

8. WAARDE VAN EEN BEDRIJF

'Een vuistregel is: zes maal de winst. Maar waarom geen twee keer of 38 keer? En over welke winst hebben we het? Cashflow, daar gaat het om bij waardebepalingen!'

*Joost Groeneveld,
business valuator*

Inhoud

8.1 Accountingbenadering	105
<i>Vuistregels</i>	105
<i>Marktvergelijkingen</i>	107
<i>Intrinsieke waarde</i>	107
<i>Rentabiliteitswaarde</i>	108
8.2 Economische benadering	109
<i>Discounted cashflow (DCF)</i>	109
8.3 Financierbaarheid	111

10 keer de winst, of toch 20 keer?

Veel oudere ondernemers hebben hun bedrijf vanaf nul opgebouwd zonder noemenswaardige financiering. Stel, zo'n ondernemer heeft een bedrijf dat een ton winst maakt en hij wil dit verkopen voor een miljoen euro, ofwel voor tien maal de nettowinst.

Er meldt zich een koper. Deze heeft een financiering nodig om het bedrijf te kunnen betalen. Hij leent 800.000 euro tegen 6,25 procent. Dat kost hem 50.000 euro aan rente (althans, in het eerste jaar). Bij gelijkblijvende omstandigheden zakt zijn winst daardoor naar 50.000 euro (afgezien van belastingen). Hierdoor staat een vraagprijs van een miljoen voor de koper gelijk aan twintig maal de winst!

De vuistregel pakt dus voor beide partijen anders uit. Twintig maal de winst is een heel fors bedrag. Voor de koper is het bedrijf daarom alleen interessant als hij verwacht flink te groeien en een flink hogere winst te gaan maken, waardoor hij de aankoopssom in vijf of zes jaar terugverdiend.

Nu we het overnamedoelwit hebben doorgelicht, is het tijd om de waarde te bepalen. Dat is nog niet zo eenvoudig, omdat de objectieve waarde van een bedrijf nauwelijks is vast te stellen. In de loop van de tijd zijn diverse methodieken ontwikkeld om een bedrijf te waarderen en iedere professional heeft weer zijn eigen voorkeuren. Veel bemiddelaars in het MKB hantieren een vuistregel (zoveel maal de nettowinst of zoveel maal de jaaromzet), terwijl professionele *business valuers* gruwen van dergelijke vuistregels en zweren bij de DCF-methode (*discounted cashflow*).

Geen van de methodes is objectief en al deze methodes leiden vaak weer tot andere uitkomsten. Het is, kortom, weer spannende materie. In dit hoofdstuk beschrijven we kort de belangrijkste waarderingsmethoden.

8.1 Accountingbenadering

Bij het waarderen van bedrijven zijn twee benaderingen mogelijk. In deze paragraaf gaan we in op de accountingbenadering, waarbij veelal de historische cijfers van een onderneming de basis vormen voor de waardering. Binnen deze benadering onderscheiden we weer diverse methoden. In de volgende paragraaf staat de economische benadering centraal, die *toekomstige* geldstromen als vertrekpunt neemt. De belangrijkste methode in deze benadering is de DCF-methode.

Vuistregels

In de praktijk van het midden- en kleinbedrijf wordt het gebruik van vuistregels (ook wel *multiples* genoemd) veel toegepast om de waarde van een onderneming te bepalen. Het gaat daarbij om formules als:

- 5 - 7 x de nettowinst
- 0,75 - 1,5 x de jaaromzet
- 1 x de intrinsieke waarde + 2 x de nettowinst
- 3 x EBITDA
- 4 x EBIT

Deze lijst is oneindig aan te vullen met andere waarden en andere variabelen, zoals een bedrag per vaste klant of abonnee. Binnen een branche is vaak in de loop der jaren een soort consensus ontstaan over welke vuistregel op die markt van

Vuistregels

Enkele voorbeelden van vuistregels in het MKB:

- Dienstverleners op uur/factuur-basis, zoals accountantskantoren, ingenieurbureaus en advocatenkantoren: 0,75 tot 1,25 keer de jaaromzet.
- Uitzendbureaus en detacheringbedrijven: 0,6 tot 1 maal de jaaromzet.
- Schoonmaakbedrijven: 0,25 tot 0,4 keer de jaaromzet.

Vuistregels hebben ruimte marges. Een accountantskantoor dat op 1,25 maal de jaaromzet wordt gewaardeerd is maar liefst 66 procent méér waard dan een kantoor dat op 0,75 maal de omzet wordt getaxeerd.

toepassing is (zie kader). Zo is een accountantskantoor bij dezelfde omzet relatief meer waard dan een schoonmaakbedrijf. De vuistregels vertegenwoordigen dus niet een algemeen geldende 'waarheid'.

