



Business Valuation : groeiend belang

Inleiding

Vandaag de dag worden we steeds vaker geconfronteerd met de vraag hoeveel een onderneming waard is en of ze – gelet op de huidige crisis – financieel gezond is. Uiteraard is het één met het ander verbonden.

In eerste instantie stelt de vraag van de waarde van een vennootschap zich voor bij een geplande koop-verkoop van aandelen, doch zijn er nog tal van andere belangrijke fasen waarvoor een waardering van uw vennootschap belangrijk is. Enkele vaak voorkomende voorbeelden: als jaarlijkse graadmeter naar het succes van de onderneming, bij bepaalde herstructureringen (fusie, splitsing, ...) bij overlijden, bij successieplanning, enz.

In de praktijk stellen wij vast dat er nog regelmatig waarderingen gemaakt worden op basis van bijvoorbeeld de jaarlijkse omzet of winst. Deze waarderingmethodiek is echter absoluut onvoldoende en ongenueanceerd om tot een correcte waarde te komen.

Een correcte waardering is gebaseerd op verschillende waarderingmethododes, elk met hun eigen specifieke benadering, waarbij steeds rekening wordt gehouden met verschillende parameters zoals berekening van de cashflow, de financiële structuur, enz.

Naar aanleiding van het groeiend belang van een degelijk onderbouwde waardering, willen we U hierbij een aantal belangrijke waarde-componenten toelichten.

Het is zeer belangrijk om te benadrukken dat de koopprijs en de waarde van een vennootschap niet noodzakelijk samenhangen. De waarde reflecteert namelijk de verwachtingen van de aandeelhouders terwijl de prijs een overeenkomst tussen verschillende partijen weerspiegelt.

Verder kunnen we onze waardering uiteraard niet baseren op één enkele methode, niet enkel omdat dit niet representatief zou zijn maar ook gezien het feit dat de verschillende methodes rekening houden met de verschillende risico's die verbonden zijn aan de vennootschap.

Uiteraard spelen ook de verwachtingen van verschillende investeerders een rol bij het gebruik van de verschillende waarderingmethododes.

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Rendementseis

In wat volgt leggen wij ook de nadruk op de berekening en de impact van de rendementseis. Zo heeft een hoge rendementseis een lagere waarde tot gevolg en dient men steeds rekening te houden met wat realistisch voor de vennootschap.

Voor het bepalen van deze rendementseis kan men zich best baseren op de risico's die verbonden zijn aan de onderneming. Hoe meer risico de vennootschap inhoudt, hoe hoger de rendementseis dient te zijn.

De berekening van de rendementseis kan gebaseerd worden volgens de “build up”-methode:

- OLO
- Risicopremie
- Risico van de markt waarin de onderneming zich bevindt
- Risico van de onderneming
- Operation risk
- Financial risk

Belangrijkste waarderingsmethodes

Een eerste belangrijk element van de waardebeoordeling is de netto substantiële waarde (zie verder), welke gebaseerd is op het eigen vermogen en de eventuele meer-of minderwaarden op activa.

Een andere benadering is de waardering van een vennootschap op basis van rendementsmethodes, zoals daar o.a. zijn: equity cash flow, free cash flow en economic profit.

Rendementsmethodes

Equity cash flow (ECF)

Deze cashflow geeft weer hoeveel cash er beschikbaar is voor de aandeelhouders, rekening houdende met de schulden, de benodigde investeringen en de wijzigingen in benodigd werkkapitaal¹.

Tevens houdt deze berekening rekening met de mutatie in financiële schulden waardoor manipulatie van de waarde kan optreden.

Berekening:

$$\text{ECF} = \text{earnings after taxes} + \text{depreciations} + \text{amortizations} - \Delta \text{ Working Capital Requirements} - \Delta \text{ Investments (in fixed assets)} + \Delta \text{ Financial debt}$$

Voorbeeld:

De vennootschap heeft een resultaat voor belastingen t.b.v. 191.850,00 EUR, afschrijvingen t.b.v. 440.000,00 EUR en gemiddelde jaarlijkse investeringen t.b.v. 100.000,00 EUR.

