

Welkom

RB Studiekring Lezing ondernemingswaardering



Voorstellen

drs. Chris Denneboom RV RAB
cdenneboom@valuepro.nl
Master in Business Valuation
Register Valuator
Register adviseur bedrijfsopvolging
Gerechtigd deskundige



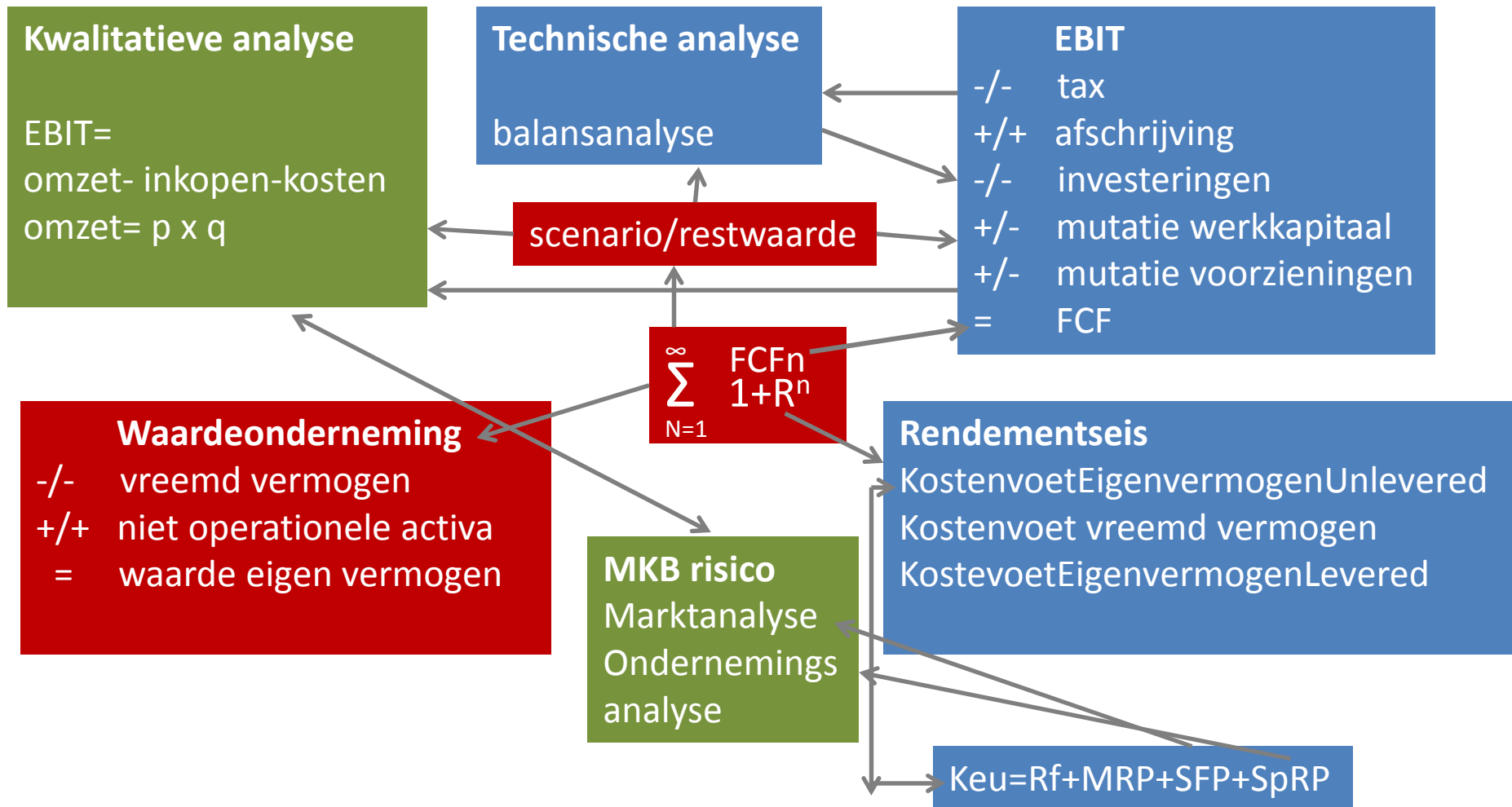
BEDRIJFSWAARDERING & ADVIES



Agenda

- Waardering, basistheorie en toepassing
- Waarde en subjectiviteit
- Cashflow ipv winst
- Techniek contant maken
- Waarde en prijs
- Miller & Modigliani

