

Het meten en managen van de waarde van ondernemingen

College 1 november 2016



Even voorstellen



- Register Valuers zijn op academisch niveau geschoold en voltooiden met succes een post-doctorale opleiding Business Valuation
- In Nederland verzorgd door RSM Erasmus University, Tias School for Business and Society (gelieerd aan Universiteit Tilburg) en RUG.
- Inschrijving als RV in het register na een assessment
- Waarborg voor opleidingseisen, gedrags- en beroepsregels, klachtenregeling en tuchtrecht

Even voorstellen.....

- **Value Drivers Business Valuators** is een onafhankelijk corporate finance adviesbureau, gespecialiseerd in ondernemingswaarderingen

Vanaf 2008 gespecialiseerd in bedrijfswaarderingen, meer dan 300 transacties en 100 waarderingen

Voor meer informatie en referenties verwijzen we naar de website www.value-drivers.nl

- **dga-assist® valuation & coaching** is gespecialiseerd in het waarderen van ondernemingen en een coachingbureau voor integrale begeleiding van ondernemers, gecentreerd rond bedrijfswaarderingen

We zijn werkzaam voor zowel ondernemers als hun adviseurs

Voor meer informatie verwijzen we naar de website www.dga-assist.nl



3

Even voorstellen

Drijvende kracht achter Value Drivers is Chris de Vries

Hij werkte als accountant en fusie- en overnameconsultant voor PWC en Grant Thornton.

Daarna was hij als financieel directeur van de milieudivisie van GDF-Suez verantwoordelijk voor de fusies en overnames in de periode 1996-2002.

Sinds 2002 is hij zelfstandig gevestigd als corporate finance adviseur en waarderingsspecialist. Dhr. C. (Chris) de Vries MSc RV is waarderingdeskundige en op persoonlijke titel ingeschreven als register valuator (RV) in het register van de SWBO en lid van het NIRV. Sinds 2002 zelfstandig gevestigd als adviseur en vanaf 2008 ingeschreven in het register van de SWBO

Partnership met Fortaleza Capital Corporate Finance Solutions



Drijvende kracht achter dga-assist® is Gerda Briggeman

Zij begon haar carrière als biochemisch analiste en was tien jaar werkzaam in zowel industrie als medische research. In 1991 vestigde zij zich als zelfstandig administratieconsulente en deed een flinke dosis ervaring op met het bijstaan van ondernemers op velerlei terrein. Na jarenlang werkzaam geweest in de zelfstandige accountancy werd in 2005 de koers verlegd en startte zij met dga-assist®.

Mw. G. (Gerda) Briggeman-Mol MSc RV is waarderingdeskundige en op persoonlijke titel ingeschreven als register valuator (RV) in het register van de SWBO en lid van het NIRV. Zij is gerechtelijk deskundige en op persoonlijke titel ingeschreven in het LRGD.

Sinds 2013 tevens als intermediair verbonden aan het Diligence netwerk en actief in begeleiden van bedrijfsovernameprocessen.



4

Even voorstellende groep van vandaag

Inschatting:

- Dga's ongeveer 50%
- Commissarissen 1 of 2?
- Directeuren in loondienst 1 of 2?
- Diversiteit? 1 deelnemer
- Branches?
 - IT (w.o. cyber security)
 - zakelijke dienstverlening (MKB advies, arbeidsmarkt advies, milieuadvies)
 - techniek (B2B handelsondernemingen, productie (luchttechniek, print/labelling techniek)
 - B2B /B2C handelsondernemingen bouw- & decoratieve materialen (in en om het huis)
- Ingediende vragen: deels pensioen vragen voor dhr. Kappelle / Aegon

5

Even voorstellende groep van vandaag

- Hoeveel kosten zijn er gemoeid bij de verkoop van je bedrijf? Verkoopkosten (transactiekosten), afrekenen met de fiscus en mogelijk nog andere.
- Welke normalisaties zijn van belang
- In welke mate werken investeringen in productiemiddelen door in verbetering van de verkoopprijs
- Graag uitleg waarom investeringen vlak voor vervreemding geen of juiste een betere invloed hebben op de verkoopprijs
- Kapitaal intensief bedrijf, opereert in niche, apparatuur incourant, alleen going concern waarde. Op welke wijze kan verkoop financierbaar worden gemaakt.
- OG eigendom van holding. Mee verkopen? Verhuren? Acceptabele huurperiode nieuwe eigenaar?
- Waardering dienstverlenende bedrijven: waarderingen komen neer op de kijk op GW en dit beperkt overname van de ondernemingen (bedoeld is wsch financiering van de overname).

