



De meest frequente Engelse waarderingstermen toegelicht

In publicaties betreffende waarderingen van ondernemingen worden we vaak geconfronteerd met diverse Engelse termen, al dan niet eenvoudig te plaatsen door hun context.

Het gebruik van deze termen zorgt soms voor frustratie bij de lezer gezien zij de leesbaarheid van een artikel kunnen bemoeilijken, in die mate dat de specifieke toepassing van bepaalde termen niet gekend is.

Nochtans is het gebruik van deze termen in vele gevallen aan te raden. Engelse begrippen zijn vaak eenduidig, daarenboven bestaan er van vele Engelse Begrippen geen Nederlandstalige tegenhangers.

Hierbij wensen wij U een kort overzicht te geven van enkele veelgebruikte termen, inclusief een praktisch voorbeeld.

Equity versus entity Value

In waarderingen komen we vooraleerst in contact met het onderscheid tussen “entity en equity Value”.

“Entity valuation” methodes gaan uit van het totale “Invested capital” of dus het “geïnvesteerd vermogen” (zie onder) van een onderneming. Zij berekenen de waarde in hoofde van de aandeelhouders en de financiële instellingen. Deze waarderingmethodes vertrekken vanuit de EBIT (earnings before interest and taxes-Bedrijfswinst). Het is belangrijk om te weten dat indien U in artikels te maken heeft met Free Cash Flow het steeds Entity gerichte Cash Flow berekeningen betreft.

“Equity valuation” methodes gaan uit vanuit het eigen vermogen van de onderneming .

Zij berekenen de waarde van de onderneming in hoofde van de individuele aandeelhouder. Vanuit deze visie wordt er vertrokken vanuit de winst uit gewone bedrijfsuitoefening voor belastingen. Equity Cash Flow berekeningen zoals deze in de literatuur terug te vinden zijn hebben dan natuurlijk ook betrekking op Equity Valuation methodes.

Invested Capital

In Nederlandstalige publicaties wordt de term “geïnvesteerd vermogen” vaak gebruikt. Hiermee wordt bedoeld :

Eigen vermogen van de onderneming	:	1.000.000,00 EUR
Totaal van de rentedragende schulden	:	2.000.000,00 EUR
Invested capital	:	3.000.000,00 EUR
(=geïnvesteerd vermogen)		

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

Met andere woorden : alle financiële middelen die beschikbaar worden gesteld aan de onderneming waarvan de investeerders een rendement eisen voor hun investering.

Noplat (Net Operating Profit Less Adjusted Tax)

Zeer vaak zijn de belastingen zoals wij deze terugvinden in de jaarrekening niet representatief voor de reële belastingdruk waaraan een onderneming (in de toekomst) is onderworpen.

Vanuit waarderingsstandpunt dienen wij ook rekening te houden met de toekomst. Wij kunnen er vanuit gaan dat bijvoorbeeld de Notionele intrestaftrek geen oneindig leven zal beschouwd zijn.

Om hiermee rekening te houden gaan wij vanuit waarderingsstandpunt vaak geen rekening houden met de werkelijke belastingen uit het verleden, maar gaan wij werken met geraamde belastingen op basis van de marginale belastingdruk die in een land van toepassing is.

De berekening van de NOPLAT ziet er dan ook als volgt uit :

Earnings before interest and taxes (EBIT) – Marginale belastingvoet (34%)

Parmentier Guy



ROIC & ROE : return on invested capital & Return on Equity

Hiermee wordt het percentage van het rendement dat wordt gegenereerd door de onderneming bedoeld .

Indien wij spreken over een ROIC, of return on invested capital is dit zowel het rendement voor de Individuele aandeelhouder als voor financiële instellingen.

Indien wij spreken over de ROE of Return on Equity betreft dit het beschikbare rendement voor de aandeelhouder.

	Bedrijf X	Bedrijf Y
EBIT	€ 20	€ 20
(1 - Belastingpercentage)	66%	66%
NOPLAT	€ 13,2	€ 13,2
Invested Capital	€ 100	€ 700
Return on Invested Capital	13,20%	1,89%

	Bedrijf X	Bedrijf Y
EAT	€ 10	€ 10
Equity	€ 100	€ 200
Return on Equity (ROE%)	10%	5%

WCR of working capital requirement (mutation in WCR requirement)

In Nederlandstalige literatuur , behoefte aan werkkapitaal genaamd. Het betreft de benodigde financiering die de betrokken onderneming nodig heeft om op dagdagelijkse basis haar bedrijfsuitoefening te kunnen uitvoeren.