Een vuistregel biedt houvast bij de waardebeoordeling van een onderneming. Als het in een branche gebruikelijk is om vijf tot zeven keer de nettowinst als uitgangspunt te nemen, dan geeft dat een eerste indicatie van de waarde. Bij gelijkblijvende omstandigheden impliceert een waarde van vijf maal de winst dat de koper, als gevolg van zijn hogere financieringslasten, meer dan vijf jaar moet werken om de overname terug te verdienen. En dan zien we nog af van het feit dat de betaling 'vandaag' geschiedt, maar dat de winsten pas de komende jaren zullen worden ontvangen. Wil de koper de terugverdientijd bekorten, dan zal hij het bedrijf dus moeten laten groeien.

Vuistregels zijn eenvoudig, maar er kleven ook nadelen aan.

Ten eerste de betrouwbaarheid van het begrip nettowinst. Zoals we in het vorige hoofdstuk zagen worden jaarcijfers vaak genormaliseerd, met name in het voordeel van de verkoper. De formule wordt dus losgelaten op opgepoetste cijfers. Meestal wordt een gewogen gemiddelde genomen van de nettowinst van de afgelopen drie jaar, waarbij het afgelopen jaar drie keer meetelt en de jaren ervoor respectievelijk twee en één keer. Soms wordt ook een prognosejaar in de berekening meegenomen. Omdat die prognose er altijd fraai uitziet, wordt de nettowinst en daarmee de 'waarde' van de onderneming nog verder opgedreven. De EBITDA (winst voor rente, belasting, afschrijvingen op materiële vaste activa en afschrijving op goodwill) is in die zin een betere variabele dan de nettowinst, omdat dit de winst is op het 'hoogste niveau' en veel minder kan worden gemanipuleerd.

Een ander, elementair nadeel is dat vuistregels voorbij gaan aan de specifieke kenmerken van de onderneming in kwestie. Het ene bedrijf kan veel efficiënter zijn ingericht dan het andere, maar bij gebruik van een omzet-vuistregel wordt de waarde uitsluitend gerelateerd aan de jaaromzet en niet aan het kostenniveau.

Nog een belangrijke tekortkoming is dat vuistregels zijn gebaseerd op historische cijfers. De winst in de toekomst wordt geacht gelijk te zijn aan het gemiddelde van de afgelopen ja-

Verschil waarde en prijs

De waarde is wat de koper maximaal zal betalen of wat de verkoper minimaal moet ontvangen als beiden strikt rationeel zouden handelen. De prijs is het bedrag dat koper en verkoper uiteindelijk met elkaar overeenkomen. De prijs wordt door diverse factoren beïnvloed, zoals de financiële positie van de verkoper, de mate van concurrentie van andere kandidaat-kopers, de wijze van financieren door de koper, de fiscale consequenties, de onderhandelingskracht van beide partijen en niet in de laatste plaats: emotie, hoe graag wil de koper en hoe graag wil de verkoper? Waarde en prijs zijn twee verschillende begrippen. Een waarde baseren op prijzen uit het verleden is daarmee een principieel onjuiste methode.

ren. Maar winsten uit het verleden bieden nu eenmaal geen garantie voor de toekomst. Zeker als de verkoper zeer bepalend is geweest voor het succes van de onderneming, is het nog maar de vraag of dezelfde winst ook in de toekomst zal worden gerealiseerd.

Aan de andere kant geldt dat snelgroeiende bedrijven door deze methode te laag worden gewaardeerd. In het verleden waren de winsten laag omdat het bedrijf in de opstartfase verkeerde. Maar de komende jaren, als het bedrijf op stoom komt, zal de winst naar verwachting veel hoger zijn. Een vuistregel houdt met dit toekomstscenario geen of weinig rekening. Al zal dat voor u als koper geen bezwaar zijn...

Marktvergelijkingen

De waarde van een bedrijf kan ook worden bepaald op basis van wat vergelijkbare bedrijven in het verleden hebben opgebracht. In Engeland is het makkelijk om aan die cijfers te komen, omdat bedrijfsoverdrachten daar moeten worden gemeld. Via de PCPI, de *Private Company Price Index*, is precies te zien voor welk bedrag bedrijven zijn verkocht. In Nederland is dit een stuk lastiger, omdat deze cijfers niet openbaar zijn, althans niet in het MKB.