6

Even voorstellen

- *Wat de gek er voor geeft?*

Nee, we komen eigenlijk nooit gekken tegen die bedrijf willen kopen

- *Een goede voorbereiding is het halve werk*

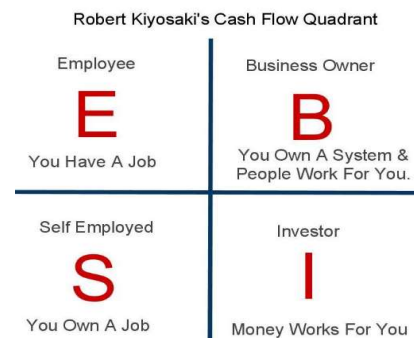
Ja, wees altijd verkoopklaar

- *Welke acties moet je ondernemen om er klaar voor te zijn?*

Stuur op waarde, denk na over een exit-strategie, kijk met de ogen van een koper: Like beauty, value is in the eye of the beholder

7

Persoonlijke cash flow



- Waar staat u? DGA / directeur in loondienst
- Belang voor waardering: splitsing arbeidsbeloning en dividend

8

Persoonlijke cash flow

1. A.R. Productions Holding B.V.
95 werknemers (zonder personeel is niet het criterium)
15 mio materiele vaste activa (grote gereedschapskist)
32 mio omzet
Zelfstandige professional of een systeem?

9

Waardebepaling

- Wat is een realistische vraagprijs?
- Wat is een verantwoord bod?

10

Waardebepaling

Methodieken waardebeoordeling:

- Markt-benadering = relatieve waardering = taxeren (pricing)
Er wordt gekeken naar tot stand gekomen prijsnoteringen op markten waar vergelijkbare objecten worden verhandeld
- Inkomsten-benadering = gefundeerd in economische theorie
Er wordt gekeken naar de inkomsten die het object weet te genereren
- Activa-benadering
Er wordt gekeken naar de bedrijfsmiddelen stuk voor stuk; via de markt-benadering of via de inkomsten-benadering

11

Waardebepaling

Markt-benadering

- Van ondernemingen zijn er geen twee gelijk: het vinden van vergelijkbare ondernemingen is een moeilijkheid
- Prijzen over transacties beschikbaar in de vorm van winst- en/of omzet-multiples
 - Kunnen gebruikt worden als benchmark
 - Kunnen gebruikt worden als koper en verkoper er tevreden mee zijn

12

Waardebepaling

Activa-benadering

De economische waarde is niet op de boekhoudkundige balans te vinden

- Bedrijfsmiddelen die er op staan zijn gewaardeerd op basis van historische uitgaven en afschrijving daarop: zegt niets
- Veel (de beste) assets van de onderneming staan er niet op
 - Technologie: (gepatenteerde) know how, licenties
 - Klanten: vaste klanten, al dan niet contractuele relaties
 - Leveranciers: gunstige terms, preferente positie
 - Marketing: handelsnamen, merken
 - Organisatie: 'rijdende trein', getraind personeel
 - Groeipotentieel
 - Synergie voordelen voor koper

13

Waardebepaling

Inkomsten-benadering

- De economische waarde van een onderneming wordt bepaald door het vermogen geldstromen (cash flow) te genereren. Methode: Discounted Cash Flow (DCF)
- De economische waarde is de huidige waarde van een aan een onderneming toe te rekenen reeks toekomstige vrije geldstromen:

$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

- Methode is 'universeel' voor alle branches en specifiek in te vullen voor elk bedrijf.
- Teller: verwachte cash flows
- Noemer: reflecteert risico (en tijdvoorkeur voor geld)

14

Waardebepaling

Inkomsten-benadering

- De economische waarde van een onderneming wordt bepaald door het vermogen geldstromen (cash flow) te genereren. Methode: Discounted Cash Flow (DCF)

Eigenlijk is het al heel oud nieuws: traditionele financiële methodiek gebaseerd op contante waardemethode voor investeringsselectie en de waarderingsmethode van Merton Miller en Franco Modigliani in Journal of Business 1961: "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares."

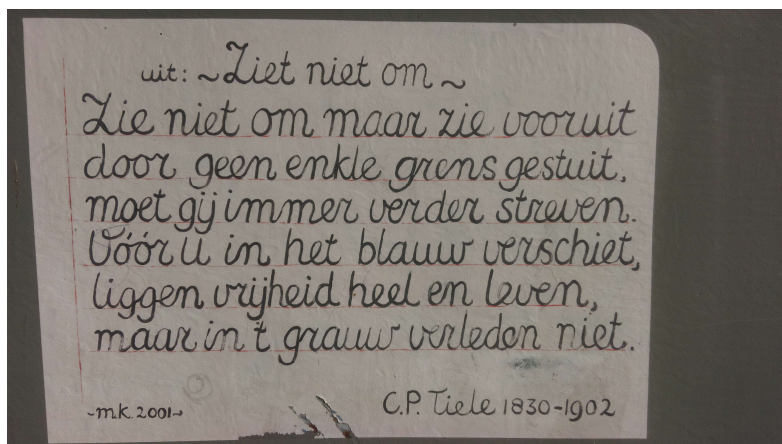
Nobelprijswinnaars

1985 Modigliani

1990 Markowitz, Miller, Sharpe

15

Waardebepaling



16

Waardebepaling

Tweede en derde couplet Ziet niet om van C.P. Tiele (1830-1902)