Resultaat voor belastingen	191.850,00 EUR
Correcties:	
- Uitzonderlijke opbrengsten	- 2.500,00 EUR
+ Uitzonderlijke kosten	+ 700,00 EUR
= Gecorrigeerd operationeel resultaat	= 190.050,00 EUR
- 34% belastingen	- 65.000,00 EUR
= Netto operationeel resultaat / net operating result	= 125.050,00 EUR
+ Afschrijvingen	+ 440.000,00 EUR
= Beschikbare cash flow voor investeringen	= 565.050,00 EUR
- Gemiddelde investeringen	- 100.000,00 EUR
- Mutatie benodigd werkkapitaal	- 19.000,00 EUR
- Kapitaalaflossing	- 325.000,00 EUR
= Equity Cash Flow	= 121.050,00 EUR

Zoals U kunt zien in de berekening houdt deze cash flow rekening met de gemiddelde investeringen wat een belangrijk nadeel kan vormen bij een koop-verkoop.

Bijgevolg is het mogelijk dat de huidige eigenaar, die zijn vennootschap wenst te verkopen, zijn investeringen artificieel laag houdt. Door deze kunstmatige 'bevrozing' van deze investeringen neemt de equity cash flow toe, hoewel er na de overname vervangingsinvesteringen voor rekening van de koper vereist zijn.

Het laag houden van deze investeringen heeft uiteraard een belangrijke invloed op de waarde van de onderneming gezien er een foutief beeld wordt weergegeven van de equity cash flow waardoor de koper nadien voor onaangename verrassingen kan komen te staan.

¹ Voor de correcte berekening van de mutatie in benodigd werkkapitaal verwijzen wij naar het CFO magazine van september 2012

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Om dit te vermijden is het dus van belang dat men kijkt naar de investeringen die men gedurende de laatste 5 à 7 jaar heeft verricht en om na te gaan of deze realistisch zijn.

Verder houdt deze cash flow ook rekening met de schulden die aanwezig zijn binnen de onderneming. In de mate dat de aflossingen van het kapitaal kleiner zijn dan de nieuwe leningen, zal de equity cash flow toenemen, met een positieve impact op de waardering tot gevolg.

Dit schetst waarom het gebruik van de equity cash flow methode levensgevaarlijk is bij de waardering van een vennootschap i.k.v. een overname.

Immers, het exponentieel creëren van een waarde door het aangaan van schulden is totale onzin.

Omwille van deze mogelijke beïnvloeding raden wij aan om de equity cash flow nooit als alleenstaande waarderingmethode te gebruiken en steeds te vergelijken met verschillende methodes.

Formule voor het bepalen van de waarde volgens deze methode:

Equity cash flow	121.050,00 EUR
Cost of equity ²	17,08 %
Waarde op basis van equity cash flow method	710.895,50 EUR

Free cash flow (FCF)

De free cash flow geeft weer hoeveel de beschikbare cashflow voor de aandeelhouders en de bank bedraagt, rekening houdende met de gemiddelde jaarlijkse investeringen en de mutatie in benodigd werkkapitaal.

Deze methode houdt dus geen rekening met de mutatie van de financiële schulden.

Berekening:

$$\text{FCF} = \text{EBIT} - \text{operating taxes} + \text{depreciations} + \text{amortizations} - \Delta \text{ Working Capital Requirements} - \Delta \text{ Investments (in fixed assets)}$$

Voorbeeld:

Earnings Before Interest and taxes / EBIT	300.000,00 EUR
- Werkelijke belastingen	- 95.000,00 EUR
= NOPLAT (= Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)	= 205.000,00 EUR
+ Afschrijvingen	+ 440.000,00 EUR
- Gemiddelde investeringen	- 100.000,00 EUR
- Mutatie in benodigd werkkapitaal	- 19.000,00 EUR
= Free Cash Flow	= 515.000,00 EUR

Bij deze methode wordt de waarde van de onderneming dus niet beïnvloedt door het aangaan van nieuwe leningen.

