

VOOR WELK BEDRAG IS UW ONDERNEMING TE VERKOPEN?

De toekomst bepaalt de waarde!

Iedere ondernemer krijgt er eens mee te maken: een bedrijfsopvolging, (ver)koop van een bedrijf, of de (ver)koop van een bedrijfs onderdeel. De vraag wat de waarde van het bedrijf is, is een cruciaal onderdeel in het verkoopproces, zowel voor de kopende als de verkopende partij.

Waarde is een subjectief begrip. Waar de ene persoon voor een product € 100 over heeft, zal een ander hier wellicht € 150 voor over hebben. Voor iedereen is waarde afhankelijk van zijn positie en situatie op dat moment. Daarom bestaat er in de meeste gevallen een verschil tussen de stand-alone waarde (de waarde van het bedrijf zoals het nu is) en de strategische waarde van een onderneming (de stand-alone waarde plus de strategische voordelen voor de koper). Eén en ander hangt af van de mate waarin een ondernemer of investeerder bereid is risico's te nemen, en ook of en in hoeverre strategische voordelen bereikbaar zijn. Bij strategische voordelen kunt u denken aan schaalvoordelen bij inkoop en toegankelijkheid tot andere markten en/of klanten.

Keuze

Maar waarop wordt waarde nu gebaseerd? Er zijn drie elementen van waarde te onderscheiden, te weten geld, tijd en risico. Alle elementen zijn gekoppeld aan de toekomst. Het is inmiddels duidelijk geworden dat de waarde van de onderneming wordt bepaald door de toekomstverwachtingen van het bedrijf. De toekomstverwachtingen bestaan uit een aantal elementen. Zie het kader op pagina 23.

De begrippen waarde en prijs worden vaak door elkaar gebruikt. Deze begrippen hebben wel met elkaar te maken maar zijn wezenlijk verschillend. De waardering wordt vaak gebruikt als basis voor de onderhandelingen. Koper en verkoper worden het vervolgens met elkaar een over de uiteindelijke te betalen prijs.

Dat is alleen mogelijk wanneer de waarde voor de koper hoger ligt dan de overeengekomen prijs en de waarde voor de verkoper lager is dan de prijs. Kortom: omdat waarde een subjectief begrip is vinden er transacties plaats.

Beslissing

Zowel in de wetenschappelijke literatuur als in de praktijk zijn diverse waarderingmethodieken bekend, zoals de intrinsieke waarde, de rentabiliteitswaarde en de discounted cash flow methode. De intrinsieke waardemethode werd tot de jaren negentig gebruikt om te bepalen welk prijskaartje er aan een onderneming zou kunnen hangen. Tegenwoordig wordt hij nog gebruikt voor ondernemingen in branches waar de winstgevendheid laag is. De intrinsieke waarde is een afgeleide waarde uit de balans, te weten de marktwaarde van het bezit verminderd met het totaal van de marktwaarde van de schulden van een onderneming. Deze waarde is gebaseerd op boekhoudkundige cijfers uit het verleden, terwijl we over het algemeen waarden om een toekomstige beslissing te nemen. Boekhoudkundige cijfers zijn bovendien minder eenduidig dan geldstromen, aangezien verschillende boekhoudkundige regels kunnen worden toegepast. Belangrijkste bezwaar tegen deze methode is dat zij geen rekening houdt met toekomstige verdien capaciteit. Wel is dit een snelle en eenvoudige waarderingmethodiek.

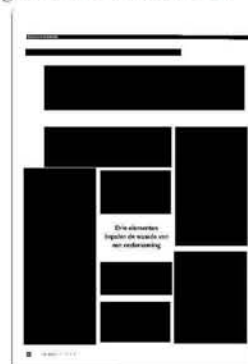
Vraagstuk

De methode van de verbeterde rentabiliteitswaarde waardeert op basis van nettowinsten, gewaardeerd tegen een discontoet (rentabiliteits eis op het eigen vermo-

gen), gecorrigeerd voor vermogenstekorten of -overschotten. Hierbij dient zich het vraagstuk aan of moet worden uitgegaan van recente winsten in achterliggende jaren of begrote toekomstige winstgevendheid, of een combinatie van beide? Naar onze mening dient als normatieve nettowinst te worden gebruikt de winst die representatief wordt geacht voor de toekomst. Deze methode kan worden gehanteerd indien de verwachting is dat toekomstige investeringen nagenoeg gelijk zullen zijn aan de afschrijvingen. Bij deze methode wordt, in tegenstelling tot de intrinsieke waarde, wel rekening gehouden met de waarde van tijd en risico & onzekerheid. Echter, nettowinsten blijven boekhoudkundige cijfers die minder eenduidig zijn vast te stellen dan geldstromen.