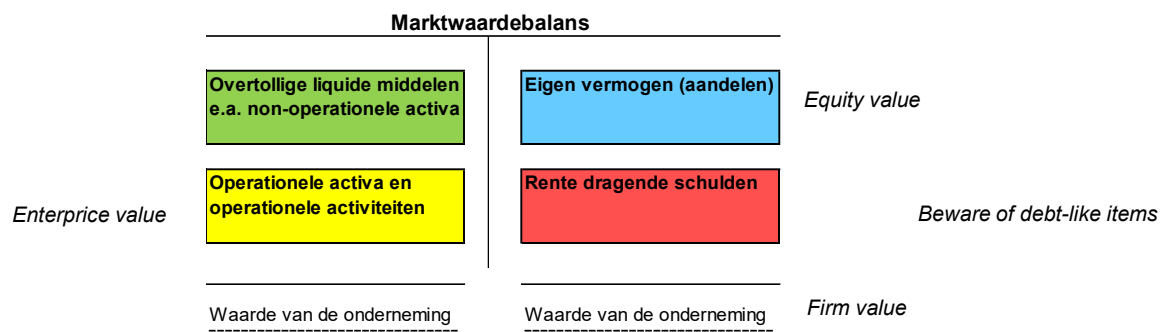
Zie vooruit, en zie niet om!
 Vele mensen, dwaas en dom,
 Ontevreden met het heden,
 't Heden vol van last en druk,
 Zoeken in het verst verleden
 De eeuw van vrijheid en geluk.

Zie niet om, maar zie vooruit!
 Slechts de toekomst is uw buit;
 Al wat achter is vergeten!
 Voorwaarts! nimmer strijdens moe;
 Grijp slechts aan met stout vermeten!
 Al wat vóór is hoort u toe.

17

Waardebepaling

Inkomsten-benadering / Discounted Cash Flow (DCF)
 werkt toe naar een marktwaaardebalans



18

Waardebepaling

- Discounted Cash Flow (DCF) methode bepaalt

Operationele activa en
operationele activiteiten

- Dit is trouwens ook de uitkomst van een multiple-berekening

In te nemen perspectief bij waarden: dat van de koper!

Value like beauty is in the eye of the beholder.

Koper staat voor een investeringsbeslissing:

hoeveel geld er (naar verwachting) uitkomt bepaalt hoeveel geld je er in kunt stoppen.

19

Waardebepaling

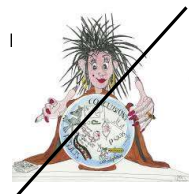
$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

teller

Economische waarde

- Teller: verwachte cash flows

Op basis van prognoses van resultatenrekening en balans



wel: **waarderingsexercitie**



20

Waardebepaling

$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

teller

Van winst naar cash flow

EBITD(A)

-/- D

EBIT(A)

-/- belasting over EBIT(A)

NOPLAT

+/- D

Bruto cash flow

-/- Investerings (CAPEX)

-/- Toename werkkapitaal

Free cash flow

Earnings
Before
Interest
Taxes
Depreciation
Amortization

NOPLAT
means
Net Operating Profit Less
Adjusted Taxes



Mutaties voorzieningen kunnen onderdeel uitmaken van de berekening

21

Waardebepaling

$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

teller

In waarderingsexercitie komt aan de orde

Eerst 'The STORY'
(geen sprookjes)

Dan pas rekenen

- Macro-omgeving (politiek, economie, wetgeving, techniek)
- Bedrijfstak
- Financiële trackrecord onderneming
- Resources van de onderneming
- Identificeren waardebepalende factoren
- Ontwikkelingsmogelijkheden
- Geldstroom (cash flow) prognoses
- Waardeberekening



22

Waardebepaling

$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

noemer

Economische waarde

- Noemer: rendementseis investeerder (= vermogenskostenvoet)

Build up: $R_f + R_{Pm} + R_{pu} + R_Ps$

R_f : risicovrije rente (~2%) - R_{Pm} : toeslag voor beleggen in aandelen (~6%)

R_{pu} : toeslag voor risico type business / bedrijfstak (0~6%)

- Aankoop discretionair?: alternatieven of zelfs 'do without'
- Kostenstructuur flexibel?
- Toetredingsbarrières voor nieuwe spelers?

