

# Welkom

## RB Studiekring Lezing ondernemingswaardering Deel 2

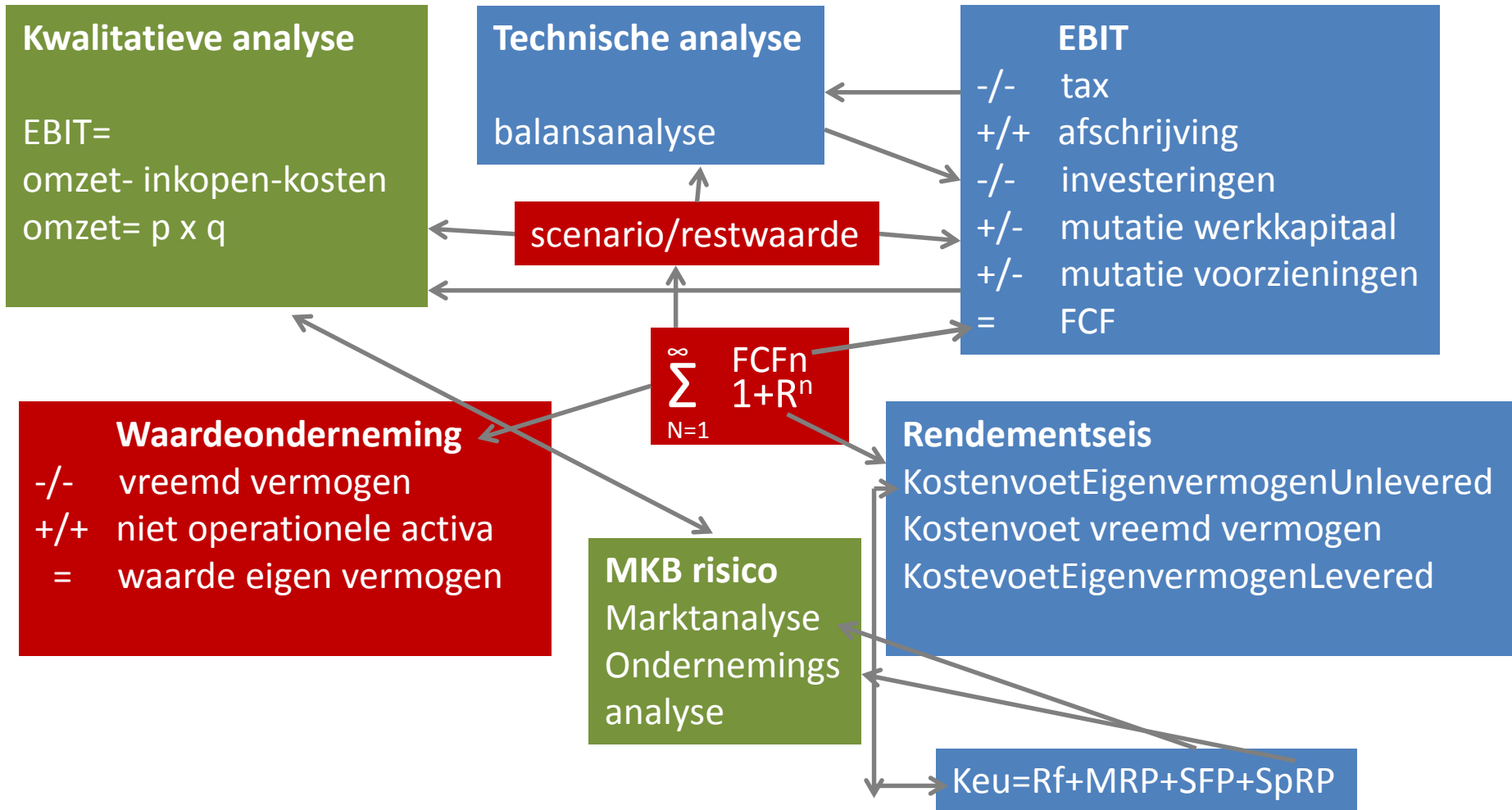


# Technische analyse

## Agenda

- Verschillende waarderingsmethoden
- Rendementseis
- Build up en CAPM
- Vrije geldstroom analyse
- Kwalitatieve analyse