Beschikking

De waarderingmethodiek gebaseerd op Discounted Cash Flow (DCF) is wetenschappelijk gezien de meest juiste, aangezien deze rekening houdt met alle drie de elementen van waarde: geld, tijd en risico/onzekerheid. In tegenstelling tot boekhoudkundige waarderingmethodieken, is de DCF-methode op geldstromen gebaseerd die niet boekhoudkundig manipuleerbaar zijn. Dit is een groot voordeel van de DCF-methode. De basis van de DCF-methode zijn toekomstige vrije geldstromen, oftewel Free Cash Flows (FCF). Dit zijn de middelen die vrij ter beschikking staan aan de verschaffers van eigen en vreemd vermogen. In het kader wordt



de opbouw van deze vrije geldstromen, in vergelijking met de opbouw van de ondernemingswinst, weergegeven.

Om de ondernemingswaarde en de waarde van de aandelen te kunnen berekenen, is het noodzakelijk om de toekomstige geldstromen (FCF's) in te schatten. Voor de waardeberekening van een onderneming moeten de vrije geldstromen constant gemaakt worden naar het moment van waarden. Door de vrije geldstromen tegen een bepaalde vermogenskostenvoet te disconteren wordt de contante waarde van die geldstromen berekend. Deze vermogenskostenvoet vormt een afspiegeling van het risicoprofiel van de onderneming. Een risicovollere onderneming heeft een hogere kostenvoet en is zodoende minder waard.

Overtollig

De som van de gediscoteerde waarden van de kasstromen geeft de ondernemingswaarde weer. Dat is de waarde van de onderneming zonder rekening te houden met eventuele overtollige activa (zoals: liquide middelen) en zonder aftrek van de

werkelijke rentedragende schulden. Om nu te komen tot de aandelenwaarde moet u eventuele overtollige activa er nog bij optellen en de werkelijke rentedragende schulden er nog afhalen.

Evert Everaarts, Senior Corporate Finance Consultant bij Grant Thornton Specialist Advisory Services

Opbouw van vrije geldstromen en ondernemerswinst

Winst	Vrije geldstroom
Omzet	Omzet
- Kostprijs van de omzet	- Kostprijs van de omzet
Bruto-omzetresultaat	Bruto-omzetresultaat
- Bedrijfskosten	- Bedrijfskosten
Bedrijfsresultaat	Bedrijfsresultaat
+/- Financieel resultaat	- Vennootschapsbelasting (normatief)
Resultaat voor belastingen	Normatief resultaat
- Vennootschapsbelasting	+ Afschrijvingen
	- Investerings in materiële vaste activa
	+/- Mutatie werkkapitaal
	+/- Mutatie voorzieningen
Resultaat na belastingen	Vrije geldstroom

Elementen van de toekomstverwachting van een onderneming

De toekomstverwachting van een onderneming bestaat uit een aantal elementen:

Tijd

Over het algemeen heeft iedereen een tijdsvoorkeur voor geld: u heeft liever vandaag dan morgen het goed of de dienst. Als u een keuze maakt (bijvoorbeeld uw spaargeld op de bank zetten), dan betekent dat u een andere aanwendingsmogelijkheid opoffert. Dit worden ook wel de opportunity costs genoemd. Rente is de grondslag voor de vermogenskosten die vermogensverschaffers als rendement verwachten aangezien zij een andere aan-

wendingsmogelijkheid opofferen. De rente staat onder invloed van de centrale banken. Tijd heeft waarde aangezien we keuzes moeten maken (opportunity costs) en omdat geld over de tijd gezien minder waard wordt (inflatie).

Geld

In economische termen heeft een product of dienst alleen waarde als het in de toekomst geld oplevert. Concreet praten we bij een onderneming dan over toekomstige winst of (liever) cash-flow. Deze verwachte cash-flows vormen de basis voor de waardering en verdienen dus veel aan-

dacht bij het berekenen van de ondernemingswaarde.

Risico en onzekerheid

Risico is een kwantitatief begrip en kan worden berekend op basis van zich herhalende factoren uit het verleden. Risico is daarom in beperkte vorm hanteerbaar en af te dekken. Dit in tegenstelling tot onzekerheden, die zijn vaak unieke gebeurtenissen. Hoe meer een bedrijf heeft te kampen met risico's en onzekerheden, des te hoger zal het gewenste rendement van vermogensverschaffers (eigen en vreemd vermogen) zijn.