R_Ps : toeslag specifiek voor onderneming (0~6%)

- Afhankelijkheid van een of enkele afnemers?
- Afhankelijkheid van leveranciers (w.o. die van arbeid)?
- Afhankelijkheid van sleutelfiguren (dga?)
- Trackrecord?



23

Multiples: vereenvoudigde voorstelling

$$Value\ of\ Asset = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(Cash\ Flow)_t}{(1+r)^t}$$

- Cash flow eeuwigdurend en constant groeiend:

$$Value = \frac{Cash\ flow}{r-g}$$

$$Value = Cash\ flow * \frac{1}{r-g}$$

- Stel: rendementseis $r = 22\%$ en groei $g = 2\%$

$$Value = Cash\ flow * \frac{1}{20\%}$$

$$Value = Cash\ flow * 5$$

- Neem voor 'Winst' bedrijfsresultaat: EBIT
- EBIT-Belasting over EBIT+ Afschrijvingen-Investeringen -Toename Werkkapitaal = (Free) Cash Flow
- **Als:** Afschrijvingen = Investeringen en Werkkap. is constant en belasting is nihil, **dan:** EBIT = Cash Flow
- **Dan:** Waarde = $5 * 'Winst'$

24

Multiples: actueel

Figuur 3 Gemiddelde EBITDA multiple per branche (Enterprise Value)

	H2-2105	Correctie	H1-2016
Gezondheidszorg & Farmacie	5,8	0,1	5,9
ICT & Internet	5,7	0,1	5,8
Groothandel*	4,35	1,25	5,6
Agri & Food	5,3	0,05	5,35
Industrie & Productie	5	0,05	5,05
Zakelijke dienstverlening	4,75	0,05	4,8
Media, Reclame & Communicatie	4,6	0	4,6
Horeca, Toerisme & Recreatie	3,95	0	3,95
Bouw & Installatietechniek	3,7	0,05	3,75
Detailhandel*	4,35	-0,65	3,7
Automotive, Transport & Logistiek	3,65	0	3,65

Bron: Brookz barometer

EBITDA of EBITA ?

EBITDA "lijkt het meest op" FCF en wordt vaak gebruikt als proxy voor FCF.

Voor ondernemingen met veel investeringen is EBITA een betere proxy voor FCF.

25

Waardebepaling

Waarde ≠ prijs

- Prijs is de uitkomst onderhandelingen
 - Onmogelijk te berekenen of te bepalen vooraf
 - Waardebepaling is een proxy ("as good as it gets")
 - Oordeel over een realistische vraagprijs /verantwoord bod
- Prijs wordt mede bepaald door:
 - Doelstelling en onderhandelingspositie van de verkoper
 - Type koper
 - Financierbaarheid
 - Aanpassingen i.v.m. fiscaliteit
 - Folklore in de branche

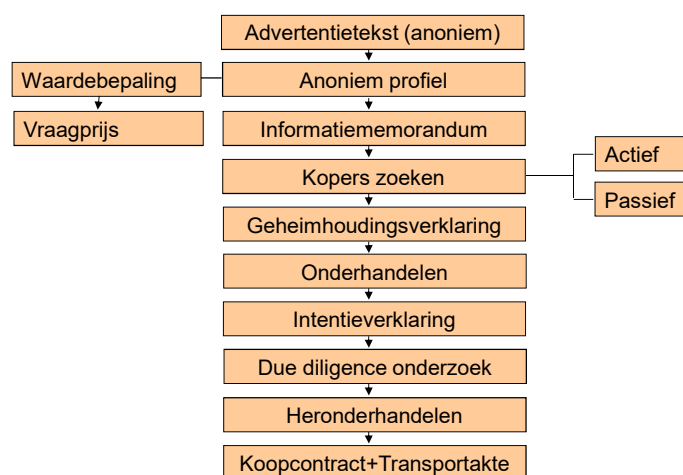
26

Hoe krijg je de beste prijs?

- Met de beste voorbereiding
- Als het verkoopproces op zijn best verloopt

27

Het verkoopproces



28

Doe het niet zelf



29

Doe het niet zelf, het is een vak

- Latest estimate cijfers zijn het belangrijkste
- Afzakkende resultaten kosten geld
- Dus: ondernemer doe er een schep op
- Besteed tijd aan het bedrijf, niet (meer dan nodig) aan de verkoop

30

Gouden tips

- Stuur op waarde (de knoppen zijn langs gekomen)
- Anticipeer op verkoop: denk na over exit-strategie
- Wees altijd verkoopklaar
- Verkoopproces: doe het niet zelf