# Technische analyse



# Technische analyse

## Waarderingsmethoden

Discounted Cashflow

APV

WACC

Cash to Equity

Rentabiliteitswaarde

# Technische analyse

## Waarderingsmethoden

### APV

- FCF contant maken tegen keu
- TaxShield contant maken tegen keu

### *-Voordelen:*

- Eenvoudig
- Transparant

# Technische analyse

## Waarderingsmethoden

keu	16%
kv	5%
tax	25%
Inflatie	0%

APV	0	1	2	3	4	5	6	∞
EBIT		100	150	110	200	175	180	180
Tax		25	37,5	27,5	50	43,75	45	45
Afschrijvingen		10	10	20	25	25	25	25
Investering		0	0	100	0	20	25	25
mut werkkapitaal		-5	0	-20	-5	0	0	0
FCF		80	122,5	-17,5	170	136,25	135	135
VV	100	600	500	400	300	200	100	100
rente		5	30	25	20	15	10	5
TS		1,25	7,5	6,25	5	3,75	2,5	1,25
Restwaarde FCF								843,75
Restwaarde Taxshield								7,8125
Totaal restwaarde								851,5625
CW FCF	709,2717	68,9655	91,0375	-11,2115	93,8895	64,8704	55,4097	346,3107
CW TS	19,4350	1,0776	5,5737	4,0041	2,7615	1,7854	1,0261	3,2066
Totaal	728,7067							

# Technische analyse

## Waarderingsmethoden

keu	16%
kv	5%
tax	25%
Inflatie	0%

Cash to Equity	0	1	2	3	4	5	6	∞
EBIT		100	150	110	200	175	180	180
Tax		25	37,5	27,5	50	43,75	45	45
Afschrijvingen		10	10	20	25	25	25	25
Investering		0	0	100	0	20	25	25
mut werkkapitaal		-5	0	-20	-5	0	0	0
FCF		80	122,5	-17,5	170	136,25	135	135
VV	100	600	500	400	300	200	100	100
rente		5	30	25	20	15	10	5
TS		1,25	7,5	6,25	5	3,75	2,5	1,25
CtE		576,2500	0,0000	-136,2500	55,0000	25,0000	27,5000	131,2500
KEL		0,1775	0,5623	0,3746	0,2501	0,2194	0,1937	0,1746
CW EV	628,7067	628,7067	164,0498	256,2977	488,5554	555,7242	652,6401	751,5625
VV/EV		0,1591	3,6574	1,9509	0,8187	0,5398	0,3064	0,1331
Kosten EV		111,5931	92,2480	96,0076	122,1689	121,9159	126,4224	131,2500
Kosten VV (netto)		3,7500	22,5000	18,7500	15,0000	11,2500	7,5000	3,7500
Totale vermogenskosten		115,3431	114,7480	114,7576	137,1689	133,1659	133,9224	135,0000
Ondernemingswaarde	728,7067							

# Technische analyse

## Waarderingsmethoden

keu	16%
kv	5%
tax	25%
Inflatie	0%

WACC	0	1	2	3	4	5	6	∞
Wacc		0,1583	0,1502	0,1517	0,1544	0,1556	0,1571	0,1585
FCF		80,0000	122,5000	-17,5000	170,0000	136,2500	135,0000	135,0000
CW FCF	728,7067	69,0677	106,5047	-15,1945	147,2661	117,9023	116,6742	851,5625
			91,9504	-13,2105	127,8645	102,1354	100,9626	735,9659
				-11,4052	111,1687	88,6795	87,4610	636,8593
					95,9770	77,1003	75,9384	551,6928
						66,5642	66,0229	479,0098
							57,0006	416,4637
								359,5521



# Technische analyse

						WACC	controle wacc
Vo totaal	728,7067	628,7067	0,177496	111,5931			0,1583
VK1	115,3431	100,0000	0,05	5	1,25	0,1583	
	844,0498						
FCF1	80						
V1	764,0498	164,0498	0,562317	92,24796			0,1502
VK2	114,748	600	0,05	30	7,5	0,1502	
	878,7977				115,3430702		
FCF2	122,5						
V2	756,2977	256,2977	0,374594	96,00764			0,1517
VK3	114,7576	500	0,05	25	6,25	0,1517	
	871,0554						
FCF3	-17,5						
V3	888,5554	488,5554	0,250061	122,1689			0,1544
VK4	137,1689	400	0,05	20	5	0,1544	
	1025,7242						
FCF4	170						
V4	855,7242	555,7242	0,219382	121,9159			0,1556
VK5	133,1659	300	0,05	15	3,75	0,1556	
	988,8901						
FCF5	136,25						
V5	852,6401	652,6401	0,193709	126,4224			0,1571
VK6	133,9224	200	0,05	10	2,5	0,1571	
	986,5625						
FCF6	135						
V6	851,5625	751,5625	0,174636	131,25			0,1585
VK7	135	100	0,05	5	1,25	0,158532	
	986,5625						
FCF7	135						
V7	851,5625	751,5625	0,174636	131,25			0,1585
VK8	135	100	0,05	5	1,25	0,1585	