Waardering basistheorie

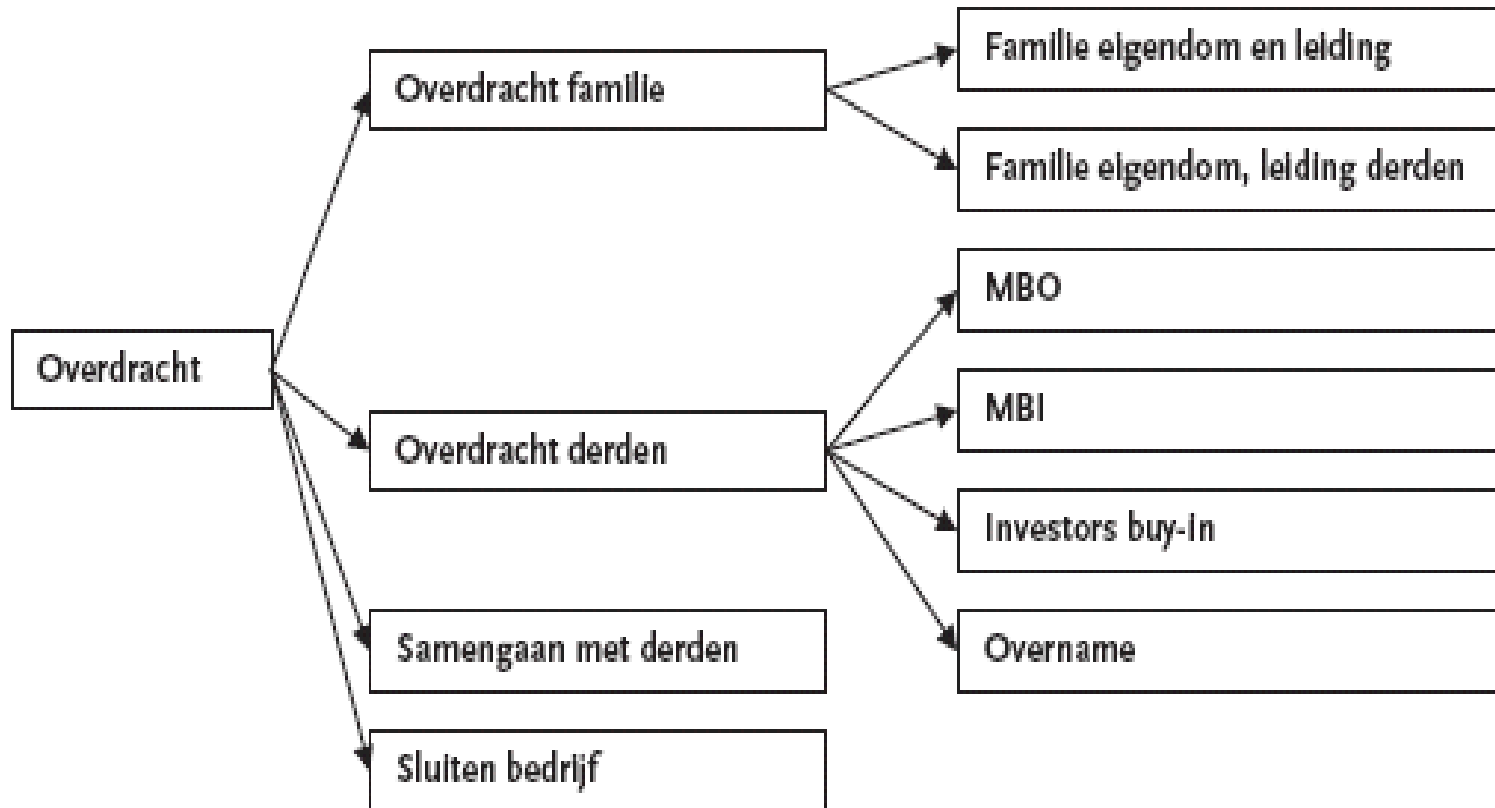


Waardering basistheorie

Wanneer waarderen?