- + Voorraad
- + klanten
- + overlopende rekeningen actief
 - leveranciers
 - andere niet rentedragende schulden.
 - Overlopende rekeningen passief

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

Net investments

De net investments van een onderneming bestaan uit drie waarden.

De eerste is de gemiddelde, jaarlijkse investeringen in Vaste activa in hoofde van de onderneming .

Ten tweede: de mutatie in werkkapitaal (zie vorige bespreking) in hoofde van de onderneming.

Ten derde : de jaarlijkse afschrijvingen op vaste activa.

Deze drie bedragen samen worden in de literatuur ook vaak NET INVESTMENTS genoemd.

Anders gezegd zijn het de bijkomende financiële middelen die de onderneming zal nodig hebben in vergelijking met het vorig jaar op haar bedrijf uitvoering op dezelfde wijze te blijven uitvoeren.

Adjusted book Value.

Bij de waardering van ondernemingen is de minimale waarde steeds de gecorrigeerde netto substantiële waarde, of de gecorrigeerde eigen vermogenswaarde.

Het is mogelijk dat de werkelijke Eigenvermogenswaarde hoger (of lager) ligt dan het eigen vermogen op balansdatum. Een veelvoorkomen voorbeeld zijn ondernemingen die in het bezit zijn van onroerende goederen of deelnemingen.

Hierbij dienen wij rekening te houden met latente meer- of minderwaarden en eventueel de latente belastingen (34%) in mindering te brengen.

Bijvoorbeeld:

Wij vertrekken van het eigen vermogen van een onderneming per 31/12/2012 : 1.000.000,00 EUR.
Boekwaarde gebouwen per 31/12/2012 was 200.000,00 EUR. Wij ontvangen een schattingsverslag betreffende deze onroerende goederen waarin wij een waarde van 500.000,00 EUR terugvinden, zijnde een meerwaarde tbv 300.000,00 EUR.

34% latente belastingen op 300.000,00 EUR , een meerwaarde na belastingen tbv 198.000,00 EUR

Dit geeft een Adjusted Book value van 1.198.000,00 EUR per 31 december 2012

Stand alone waarde

Dit is de waarde van een onderneming op heden. Hierbij wordt geen rekening gehouden met de toekomstige verwachtingen van een onderneming. In hoofde van een potentiële koper van een onderneming is het steeds aan te raden om op basis van deze Stand Alone waarde een bod te doen. In hoofde van de verkoper zullen er vaak waarderingen worden opgesteld op basis van future values. Deze houden rekening met toekomstige rendementen van de onderneming. Zeer vaak zien we hierin dan ook de typische "American Golfstick" . Dit houdt in dat na jaren dalende resultaten en/of Cash Flows te hebben gerealiseerd men op het moment van verkoop budgetten opmaakt waarin binnen een korte termijn zeer hoge rendementen tot uitdrukking komen

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

Capital Asset Price model (CAPM)

Dit zijn diverse formules die samen worden aangewend ter berekening van een rendementseis in het kader van waarderingen. Het houdt rekening met een risicovrij rendement en een risico opslag. Deze rendementseis is zeer belangrijke gezien zij in zeer grote mate de waarde van een onderneming zal beïnvloeden.

Asset Betas (β_a) geeft een beeld op het ondernemingsrisico, dit is afhankelijk van de sector waarbinnen de onderneming zich bevindt. Zo zijn er sectoren die een laag risico vertegenwoordigen ; vb ondernemingen in de voedingssector, en ondernemingen die een hoog risico vertegenwoordigen , vb trendgevoelige sectoren. β_e (equity beta) geeft zowel het financieel risico als het ondernemingsrisico weer . Het financieel risico wordt bepaald nav de verhouding financiële schulden tegenover het eigen vermogen.