# Technische analyse

						WACC	controle wacc
Vo totaal	728,7067	628,7067	0,177496	111,5931			0,1583
VK1	115,3431	100,0000	0,05	5	1,25	0,1583	
	844,0498						
FCF1	80						
V1	764,0498	164,0498	0,562317	92,24796			0,1502
VK2	114,748	600	0,05	30	7,5	0,1502	
	878,7977				115,3430702		
FCF2	122,5						
V2	756,2977	256,					∞
VK3	114,7576						180
	871,0554						
FCF3	-17,5						5
V3	888,5554	488,					175
VK4	137,1689						43,75
	1025,7242						131,25
FCF4	170						751,5625
V4	855,7242	555,					0,1746362
VK5	133,1659						
	988,8901						
FCF5	136,25						
V5	852,6401	652,					
VK6	133,9224						
	986,5625						
FCF6	135						
V6	851,5625	751,5625	0,174636	131,25			0,1585
VK7	135	100	0,05	5	1,25	0,158532	
	986,5625						
FCF7	135						
V7	851,5625	751,5625	0,174636	131,25			0,1585
VK8	135	100	0,05	5	1,25	0,1585	

# Technische analyse

**Rendementseis**

CAPM

Build up

# Technische analyse

## Rendementseis

CAPM

$$R_e = R_{rf} + \beta(MRP)$$

# Technische analyse

## Rendementseis

### CAPM

Systematisch risico= risico dat samenhangt met macro economische factoren.

Niet systematisch risico= risico dat samenhangt met een specifiek bedrijf en haar bedrijfstak.

# Technische analyse

## Rendementseis

CAPM

$\beta$  (beta) meet het systematische risico bij CAPM

$\beta = \text{covariantie} / \text{variantie}$

$$\frac{(R_x - \bar{X} R_x)(R_{pg} - \bar{X} R_{pg})}{(R_{pg} - \bar{X} R_{pg})^2}$$