- Bedrijfsovername (*MBO, MBI, familieoverdracht, fusie, strategische overname, optieregelingen*)
- Fiscale kwesties (*inbreng, BOR, erfbelasting*)
- Geschillen (*ruzie vennoten/adh, echtscheiding*)
- Waardemanagement
- Impairment

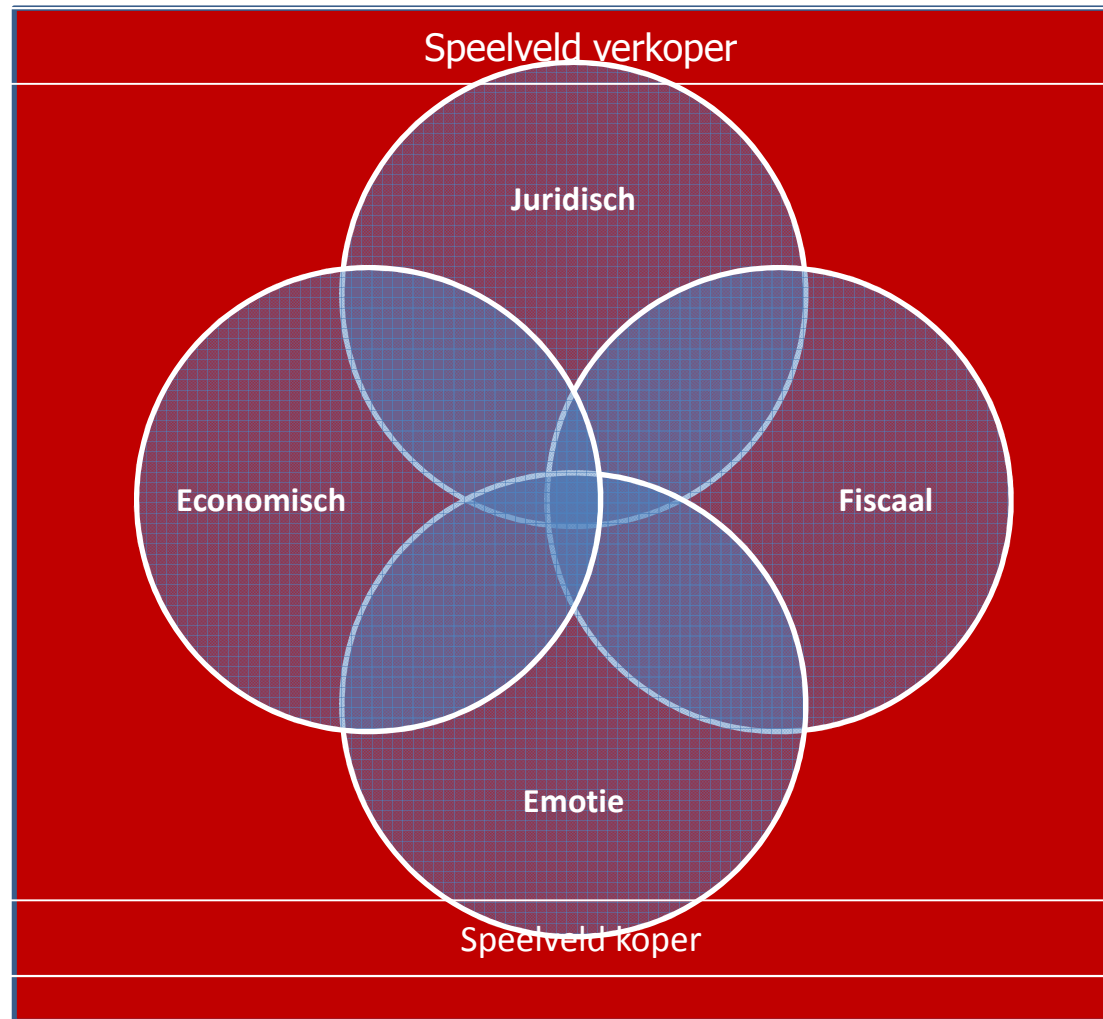
Waardering basistheorie



Bron: Van der Eijk e.a. (2004).

Waardering basistheorie

Bedrijfsoverdracht, aspecten staan niet los van elkaar



Waardering basistheorie

Rol van bedrijfsovernames binnen MKB

- Extra omzet voor accountant, belastingadviseur
- Klantbehoud en acquisitiemiddel

Let op!

