan alle verstrekkers van het totale bedrijfsvermogen: het eigen vermogen en het vreemd vermogen.

$$\text{Vrije kasstroom} = (\text{Bedrijfswinst (EBIT)} + \text{Afschrijvingen}) - (\text{Belasting} + \text{Mutatie Voorzieningen} + \text{Investerings (in netto geïnduceerd werkkapitaal}^* + \text{Investerings (in vaste activa))}$$

Het contant maken van de kasstromen gebeurt met behulp van de vermogenskostenvoet, in het Engels de Weighted Average Cost of Capital (WACC). Met de vermogenskostenvoet worden alle toekomstige kasstromen over het aantal jaren teruggerekend naar het moment dat de bedrijfswaarde wordt berekend.

De vermogenskostenvoet (WACC) is de kwantitatieve uitkomst van de beoordeling over de afhankelijkheid van klanten, leveranciers en management, de spreiding activiteiten, entree barrières in de markt, het track record, de flexibiliteit, de illiquiditeitspremie en de rente in de markt. Bij een hoger risico zijn de toekomstige kasstromen vandaag minder waard en andersom.

* geïnduceerd werkkapitaal = som van alle vlottende activa inclusief de liquide middelen minus alle vlottende passiva voor zover die vanuit de omzet vrijwel automatisch door een bedrijf wordt verkregen alleen omdat het bepaalde activiteiten ontplooid is

Intrinsieke waarde

De intrinsieke waarde is de optelsom van de zichtbare economische bezittingen in de balans van een onderneming op een bepaald moment (inclusief eventuele overwaarde). Deze methode is eenvoudig, vooral als er geen sprake is van goodwill. Het grootste nadeel van deze methode is dat de waarde wordt bepaald op basis van een momentopname. Deze waarderingsmethode wordt nog wel eens gebruikt als het rendement van de onderneming laag is, maar als er wel veel waardevolle (vaste) activa zijn zoals gebouwen en grond.

$$\text{EV} = \text{bezittingen (Activa)} - \text{Schulden (Passiva)}$$

EBITDA multiple

EBITDA staat voor "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation", ofwel de winst voor rente, belasting, afschrijving en amortisatie (afschrijving van immateriële activa). Het is geen waarderingsmethode maar wordt wel veel gebruikt om tot een prijsindicatie van een bedrijf te komen en te vergelijken met de uitkomst van de DCF.

In de markt wordt via enquêtes onder adviseurs en gerealiseerde verkoopprijzen van bedrijven per branche en als gemiddelde de EBITDA multiple gemeten en gepubliceerd. Deze multiple vermenigvuldigd met de EBITDA van de onderneming waar het om gaat geeft dan de waarde van de onderneming.

De schuldvrije waarde van een onderneming is de waarde waarbij is aangenomen dat de onderneming zonder rentedragende schulden en overvloedige liquiditeit wordt overgedragen ('cash and debt free').

$$\text{Waarde} = \text{multiple} \times \text{EBITDA}$$

(Genormaliseerde) rentabiliteitswaarde

De rentabiliteitswaarde wordt als volgt berekend: De winsten van de afgelopen jaren en toekomstige jaren worden in kaart gebracht waarna eventuele normalisaties (correcties op buitengewone opbrengsten/kosten) worden doorgevoerd. Daarna wordt een wegingsfactor toegepast (het recente verleden en toekomst kent een hogere wegingsfactor dan een verder verleden en toekomst). Hiermee kan dan de gemiddelde, genormaliseerde, gewogen nettowinst bepaald worden.

Dan wordt gekeken of er sprake is van een tekort of overschot aan eigen vermogen (bijvoorbeeld een eigen vermogen van 30% van het balanstotaal). Deze wordt dan op de winst als correctie doorgevoerd. Als laatst wordt deze gemiddelde winst vermenigvuldigd met een rendementseis. Deze rendementseis zal hoger zijn, naarmate het bedrijfsrisico hoger is.

$$\text{Gemiddelde winst over prognoseperiode} / ((\text{rendement EV -/- groeivoet}) + \text{Vermogenoverschot})$$





Belangrijke beïnvloeders van de waarde

Bij een goede waardering gaat het om meer dan het toepassen van rekenregels en rapportageregels. Het gaat ook om het maken van een juiste vertaling van (toekomstige) kansen en risico's naar een waarde waar u als belanghebbende iets mee kunt doen. Het proces en de gesprekken die bij de opstelling van een waardering plaats vinden, kunnen voor u een minstens net zo belangrijke waarde hebben als het vaststellen van de waarde van de onderneming. De uitkomst is uiteindelijk een getal, de kans en uitdaging ligt hem in wat u met dit getal gaat doen.