Er kleven nogal wat nadelen aan deze methode. Allereerst is het de vraag in hoeverre bedrijven überhaupt met elkaar te vergelijken zijn. Iedere onderneming opereert in zijn eigen mix van producten en markten en heeft zijn eigen vermogensstructuur. Het vergelijken van bedrijven is net zo zinvol als het vergelijken van appels en peren. Een kenmerk van de PCPI is bovendien dat deze zichzelf in stand houdt. De index komt nauwelijks van z'n plaats. Prijzen uit het verleden werken als een *self-fulfilling prophecy*. En daarmee komen we op een fundamenteel probleem van deze methode, namelijk dat de waarde-bepaling is gebaseerd op prijs. En dat terwijl waarde en prijs toch echt heel andere grootheden zijn.

Intrinsieke waarde

De intrinsieke waarde geeft aan wat de waarde is van het eigen vermogen van de onderneming: het totaal van de gebouwen, machines, voorraden, liquide middelen en dergelijke, verminderd met de schulden. De boekwaarde van het eigen

Inhuren van adviseurs

Om te beoordelen wat de waarde is van een bedrijf – of om te toetsen of de verkoper met een reële vraagprijs komt – is het inschakelen van een professionele business valuator een mogelijkheid. Een waarderingsrapport is echter niet goedkoop, het kost al gauw vijfduizend euro of meer. De kosten kunnen worden terugverdiend als u met het rapport de koopprijs naar beneden kunt onderhandelen of als u zich met zo'n rapport behoedt voor een onverantwoord dure aankoop.

Vertrouw overigens niet op het waarderingsrapport van de verkoper. Zijn belang is duidelijk: hoe hoger de waarde, hoe beter. Een second opinion door een accountant of waarderings-expert is geen overbodige luxe. Naast business valuatoren kunt u ook andere waarderings-experts inschakelen voor specifieke activa, zoals vastgoedtaxateurs of taxateurs op het gebied van machines en voorraden.

vermogen geldt daarbij als uitgangspunt, vervolgens worden de stille reserves en belastinglatentie (zie hoofdstuk 4) hierop gecorrigeerd. De intrinsieke waarde is slechts een momentopname, dat maakt de methode minder geschikt dan andere, dynamische methoden.

De intrinsieke waarde is niet geheel objectief vast te stellen, omdat de cijfers op vele manieren kunnen worden beïnvloed. De waarde van de vaste activa wordt bepaald door de afschrijvingstermijnen, restwaarde en waarderingsgrondslagen. Door te 'spelen' met deze variabelen kan de intrinsieke waarde van de onderneming worden opgevijseld. Ook het verlagen van de voorzieningen (vreemd vermogen) leidt ertoe dat het eigen vermogen toeneemt.

Een ander nadeel is dat de intrinsieke waarde slechts iets zegt over de waarde van de bezittingen, maar niet over de potentie om met deze middelen geld te verdienen en dus over de goodwill. De intrinsieke waarde kan bij een gezonde, groeiende onderneming worden beschouwd als de minimumwaarde van de onderneming. **Maar het berekenen van de intrinsieke waarde heeft vooral zin bij slecht draaiende ondernemingen met continuïteitsproblemen en waarin geen goodwill zit.**

Rentabiliteitswaarde

Bij waardering volgens de rentabiliteitswaarde kijkt u al wat meer naar de toekomst. Het is een eenvoudige manier om de contante waarde van de te verwachten winst te bepalen. De berekening verloopt in twee stappen. Eerst bepaalt u de 'normale' winst op basis van gemiddelde, genormaliseerde winsten uit het verleden en verwachtingen voor de toekomst. Vervolgens deelt u deze winst door het vereiste rendement op het eigen vermogen. Deze rendementseis is vaak gebaseerd op de rente op een langlopende risicoloze belegging plus een opslag voor branche- en ondernemersrisico.

Hoe hoger de rendementseis, hoe lager de waarde van de onderneming (zie kader). Het is duidelijk dat de belangen van koper en verkoper niet parallel lopen. Ook kunnen discussies ontstaan over de hoogte van de 'normale' winst die in de formule wordt gebruikt.