# Technische analyse

## Rendementseis

CAPM

$$R_e = R_{rf} + \beta(MRP)$$

# Technische analyse

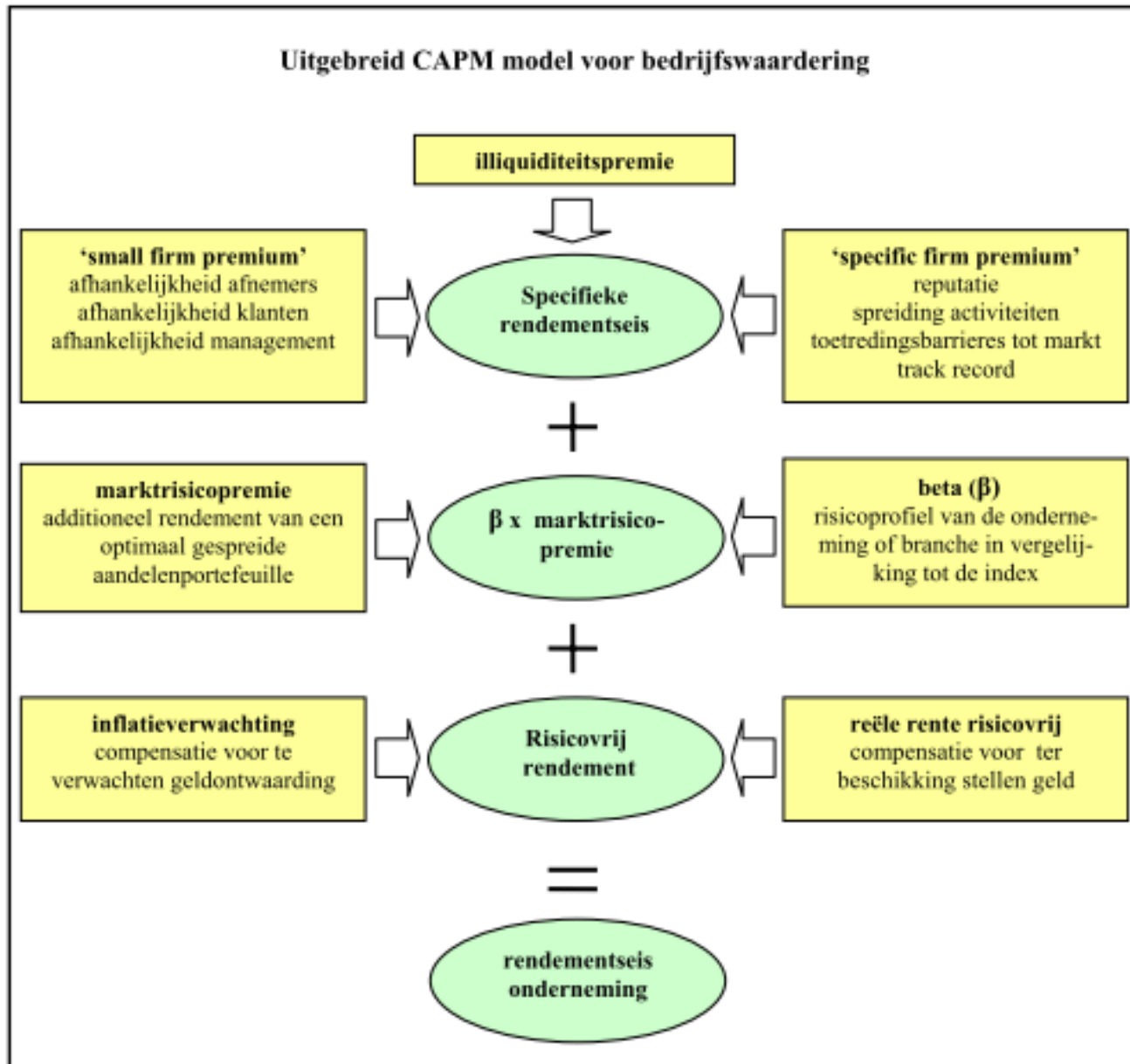
## Rendementseis

CAPM

$$R_e = R_{rf} + \beta(\text{MRP}) + \text{SmFP} + \text{ILP}$$



# Technische analyse



# Technische analyse

## Rendementseis

### CAPM

$$R_e = R_{rf} + \beta(\text{MRP}) + \text{SmFP} + \text{ILP}$$

*Let op beta's kunnen levered of unlevered zijn.*

$$\beta_u = \frac{\beta_{lev}}{1 + (1-t)VV/EV}$$

# Technische analyse

## Rendementseis

Build up

$$R_e = R_{rf} + \cancel{\beta(\text{MRP})} + \text{SmFP} + \text{ILP}$$

$$R_e = R_{rf} + \text{MRP} + \text{SpFP} + \text{SmFP} + \text{ILP}$$

# Technische analyse


## Rendementseis

Build up

$R_{rf}$  -> rendement staatsobligaties

MRP -> Damodaran/ Welch/ Fernandez,  
Aguirreamaloea en Corres

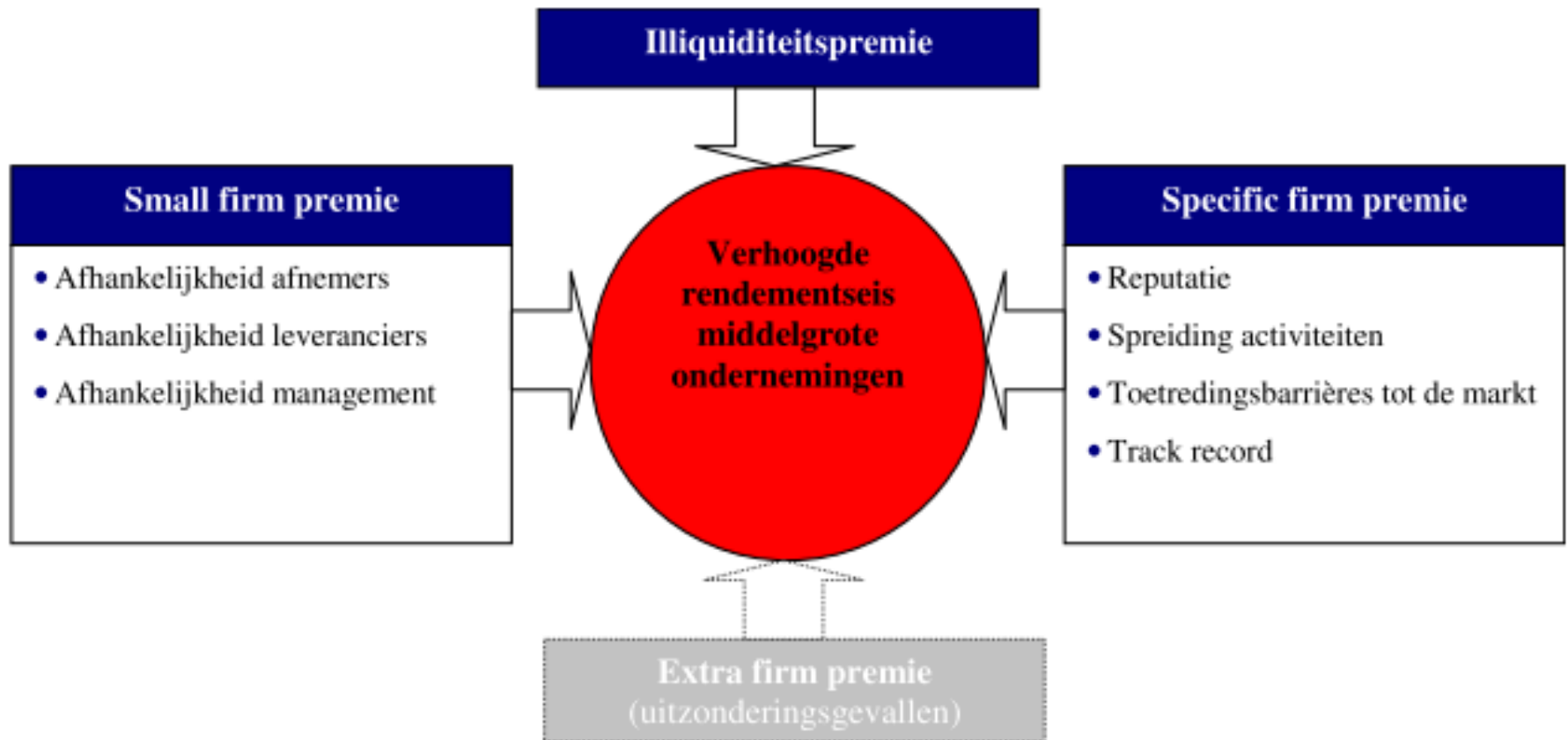
SpFP  
SmFP  
ILP



Janssen/ Sterk

# Technische analyse

## Rendementseis



# Technische analyse

## Rendementseis

<b>Risicovrij rendement</b>	<b>4,00%</b>
<b>Marketpremium</b>	<b>5,50%</b>
Illiquiditeitspremie	2,00%
afhankelijkheid afnemers	1,57%
afhankelijkheid leveranciers	1,43%
afhankelijkheid management	1,72%
<b>small firm premie</b>	<b>6,72%</b>
merknaam en reputatie	1,15%
spreiding activiteiten	1,35%
toetredingsbarrières tot de markt	1,37%
track record	1,41%
<b>specific firm premie</b>	<b>5,28%</b>
<b>Extra firm premie</b>	
<b>Kostenvoet eigen vermogen unlevered</b>	<b>21,50%</b>

# Technische analyse

## Vrije geldstroom analyse

*Boekhouden en accountantsgrondslagen gaan uit van winstbegrip. Analyseer de resultatenrekening en de balans en corrigeer alles wat wel van invloed is op de winst maar niet op de geldstroom.*

# Technische analyse

## Vrije geldstroom analyse

Balans		
Immateriele vaste activa		Eigen vermogen