- *Waardering en bedrijfsovername is een specialisme met grote (afbreuk)risico's*
- *Onafhankelijkheid*

Waardering basistheorie



Waardering basistheorie

| | Bedrijf A | | Bedrijf B |
|---------------------------------|------------------|---------------------------------|------------------|
| Resultatenrekening | 2010 | Resultatenrekening | 2010 |
| Omzet | 3.000.000 | Omzet | 3.000.000 |
| Inkoopwaarde omzet | 360.000 | Inkoopwaarde omzet | 360.000 |
| Brutowinst | 2.640.000 | Brutowinst | 2.640.000 |
| Personeelskosten | 1.650.000 | Personeelskosten | 1.650.000 |
| Overige bedrijfskosten | 660.000 | Overige bedrijfskosten | 660.000 |
| Afschrijvingen | 90.000 | Afschrijvingen | 90.000 |
| Resultaat voor belasting | 240.000 | Resultaat voor belasting | 240.000 |

Waardering basistheorie

Economische waarde

Bestaat uit de contante waarde van verwachte toekomstige opbrengsten

Economische waarde

≠

boekhoudkundige waarde

Waardering basistheorie

Economische waarde

Staatsobligatie nominaal €1.000, looptijd 3 jaar.

Couponrente 4,2%. Marktrente 2,4 %

Waardering basistheorie

Economische waarde

Bestaat uit de contante waarde van verwachte toekomstige vrije geldstromen

vrije geldstromen

≠

winst

Waardering basistheorie

Economische waarde

Vrije geldstroom is die geldstroom die ter beschikking staat aan de vermogenverschaffers.

EBIT

-/- belasting over EBIT

+/+ afschrijvingen

-/- investeringen

+/+ desinvesteringen

+/- mutatie werkkapitaal

+/- mutatie voorzieningen

= Vrije geldstroom (FCF)

Waardering basistheorie

Economische waarde

Verwachte vrije geldstroom → verwachtingen zijn per definitie subjectief.

Verwachtingen kunnen wel getoetst worden aan historische prestaties en aan de markt en verwachte marktontwikkelingen.

Waardering basistheorie

Economische waarde

Contante waarde, het principe dat er een tijdvoorkeur is voor geld en dat er risico en onzekerheid bestaan.

Waardering basistheorie

Economische waarde

Stel je hebt €100,- . Het maakt wat uit of je dit bedrag vandaag ontvangt of over een jaar.

Nu met risico, er is een kans van 10% dat de investering mislukt en failliet gaat.

Waardering basistheorie

| | |
|------------|-------|
| risicovrij | 3,50% |
| faalrisico | 10% |
| totaal | 13,5% |
| 10/9 | 15,0% |

| investeringsnummer | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | totaal |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| investeringsbedrag | 869,57 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | |
| rendement | | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | |
| na 1 jaar | | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 900 |
| investeringsbedrag | 869,57 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | 86,96 | |
| rendement | | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 0% | |
| na 1 jaar | | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 0 | 900 |

Waardering basistheorie

Economische waarde

$$\sum_{N=1}^{\infty} \frac{FCF_n}{1+R^n}$$

Waardering basistheorie

Vaak is cashflow niet constant

| project/ t -> | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---------------|---|----|-----|----|----|
| FCF | | 50 | 125 | 75 | 60 |

Rendementseis is 12%

Waardering basistheorie

Onderneming vaak variërende oneindige of langdurige cashflow.

2 fasen model

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r)^N}$$

Waardering basistheorie

Hoe lang planperiode?

Zo lang als nodig is om in een veronderstelde stabiele situatie te komen.

De restperiode veronderstellen we geen groei meer.

Waardering basistheorie

Rendementseis 15%

| onderneming/ t -> | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ∞ |
|---------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| FCF | | 50 | 75 | 90 | 70 | 65 |
| | | | | | | 433,3333 |
| Disconteringsfactor | | 0,8696 | 0,7561 | 0,6575 | 0,5718 | 0,5718 |
| CW | 447,1480 | 43,4783 | 56,7108 | 59,1765 | 40,0227 | 247,7597 |