Een ander groot verschil is de vertrekbasis van de berekening. Zo vertrekt de equity cash flow van het resultaat na belastingen. De free cash flow vertrekt echter vanuit de EBIT.

² Formule Cost of Equity: $K_e = \text{risicovrije rente} + (\text{Beta-coëfficiënt} \times (\text{rendementseis} - \text{risicovrije rente}))$

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Gezien men bij de berekening van de free cash flow de interesten annuleert, worden bij de waardeberekening op basis van deze cash flow de schulden steeds afgetrokken.

Formule voor het bepalen van de waarde volgens deze methode:

Free cash flow	515.000,00 EUR
/ WACC ³ (= Weighted Average Cost of Capital)	5.000.000,00 EUR
- Interest bearing debts	- 1.100.000,00 EUR
= Waarde volgens de free cash flow methode	=3.900.000,00 EUR

Tenslotte willen we U nog een zeer beknopt overzicht meegeven van de economic profit welke tevens behoort tot de rendementsmethodes.

Economic profit

Deze methode werkt op basis van het invested capital⁴.

De basisredenering van deze methode is de volgende:

In de mate dat de opbrengst van het invested capital (ROIC = invested capital x NOPLAT) groter is dan de kost (invested capital x WACC), wordt een positieve spread gerealiseerd.

De actualisering van deze spread vertegenwoordigt de waardecreatie binnen de onderneming.

Formule:

$$EP = (ROIC\% - WACC\%) \times \text{invested capital}$$

Voorbeeld:

ROIC%	15 %
WACC%	10 %
Spread	5 %

Eigen vermogen (bij begin van belastbaar tijdperk)	40.000,00 EUR
Financiële schulden (bij begin van belastbaar tijdperk)	60.000,00 EUR
Invested capital	100.000,00 EUR
Economic Profit	5.000,00 EUR

³ Formule WACC: totaal eigen vermogen% + schulden op lange termijn% + schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen% + financiële schulden op korte termijn%

⁴ Het invested capital is het vermogen dat vastzit in de onderneming (eigen vermogen + schuld aan banken)

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Berekening van de waarde volgens deze berekening:

NOPLAT	205.000,00 EUR
- Cost of invested capital	- 10.000,00 EUR
= Economic Profit	195.000,00 EUR
Invested capital	100.000,00 EUR
Economic Profit / WACC	- 1.950.000,00 EUR
- Interest bearing debts	- -60.000,00 EUR
= Waarde volgens de economic profit methode	1.990.000,00 EUR

Netto substantiële waarde

Naast de rendementsmethodes dient men ook steeds de netto substantiële waarde van de vennootschap te berekenen. De reden hiervoor is dat de netto-substantiële waarde de minimale waarde van de vennootschap vertegenwoordigd.

Deze waarderingsmethode is gebaseerd op het boekhoudkundig eigen vermogen, maar wordt gecorrigeerd door alle latente meer- of minderwaarden op de diverse balansrubrieken.

Zo zal men bij deze methode steeds de netto-meerwaarde (bruto-meerwaarde min de latente belastingen) op onroerende goederen in rekening brengen.

Op die wijze wordt het boekhoudkundig eigen vermogen “vertaald” naar een marktconform eigen vermogen.

Uiteraard is dit maar een zeer beknopte toelichting van enkele methodes die binnen de waardering van vennootschappen gebruikt worden.

Zoals reeds eerder aangehaald is het dus zeer belangrijk dat er voor een waardering verschillende methodes gebruikt worden en dat men telkens rekening houdt met mogelijke manipulaties.