Materiele vaste activa		
Financiële vaste activa		Voorzieningen
Vorraden		Lang vreemd vermogen
Debiteuren		Kort vreemd vermogen
Overige vorderingen		
		Crediteuren
Liquide middelen		Overige passiva



# Technische analyse

## Vrije geldstroom analyse

<b>Resultaten rekening</b>
Omzet
Inkoopwaarde omzet
<b>Brutomarge</b>
Personeelskosten
Huisvestingskosten
Transportkosten
Verkoopkosten
Overge bedrijfskosten
Afschrijvingen
<b>Totale kosten</b>
<b>Bedrijfsresultaat</b>
Financieele baten en lasten
Bijzondere baten en lasten
<b>Resultaat voor belasting</b>
Belasting
<b>Resultaat na belasting</b>

# Kwalitatieve analyse

## Marktanalyse

Marktdefinitie

- Omvang
- Klantbehoefte
- Ontwikkelingen (DESTEP)

# Kwalitatieve analyse



# Kwalitatieve analyse

## Interne analyse

	historie		historie		%	
	2004	%	2005	%	branche	verschil
					gemiddelde	
Netto omzet	790.484	100	1.261.715	100	100	
Inkoopwaarde	0	0	0	0	-1,5	1,5
	-----	-----	-----	-----	-----	
<b>Brutowinst</b>	<b>790.484</b>	<b>100</b>	<b>1.261.715</b>	<b>100</b>	<b>98,5</b>	1,5
Kosten personeel	533.814	67,5	797.826	63,2	68,7	-5,5
Kosten huisvesting	86.051	10,9	110.544	8,8	10,2	-1,4
Kosten transport	5.422	0,7	9.411	0,7	0	0,7
Verkoopkosten	12.330	1,6	20.353	1,6	0,4	1,2
Verzorging, activiteiten en vervoer	42.625	5,4	66.486	5,3	0	5,3
Overige bedrijfskosten	60.911	7,7	82.918	6,6	10,5	-3,9
Afschrijvingen	24.011	3	31.952	2,5	3,6	-1,1
	-----	-----	-----	-----	-----	
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>4.798</b>	<b>0,6</b>	<b>142.225</b>	<b>11,3</b>	<b>5,1</b>	6,2
Financiële baten en lasten	-9.256	-1,2	-3.205	-0,3	-1,5	1,2
	-----	-----	-----	-----	-----	
<b>Gewoon resultaat vóór belasting</b>	<b>-4.458</b>	<b>-0,6</b>	<b>139.020</b>	<b>11</b>	<b>3,6</b>	7,4
						0
<b>Ebitda</b>			<b>174.177</b>	<b>13,8</b>	<b>8,7</b>	<b>5,1</b>