Waardering basistheorie

DCF waardering

waarde onderneming = Σ FCF

-/- waarde vreemd vermogen

+/+ waarde niet operationele activa

= waarde EV= waarde aandelen

Waardering basistheorie

Rendementseis 15%

| onderneming/ t -> | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ∞ |
|---------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| FCF | | 50 | 75 | 90 | 70 | 65 |
| | | | | | | 433,3333 |
| Disconteringsfactor | | 0,8696 | 0,7561 | 0,6575 | 0,5718 | 0,5718 |
| CW | 447,1480 | 43,4783 | 56,7108 | 59,1765 | 40,0227 | 247,7597 |

| Overname balans | | | |
|------------------------|------------|-----------------------|------------|
| Vaste activa | 100 | EV | 115 |
| Debiteuren | 40 | Lening | 125 |
| Vorraden | 75 | Crediteuren | 75 |
| Overige vlotten activa | 120 | Overige passiva | 20 |
| Totaal activa | 335 | Totaal passiva | 335 |

Waardering basistheorie

DCF versus andere waarderingmethoden

Intrinsieke waarde

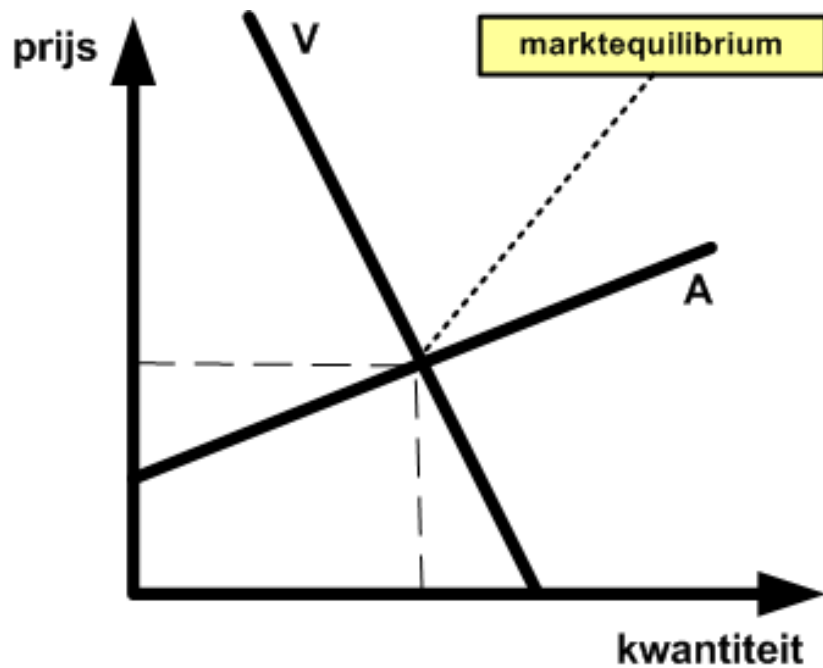
Rentabiliteitswaarde

Mobach

Multiple

Waardering basistheorie

Prijs versus waarde



$$\sum_{N=1}^{\infty} \frac{FCF_n}{1+R^n}$$

Waardering basistheorie

Kostenvoet eigen vermogen

Kostenvoet eigen vermogen Unlevered

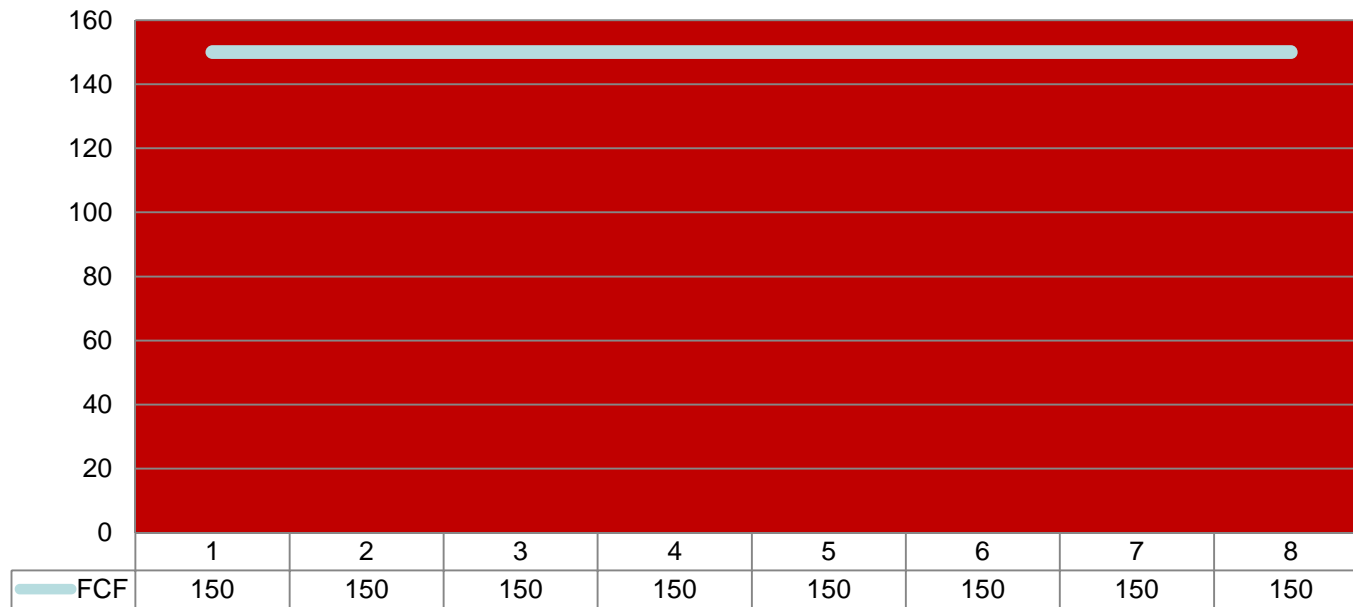
Kostenvoet eigen vermogen Levered

Wat is het effect van de inbreng van vreemd vermogen?