Een groot nadeel van de rentabiliteitswaardemethode is dat

Voorbeeld rentabiliteitswaarde

Op basis van resultaten uit het verleden en prognoses voor de toekomst bedraagt de 'normale' winst van een onderneming 500.000 euro per jaar. Uitgaande van een marktrente voor lange termijn van 6 procent en een risico-opslag van 4 procent, is de rendementseis 10 procent. De rentabiliteitswaarde van de onderneming bedraagt hierdoor:

$$\frac{600.000}{10\%} = 6 \text{ miljoen euro}$$

Eist de koper een hoger rendement, bijvoorbeeld van 15 procent, dan wordt de rentabiliteitswaarde:

$$\frac{600.000}{15\%} = 4 \text{ miljoen euro}$$

De 'accountantsformule'

In de praktijk wordt ook de gemengde methode gebruikt, ook wel de accountantsformule genoemd. Hierbij worden de uitkomsten van verschillende methoden gemiddeld, al dan niet gewogen. De waarde van een bedrijf wordt dan bijvoorbeeld als volgt bepaald:

$$\text{waarde} = \frac{(iw + 2 \times rw)}{3}$$

iw = intrinsieke waarde
rw = rentabiliteitswaarde

deze ervan uitgaat dat de winst tot in de eeuwigheid dezelfde waarde aanneemt, namelijk die van de berekende 'normale' winst. Er wordt dus afgezien van groei.

8.2 Economische benadering

Het grootste bezwaar aan de hiervoor besproken methoden is dat de waarde grotendeels is gebaseerd op het verleden van de onderneming. Als koper heeft u daar weinig aan, want u koopt de toekomst van de onderneming, de winstpotentie. Veel zinvoller dan terugblikken is daarom vooruitblikken.

Discounted cashflow (DCF)

De DCF-methode blikkt naar de toekomst en dan met name, de naam zegt het al, naar de kasstromen. Dat is niet voor niks. **Belangrijker nog dan de winst – wat 'slechts' een boekhoudkundig begrip is en dus manipuleerbaar – is de cashflow van een onderneming.** Want alleen als er voldoende middelen de onderneming binnenstromen, is deze in staat om aan zijn verplichtingen te voldoen. En cash is een objectief begrip.

Bij de DCF-methode worden toekomstige geldstromen in kaart gebracht, vaak voor een periode van drie of vijf jaar omdat die periode te overzien is. De jaren daarna wordt het bedrijf geacht stationair te draaien. Deze periode heet de 'restperiode'. De kasstromen worden ingeschat op basis van het businessplan en alle andere relevante gegevens die van de onderneming bekend zijn. Voor ieder jaar worden de inkomende kasstromen verrekend met uitgaande geldstromen, waarbij de financieringslasten en dividenduitkeringen buiten beschouwing blijven. Op die manier wordt duidelijk hoeveel 'vrije kasstromen' overblijven om leningen af te lossen, rente te betalen en de aandeelhouders te belonen voor hun inspanningen. Vaak worden drie scenario's opgesteld: een *worst case*, een *normal case* en een *best case* scenario.

Als de toekomstige kasstromen zijn opgesteld, wordt hiervan de netto contante waarde berekend op basis van de WACC, de *Weighted Average Cost of Capital*. Met de WACC worden de kosten berekend over het vermogen (zowel eigen als vreemd vermogen) waarmee de overname wordt gefinancierd. De WACC bevat dus zowel de *rendementseis* op het eigen vermogen als de *kosten* voor vreemd vermogen. Beide

vermogensbestanddelen worden gewogen naar rato van hun aandeel in het totale vermogen. De WACC wordt uitgedrukt in een percentage. Hoe hoger de WACC, dus hoe hoger de rendementseis en de kosten voor vreemd vermogen, hoe lager de waarde van de onderneming. De aldus verkregen uitkomst is de waarde van de onderneming volgens de DCF-methode. Voor ieder scenario ontstaat uiteraard een andere waarde.

De formule voor de DCF-methode luidt als volgt:

$$\frac{\text{vrije kasstroom jaar 1}}{(1 + \text{WACC})^1} + \dots + \frac{\text{vrije kasstroom jaar n}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Stel, de WACC is 12 procent en we hebben een prognoseperiode van vier jaar. De vrije kasstromen zijn achtereenvolgens 200.000, 300.000, 75.000 en 350.000. Tijdens de restperiode bedraagt de vrije kasstroom hetzelfde als in jaar vier:

$$\frac{200.000}{1,12} + \frac{300.000}{1,12^2} + \frac{75.000}{1,12^3} + \frac{350.000}{1,12^4} + \frac{350.000}{1,12^4 \times 0,12} = 2.547.000$$

De uitkomst is erg gevoelig voor veranderingen in de WACC. Stellen we deze niet op 12%, maar op 15%, dan daalt de waarde van de onderneming naar 1.984.000. Dit is een daling van 22%.