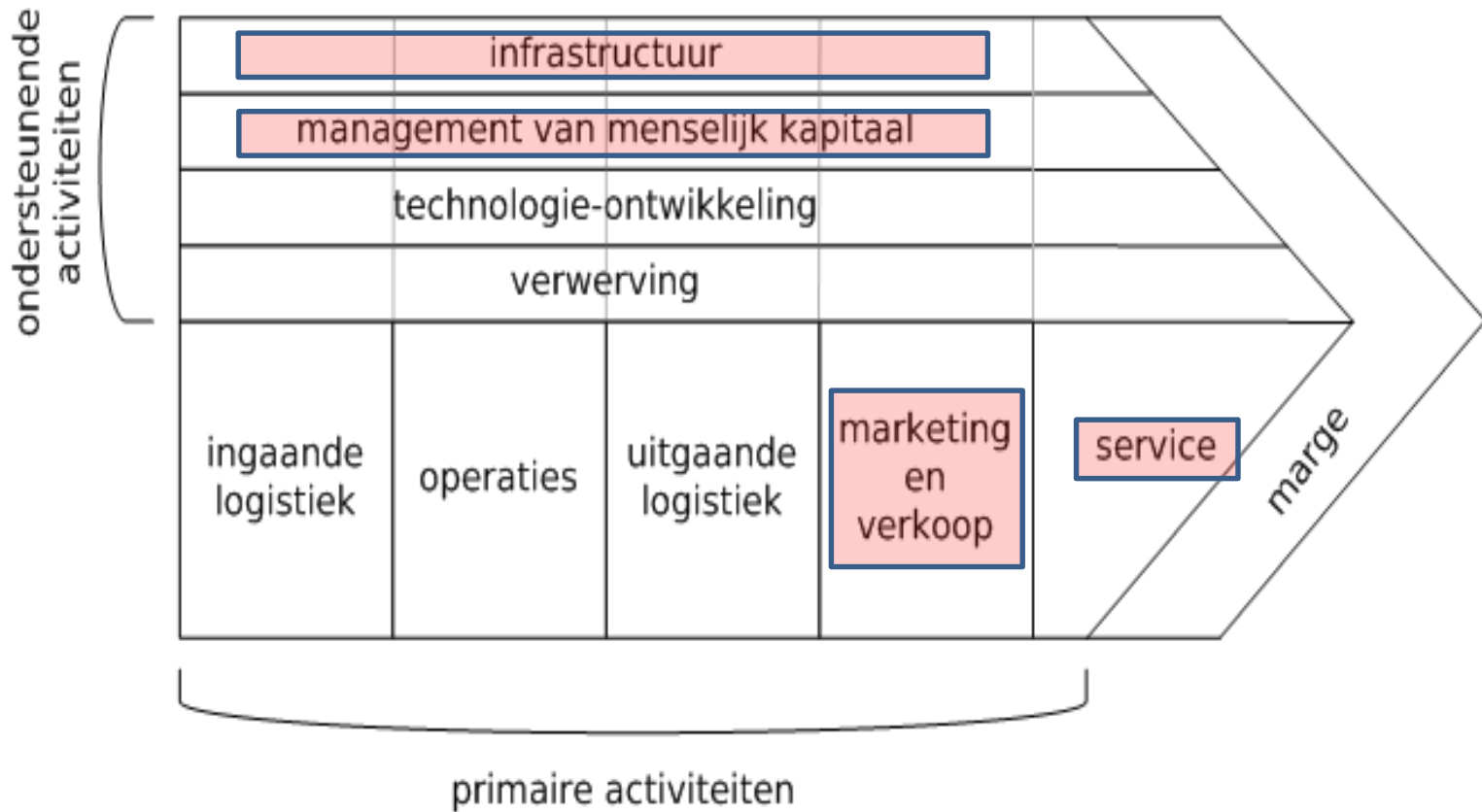
# Kwalitatieve analyse

## Interne analyse

	<b>Historie 2005</b>	<b>Branchegemiddelde</b>
Solvabiliteit (balans)	16,50%	20,00%
Debiteurentermijn (weken)	0,8	2,0
Brutowinst/medewerker	€ 54.857	€ 54.800
Omzet/medewerker	€ 54.857	€ 55.600
Personeelskosten/medewerker	€ 34.688	€ 40.000

# Kwalitatieve analyse

## Interne analyse



# Kwalitatieve analyse

## Overige aspecten

- SWOT
- Kritische succesfactor
- Unique selling proposition
- SCA

# Kwalitatieve analyse

## Overige aspecten

- Juridische aspecten
- Fiscale aspecten



# Kwalitatieve analyse

## Verlies- en winstrekening

### Omzet

	historie	historie	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<u>Netto omzet</u>								
VoorbeeldA	589.470	742.835	886.517	921.844	991.427	1.011.255	1.031.481	1.052.110
VoorbeeldB	0	257.594	327.849	391.734	368.892	376.270	383.795	391.471
VoorbeeldC	201.014	229.641	262.483	275.607	260.650	265.863	271.180	276.604
Consultancy	0	31.645	0	0	0	0	0	0
	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>
<b>Netto omzet</b>	<b>790.484</b>	<b>1.261.715</b>	<b>1.476.849</b>	<b>1.589.185</b>	<b>1.620.969</b>	<b>1.653.388</b>	<b>1.686.456</b>	<b>1.720.185</b>