Waardering basistheorie

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

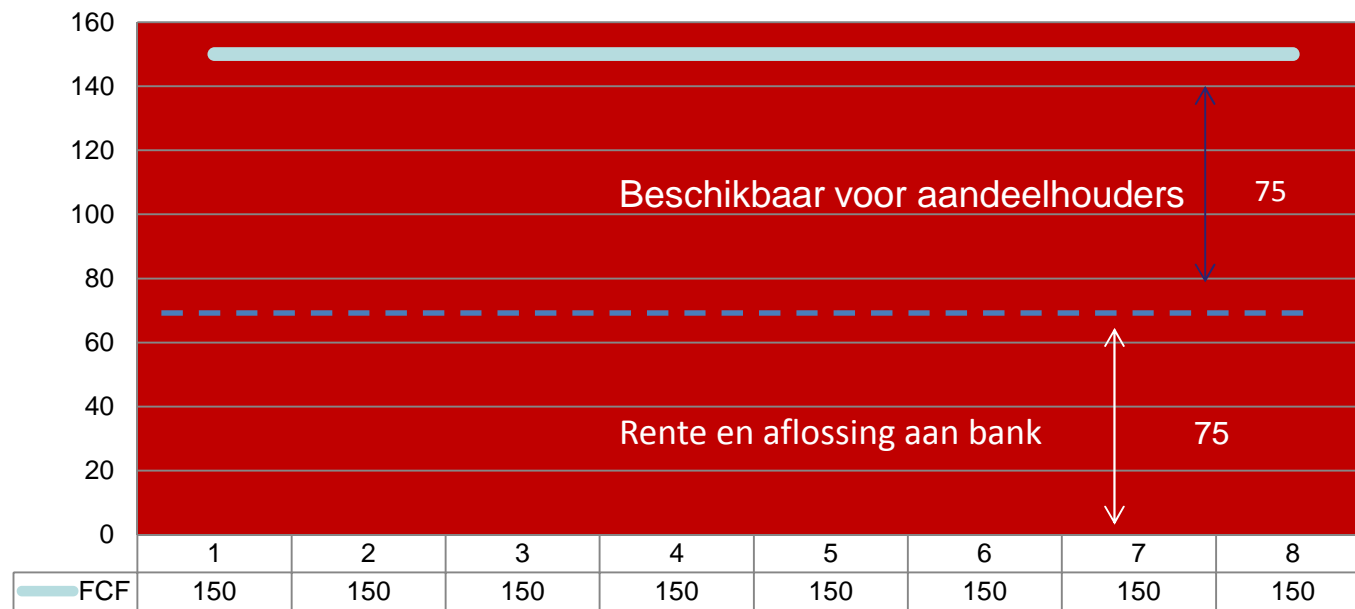
FCF



Waardering basistheorie

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

FCF

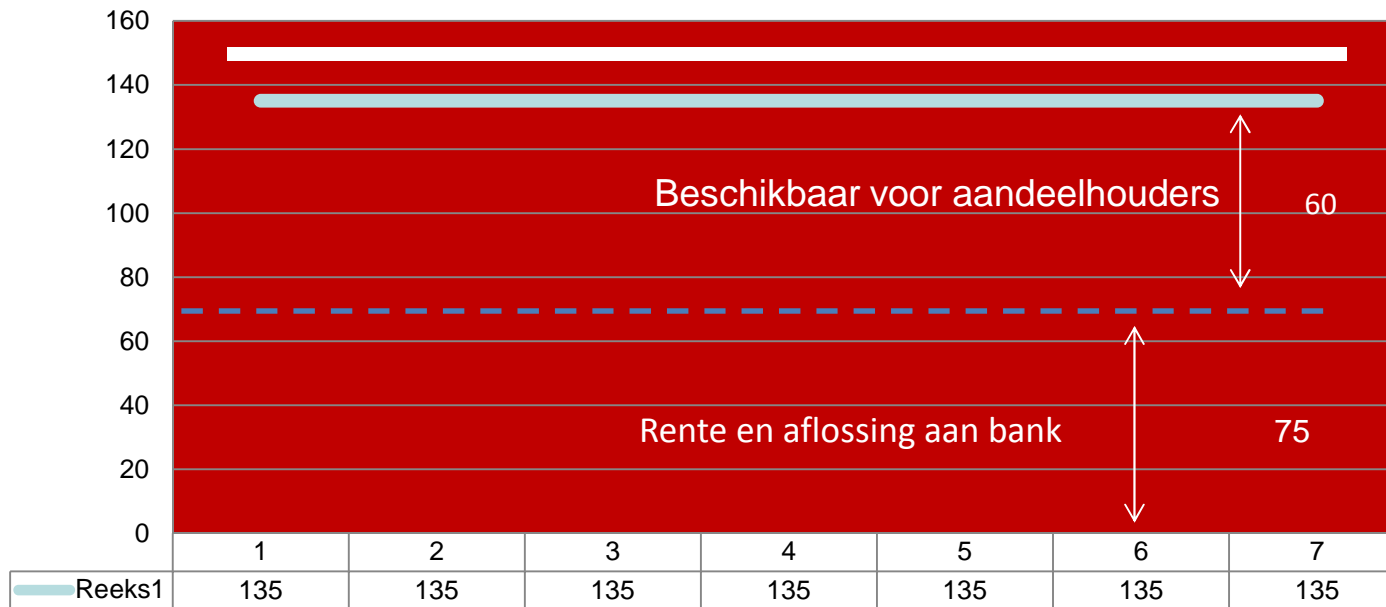


Waardering basistheorie

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

-10% afwijking

FCF



Waardering basistheorie

Miller & Modigliani

$$K_{el} = K_{eu} + (K_{eu} - K_v) \times (V/V + EV)$$

De waarde van een onderneming is niet afhankelijk van de wijze waarop zij gefinancierd is (in een wereld zonder belasting)

Waardering basistheorie

Miller & Modigliani

Voorbeeld

Geldstroom 100 tot in de oneindigheid

$K_{eu} = 12\%$

$K_v = 5\%$

$Tax = 0\%$

$EV/TV = 40\%$

Waardering basistheorie

Geldstroom 100 tot in de oneindigheid

$$K_{eu} = 12\%$$

$$K_v = 5\%$$

$$\text{Tax} = 0\%$$

$$EV/TV = 40\%$$

$$K_{el} = 0,12 + (0,12 - 0,05) * (0,6/0,4) = 0,225$$

$$WACC = 0,225 * 0,4 + 0,05 * 0,6 = 0,12$$

Waardering basistheorie

Geldstroom 100 tot in de oneindigheid

$$K_{eu} = 12\%$$

$$K_v = 5\%$$

$$\text{Tax} = 20\%$$

$$EV/TV = 40\%$$

$$K_{el} = 0,12 + (0,12 - 0,05) * (0,6/0,4) = 0,225$$

$$WACC = 0,225 * 0,4 + 0,05 * 0,6 * (1 - 0,2) = 0,114$$