Geen enkele waarderingsmethode, ook DCF niet, is objectief. Het opstellen van een cashflowprognose gebeurt weliswaar op basis van de beste kennis van de onderneming, maar het blijft een voorspelling. De rendementseis wordt bepaald aan de hand van het risicoprofiel van de onderneming. Hoe is de marktpositie? Hoe afhankelijk is het bedrijf van de huidige ondernemer? Hoe toegankelijk is de markt voor nieuwe toetreders? Hoe hoger het risicoprofiel, hoe hoger de rendementseis op het eigen vermogen en hoe hoger de kosten voor vreemd vermogen. Maar ook een puur objectieve bepaling van de WACC is niet mogelijk. Is 12 procent reëel of 15 procent? Voor de uiteindelijke waarde van de onderneming maakt dat nogal verschil. Een ander nadeel is dat de DCF-methode bewerkelijk is. Een waarderingsexpert is er zomaar een aantal dagen tot een week zoet mee.

Toch biedt de DCF-methode duidelijke voordelen. Het gaat uit van de *toekomstige* situatie en alleen die is relevant voor een koper. Ook gaat de methode uit van kasstromen en niet van (manipuleerbare) winstcijfers. Richting banken is een DCF-

berekening waardevol omdat zij bij het toekennen van leningen veel belang hechten aan toekomstige cashflows. Een ander voordeel is dat op basis van een DCF-rapport een zinvolle discussie kan worden gevoerd over de uitgangspunten van een onderneming. Koper en verkoper kunnen in gesprek met elkaar: waarom worden de verkopen volgend jaar geschat op één miljoen, terwijl die vorig jaar nog zeven ton waren? Liggen daar contracten aan ten grondslag? Waarom dalen de kosten de komende jaren met tien procent? Als de waarde is vastgesteld op basis van een vuistregel, zoals 'vijf maal de nettowinst', is zo'n inhoudelijke discussie niet mogelijk. Dan wordt het algauw koehandel.

8.3 Financierbaarheid

De diverse waarderingsmethoden leiden tot verschillende uitkomsten. De DCF-methode kan een waarde opleveren van twee miljoen, terwijl het bedrijf volgens een vuistregel misschien maar acht ton waard is. Het onbevredigende is: geen van de waarden is 'de waarheid'. Wat het u oplevert is een *range* waarbinnen de waarde zich beweegt. Als koper kunt u uw voordeel doen door de laagste waarde als vertrekpunt te nemen tijdens de onderhandelingen, al is het de vraag of de verkoper daarvan onder de indruk is. **Een verkoper heeft vaak een prijs in zijn hoofd en die laat hij niet gauw uit zijn hoofd praten, al ligt er nog zo'n fraai rapport aan ten grondslag.**

Een ander vertrekpunt is niet de waarde van de onderneming, maar de financierbaarheid van de koopsom. Op basis van uw eigen middelen en de prognoses voor de komende jaren kan een ervaren intermediair prima inschatten hoeveel u ongeveer kunt lenen bij de bank. Hiermee heeft u een plafond tot waar u kunt gaan. Komt u tot ongeveer anderhalf miljoen euro, terwijl de vraagprijs drie miljoen bedraagt, dan hoeft u de onderhandeling niet eens te starten. Is het verschil een paar ton, dan is dit mogelijk uit te onderhandelen of te overbruggen door een achtergestelde lening van de verkoper. Een bank waardeert een bedrijf niet bij een financieringsaanvraag, maar let vooral op de cashflows: kunt u de rente en aflossing betalen? Als een bank niet bereid is te financieren is dat een indicatie dat de prijs weleens hoger zou kunnen zijn dan de daadwerkelijke waarde van de onderneming.

OM TE ONTHOUDEN WAARDE VAN EEN BEDRIJF

- De objectieve waarde van een bedrijf bestaat niet. Er zijn tal van methoden om de waarde te bepalen: van eenvoudige vuistregels tot de complexe DCF-methode.
- Vuistregels en de rentabiliteitswaarde hebben als voordeel dat ze eenvoudig zijn toe te passen. Het nadeel is dat de waarde vooral is gebaseerd op het verleden van de onderneming, terwijl u als koper de toekomst koopt.
- De DCF-methode is gebaseerd op toekomstige kasstromen. Het geeft daarmee een reëler beeld van de waarde die het bedrijf voor u als koper heeft. Een nadeel is dat de methode bewerkelijk is.
- Banken verrichten geen waarderingsonderzoek bij een financieringsaanvraag; ze letten vooral op cashflows. Het bedrag dat ze bereid zijn te financieren geeft een indicatie van de waarde.