# Kwalitatieve analyse



# Kwalitatieve analyse

## Verlies- en winstrekening

### Personeelskosten

	historie	historie	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<u>Bedrijfskosten: Kosten personeel</u>								
Lonen en sociale lasten:								
Personeel	352.386	524.974	602.406	675.196	695.452	716.315	737.805	759.939
Directie	76.000	115.000	115.000	115.000	117.875	120.822	123.842	126.938
Soc. lasten pers.	70.211	98.327	115.209	114.783	118.227	121.774	125.427	129.190
<b>Lonen &amp; soc. lasten</b>	<b>498.597</b>	<b>738.301</b>	<b>832.615</b>	<b>904.979</b>	<b>931.554</b>	<b>958.911</b>	<b>987.074</b>	<b>1.016.067</b>
<b>Pensioenlasten</b>	<b>22.917</b>	<b>38.252</b>	<b>45.687</b>	<b>51.316</b>	<b>52.853</b>	<b>54.440</b>	<b>56.074</b>	<b>57.756</b>
<b>Ov. Personeelskst.</b>	<b>12.300</b>	<b>21.273</b>	<b>18.164</b>	<b>20.256</b>	<b>20.762</b>	<b>21.281</b>	<b>21.813</b>	<b>22.359</b>
	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>
<b>Kosten personeel</b>	<b>533.814</b>	<b>797.826</b>	<b>896.466</b>	<b>976.551</b>	<b>1.005.169</b>	<b>1.034.632</b>	<b>1.064.961</b>	<b>1.096.182</b>

# Kwalitatieve analyse

## Verlies- en winstrekening

Overige kosten

- Vergelijk met historie
- Vergelijk met branche
- Omzet gerelateerd, personeel gerelateerd of vast
- Indexeer kosten
- Verklaar trendbreuken
- Normaliseer

# Kwalitatieve analyse

## Balans

	historie	historie	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<u>Balans activa</u>								
<b>Immateriële vaste activa</b>	<b>48.000</b>	<b>36.000</b>	<b>24.000</b>	<b>12.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Onroerend goed:								
Gebouwen	0	0	0	0	0	13.084	10.176	7.269
Bouwkundige voorzieningen	74.387	97.794	85.884	73.974	62.064	51.086	39.177	27.266
<b>Onroerend goed</b>	<b>74.387</b>	<b>97.794</b>	<b>85.884</b>	<b>73.974</b>	<b>62.064</b>	<b>64.170</b>	<b>49.353</b>	<b>34.535</b>
<b>Bedrijfsuitrusting</b>	<b>67.873</b>	<b>59.485</b>	<b>34.440</b>	<b>34.440</b>	<b>34.440</b>	<b>34.440</b>	<b>34.440</b>	<b>34.440</b>
Voorraden:								
Overige voorraden	1.706	7.000	8.193	8.817	8.993	9.173	9.356	9.544
<b>Voorraden</b>	<b>1.706</b>	<b>7.000</b>	<b>8.193</b>	<b>8.817</b>	<b>8.993</b>	<b>9.173</b>	<b>9.356</b>	<b>9.544</b>
Vorderingen:								
Handelsdebiteuren	8.027	20.055	23.475	25.260	25.765	26.281	26.806	27.342
R/C groepsmaatschappijen	20.628	68.133	0	0	0	0	0	0
Overige overlopende activa	35.304	31.221	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
<b>Vorderingen</b>	<b>63.959</b>	<b>119.409</b>	<b>33.475</b>	<b>35.260</b>	<b>35.765</b>	<b>36.281</b>	<b>36.806</b>	<b>37.342</b>
Liquide middelen:								
Niet operationele kasmiddelen	163.600	7.069	7.267	193.187	391.942	593.091	811.449	1.026.997
<b>Liquide middelen</b>	<b>163.600</b>	<b>7.069</b>	<b>7.267</b>	<b>193.187</b>	<b>391.942</b>	<b>593.091</b>	<b>811.449</b>	<b>1.026.997</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>419.525</b>	<b>326.757</b>	<b>193.259</b>	<b>357.678</b>	<b>533.204</b>	<b>737.155</b>	<b>941.404</b>	<b>1.142.858</b>