Hoe zorgt u ervoor dat dit getal, uw bedrijfswaarde, lager of hoger wordt afhankelijk van uw belangen en wensen? Hierbij spelen de aanleidingen voor bedrijfswaardering een belangrijke rol. Want een waardering wordt veel gebruikt als een instrument om een doel te bereiken. Bijvoorbeeld verbetering van de onderneming en het terugbrengen van risico's, maar in de meeste gevallen om een onderhandeling in uw voordeel te beslechten.

Financiële ratio's, verdien capaciteit

Wanneer een waardering wordt uitgevoerd wordt er gekeken wat de kern is van de verdien capaciteit van het bedrijf. Die kern is van belang omdat dit de basis vormt voor de toekomstige winsten. In veel gevallen bepaalt dit hoe snel het aankoopbedrag weer terugverdiend kan worden. Wanneer een koper zijn investering binnen een jaar terug kan verdienen, is het logisch te concluderen dat de waardering te laag is. Tenminste, als er geen uitzonderlijke omstandigheden zijn. In het geval dat de waardering zodanig hoog is dat een koper bijvoorbeeld pas na 10 jaar zijn aankoop kan terugverdienen dan zullen daar waarschijnlijk geen geïnteresseerden voor te vinden zijn. Uitzondering hierop zijn bedrijven die andere kwaliteiten hebben dan winst in absolute zin. Die rechtvaardigen dan om strategische redenen een hogere waarde dan bedrijfseconomisch logisch zou zijn.

Normalisatie

De verdien capaciteit van een onderneming wordt in de praktijk vertroebeld omdat er (incidentele) kosten en opbrengsten zijn die het resultaat flatteren of verminderen maar geen deel uitmaken van de reguliere bedrijfsopbrengsten en kosten. Veel voorkomende voorbeelden zijn de hoogte van de managementvergoeding en financiële mee- of tegenvallers. In geval van het eerste is de vraag of de managementvergoeding die u zichzelf toekent hoger of lager is dan de kosten van iemand uit loondienst of dan de norm binnen de branche. Een ander voorbeeld is een tijdelijke verhoging van de transportkosten doordat containervervoer mondiaal ontregeld is.

Risico's en kansen verbonden aan de onderneming

Hoe hoger de risico's hoe lager de waardering zou je kunnen zeggen. Wanneer een bedrijfstak grillig is qua resultaat heeft dat zijn weerslag in de waardering van bedrijven binnen die bedrijfstak. Echter, de onderneming binnen zo'n bedrijfstak die daar oplossingen weet te vinden heeft daarmee een streepje voor wat zal resulteren in een relatief hogere waardering. Hoe beter je dit kunt aantonen hoe groter het effect.

Strategische meer- of minderwaarde

Unieke kennis, ervaring, medewerkers, bijzondere klanten, intellectueel eigendom, certificeringen, geografische aanwezigheid, leveranciers, abonnementsmodellen, etc. Zo maar een aantal punten die bij een waardering een grote rol kunnen spelen. Eén of meerdere van dit soort zaken kunnen voor andere partijen zeer interessant zijn en daarmee een hogere waardering rechtvaardigen. Het is belangrijk hier goed over na te denken. Veel ondernemers zijn zich niet of onvoldoende bewust van de kans die hun bedrijf vanuit andermans perspectief kan betekenen.

Wanneer u een lage waardering wilt dan zult u hier logischerwijs minder aandacht voor willen vragen. Echter, wilt u een hogere waardering; kijk dan nadrukkelijk door de ogen van een ander naar het bedrijf:

- Wat maakt het in positieve zin uniek?
- Heeft u bijzondere klanten of exclusiviteit van producten en diensten?
- Liggen uw vestigingen allemaal op goed bereikbare locaties die voor anderen niet bereikbaar zijn?
- Hebt u misschien geen gebrek aan medewerkers die anderen niet kunnen vinden?
- Bent u gecertificeerd voor zaken die tijdrovend en kostbaar zijn om te verkrijgen?
- Heeft u een extreem schaalbaar model?
- Bestaat uw winst uit bijzondere zaken waardoor u extra marge maakt, of minder risico's hebt?

Als u 'ja' kunt antwoorden op één of meerdere van de bovenstaande vragen, is er sprake van uitzonderlijke kwaliteit en/of uniciteit van het bedrijfsmodel. Om dit goed te beoordelen helpt het als u veel bij andere bedrijven in de keuken hebt gekeken. Zelf bent u zich daar meestal niet van bewust omdat het voor u "normaal" is. U zou zomaar iets over het hoofd kunnen zien wat bij een waardering van groot belang is.