# Kwalitatieve analyse

## Balans

	historie	historie	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<u>Balans passiva</u>								
Eigen vermogen:								
Gestort en geplaatst kapitaal	36.000	54.000	54.000	54.000	54.000	54.000	54.000	54.000
Winstreserve	-4.458	0	3.255	195.909	391.063	601.567	804.278	1.004.293
<b>Eigen vermogen</b>	<b>31.542</b>	<b>54.000</b>	<b>57.255</b>	<b>249.909</b>	<b>445.063</b>	<b>655.567</b>	<b>858.278</b>	<b>1.058.293</b>
Voorzieningen:								
Voorziening badwill	0	31.914	23.935	15.956	7.977	0	0	0
<b>Voorzieningen</b>	<b>0</b>	<b>31.914</b>	<b>23.935</b>	<b>15.956</b>	<b>7.977</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Lening</b>	<b>76.546</b>	<b>38.200</b>	<b>13.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortlopende schulden:								
Aflossingen komend jaar	25.200	25.200	25.200	13.000	0	0	0	0
Rekening courant	20.373	2.443	0	0	0	0	0	0
Kostencrediteuren	3.294	234	244	257	259	250	246	252
R/C groepsmaatschappijen	169.423	0	0	0	0	0	0	0
Belastingen en premies	0	64.795	8.047	8.039	8.190	8.394	8.604	8.819
Te betalen pensioenlasten	30.535	23.393	0	0	0	0	0	0
Reservering vakantiegeld	0	0	43.000	47.939	49.137	50.366	51.698	52.916
Overige overlopende passiva	62.612	86.578	22.578	22.578	22.578	22.578	22.578	22.578
<b>Kortlopende schulden</b>	<b>311.437</b>	<b>202.643</b>	<b>99.069</b>	<b>91.813</b>	<b>80.164</b>	<b>81.588</b>	<b>83.126</b>	<b>84.565</b>
<b>Totaal passiva</b>	<b>419.525</b>	<b>326.757</b>	<b>193.259</b>	<b>357.678</b>	<b>533.204</b>	<b>737.155</b>	<b>941.404</b>	<b>1.142.858</b>

# Kwalitatieve analyse

<b>FCF</b>	historie	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose	prognose
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>118.315</b>	<b>224.795</b>	<b>242.531</b>	<b>244.553</b>	<b>264.926</b>	<b>270.419</b>	<b>266.802</b>
Correcties bedrijfsresultaat:							
Baten uit financiële vaste activa	0	7.979	7.979	7.979	7.977	0	0
Mutatie voorziening bedrijfsactiviteiten	31.914	-7.979	-7.979	-7.979	-7.977	0	0
<b>Correcties bedrijfsresultaat</b>	<b>31.914</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Gecorrigeerd bedrijfsresultaat</b>	<b>150.229</b>	<b>224.795</b>	<b>242.531</b>	<b>244.553</b>	<b>264.926</b>	<b>270.419</b>	<b>266.802</b>
Belasting bedrijfsresultaat:							
Winstbelasting	-10.255	-69.560	-64.267	-65.122	-70.376	-67.709	-66.787
Belasting rentebaten en lasten	-1.010	-772	-400	-60	0	0	0
Belasting buitengewoon resultaat	-1.702	0	0	0	0	0	0
<b>Belasting bedrijfsresultaat</b>	<b>-12.967</b>	<b>-70.332</b>	<b>-64.667</b>	<b>-65.182</b>	<b>-70.376</b>	<b>-67.709</b>	<b>-66.787</b>
<b>Netto bedrijfsresultaat</b>	<b>137.262</b>	<b>154.463</b>	<b>177.864</b>	<b>179.371</b>	<b>194.550</b>	<b>202.710</b>	<b>200.015</b>
Afschrijvingen:							
Afschrijvingen immateriële activa	12.000	12.000	12.000	12.000	0	0	0
Afschrijvingen onroerend goed	11.910	11.910	11.910	11.910	13.364	14.817	14.817
Afschrijvingen bedrijfsuitrusting	31.952	29.581	29.997	29.996	29.996	29.997	29.998
<b>Afschrijvingen</b>	<b>55.862</b>	<b>53.491</b>	<b>53.907</b>	<b>53.906</b>	<b>43.360</b>	<b>44.814</b>	<b>44.815</b>
<b>Operationele cashflow</b>	<b>193.124</b>	<b>207.954</b>	<b>231.771</b>	<b>233.277</b>	<b>237.910</b>	<b>247.524</b>	<b>244.830</b>
Bruto investeringen:							
Mutatie netto werkkapitaal	17.815	-16.391	2.535	669	729	829	715
Investeringen onroerend goed	-35.317	0	0	0	-15.470	0	0
Investeringen bedrijfsuitrusting	-23.564	-4.536	-29.997	-29.996	-29.996	-29.996	-29.997
<b>Bruto investeringen</b>	<b>-41.066</b>	<b>-20.927</b>	<b>-27.462</b>	<b>-29.327</b>	<b>-44.737</b>	<b>-29.167</b>	<b>-29.282</b>
<b>Vrije kasstroom</b>	<b>152.058</b>	<b>187.027</b>	<b>204.309</b>	<b>203.950</b>	<b>193.173</b>	<b>218.357</b>	<b>215.548</b>

# Kwalitatieve analyse

## Synergie en afhankelijkheid DGA