Redenen om te waarderen

Ook de reden om met een waardering aan de slag te gaan zijn van belang voor de uitkomst. Het bepaalt wellicht of u een zo hoog mogelijke waardering zoekt of juist een zo laag mogelijke. Een greep uit de mogelijke redenen:

- Verkoop van uw bedrijf
- Een bedrijf kopen
- Opvolging binnen de familie
- MBO en MBI
- Scheiding
- Uitstappen van een aandeelhouder





Centrum voor Bedrijfsopvolging

Het waarderen van een onderneming is complex. Het gaat namelijk niet alleen om formules en 'koude getallen'. Het gaat om het waarderen van iets waar u al uw ziel en zaligheid in hebt gestopt. Het is uw oudedagsvoorziening maar meer nog: uw kindje. Deze factoren vragen om veel meer dan iemand die alleen de cijfers snapt. Het vraagt vooral om professionals die snappen wat een onderneming is. Wat succesfactoren zijn en waar problemen in een onderneming kunnen zitten.

Maak kennis met het Centrum voor Bedrijfsopvolging. Wij zijn al sinds 2004 een prominente speler op de Nederlandse markt bij aankoop, verkoop en opvolging van bedrijven. Ook als het een buitenlandse transactie betreft. Onze meer dan vijftien adviseurs, allemaal zelf ondernemer, hebben zich gespecialiseerd in de diverse aspecten van aan- en verkoop en de overdracht van bedrijven. Wij spreken de taal van de ondernemer en zijn inzetbaar voor zowel het gehele overnameproces als voor specifieke vraagstukken, zoals financieringen en natuurlijk waarderingen.

Een succesvolle aankoop, verkoop of overdracht van een bedrijf vereist deskundigheid, openheid en wederzijds vertrouwen. Dat begint met een goed en vrijblijvend gesprek. Bel +31 (0)85 016 10 37 voor een vrijblijvende afspraak en maak kennis met onze adviseurs.

Ondernemer: U hoeft het niet alleen te doen

Aan de start van deze brochure vertelden we dat een waardering complex is. We zien daarom veel partijen die hier diensten voor aanbieden. Wij hopen dat onze brochure u ondersteunt wanneer u zo'n partij zoekt.

Ondersteunt bij het stellen van de juiste vragen, ondersteunt in de beoordeling van antwoorden. Het gaat daarbij niet alleen om formules, maar vooral om professionals die snappen wat een onderneming is. Wat succesfactoren zijn en waar problemen in een onderneming kunnen zitten. Niet iedere partij in de markt is daar even bekwaam in. Ga daarom niet zomaar met een waardeerder in zee. Neem de tijd om hem of haar te leren kennen en te beoordelen of het bedrijf in kwestie begrepen wordt. En heeft u daar een goede indruk van, geef dan uw vertrouwen.

Natuurlijk zijn wij nieuwsgierig naar uw verhaal en reden om te waarderen. Graag zullen we u van dienst zijn wanneer een waardering moet worden opgesteld, of beoordeeld moet worden. Als overdracht- en overnamespecialist doen we dat dagelijks. Mocht u geïnteresseerd zijn, kunnen we als eerste stap een afspraak maken om elkaar te leren kennen en uw vraag te bespreken. Uiteraard vrijblijvend.

Maak nu kennis met het Centrum voor Bedrijfsopvolging

Wij helpen u graag. Wie wij zijn? Hét Centrum voor Bedrijfsopvolging. Wij zijn een prominente speler op de Nederlandse markt als het om aankoop, verkoop en opvolging van bedrijven gaat. Ook als het een buitenlandse transactie betreft. Onze zestien adviseurs, allemaal zelf ondernemer, hebben zich gespecialiseerd in de diverse aspecten van aan- en verkoop en de overdracht van bedrijven.

Wij spreken de taal van de ondernemer en zijn inzetbaar voor zowel het gehele overnameproces als voor specifieke vraagstukken, zoals financieringen en natuurlijk waarderingen. Een succesvolle aankoop, verkoop of overdracht van een bedrijf vereist deskundigheid, openheid en wederzijds vertrouwen. Dat begint met een goed en vrijblijvend gesprek.

Bel gerust +31 (0)85 016 10 37 voor een vrijblijvende afspraak en maak kennis met onze adviseurs.



Website: www.cvbinfo.nl

Email: advies@cvbinfo.nl

Telefoon: +31 (0)85 016 10 37

Kantoor Bussum
Brinklaan 134
1404 GV Bussum

Kantoor Zwolle
Govert Flinckstraat 1
8021 ET Zwolle

Kantoor Rijswijk
Laan van Vredenoord 33
2289 DA Rijswijk