Parmentier Guy

Hierbij de formule:

$$\beta_e = \beta_a \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{\text{Financiële schuld}}{\text{Eigen vermogen}} \right]$$

Beta equity (euro in '000s)	N-2	N-1	N	N+1
Beta assets	0.74	0.74	0.74	0.74
Interest-bearing debt	€ 4,000	€ 4,014	€ 4,866	€ 3,561
Adjusted book value (equity)	€ 4,000	€ 4,986	€ 5,934	€ 7,139
Debt-to-equity ratio	100%	81%	82%	50%
1 + (1-real tax rate) x debt-to-equity ratio	1.70	1.56	1.57	1.35
Beta equity	1.26	1.16	1.16	1.00

Required return on equity:

Dit percentage geeft aan wat de kostprijs is voor de onderneming van het Eigen vermogen van de onderneming. Dit percentage is zeer belangrijk bij de berekening van waarden op basis van het Eigen vermogen van de onderneming, dus alle waarderingmethoden die vertrekken vanuit Equity standpunt.

$$K_e\% = R_f\% + (R_m\% - R_f\%) \times \beta_e$$

Be : 1,26 (zoals in vorig punt werd berekend)

Rm% : 20% , zijnde de rendementseis die door de investeerder wordt vooropgesteld. Dit is steeds de enige variabele in het hele model.

Rf% : Risk free return , of het rendement dat men uit een zekere belegging kan halen, we kijken hiervoor vaak naar de % van de OLO vb 3,5 %

$$K_e\% = 3.5\% + (20\% - 3.5\%) \times 1,26 = 24,29\%$$

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

Market Risk Premium

De spread, of het verschil tussen de rendementseis van de investeerder en de risk free return is de Market Risk Premium.

Indien wij verder gaan op bovenstaande voorbeeld is de Market Risk Premium 16,5% (20% rendementseis – 3,5% Risk free return)

Weighted average cost of capital of WACC (Gewogen gemiddelde vermogenskost)

Dit percentage geeft aan wat de kostprijs is voor de onderneming van het total geïnvesteerd vermogen. Dit percentage is zeer belangrijk bij de berekening van waarden op basis van het geïnvesteerd vermogen van de onderneming.

$$\text{WACC\%} = \text{Ke \%} \times \frac{E}{E+D} + \text{Kd \%} \times (1-t) \times \frac{D}{E+D} \quad [8.23]$$

Figure 107: WACC estimates (euro in '000s)

	N-2	N-1	N	N+1
Equity (adjusted book value)	€ 4,000	€ 4,986	€ 5,934	€ 7,139
Invested Capital	€ 8,000	€ 9,000	€ 10,800	€ 10,700
Equity ratio	0.50	0.55	0.55	0.67
Required return on equity	24%	23%	23%	20%
Weighted cost of equity	12.1%	12.5%	12.5%	13.3%
Interest-bearing debt	€ 4,000	€ 4,014	€ 4,866	€ 3,561
Invested Capital	€ 8,000	€ 9,000	€ 10,800	€ 10,700
Interest-bearing debt ratio	0,50	0.45	0.45	0.33
Required return on debt	7.8%	9.1%	9.5%	7.1%
Kd x (1-t)	5.5%	6.4%	6.6%	5.0%
Weighted cost of debt (after-tax)	2.7%	2.8%	3.0%	1.7%
Weighted Average Cost of Capital	14.9%	15.4%	15.5%	15.0%

Parmentier Guy



Economic profit

De economic profit kan zowel vanuit entity, als vanuit equity standpunt worden berekend. Hiervoor gingen wij reeds over tot een toelichting van de begrippen "Return on invested capital"/"return on equity" en de "Weighted average cost of capital"/ "Cost of Equity".

Kortgezegd komt het erop neer dat wij de "spread" berekenen tussen wat KOST het geïnvesteerd vermogen of eigen vermogen van de onderneming en wat brengt het op.

Wij kunnen niet in detail ingaan op deze formule dus tonen wij deze aan dmv een voorbeeld.

$$\text{(Entity) Economic Profits} = \text{(ROIC \% - WACC \%)} \times \text{Invested Capital}$$

	Company X	Company Y
Return on Invested Capital	14.0%	10.0%
Weighted Average Cost of Capital	12.0%	10.5%
ROIC – WACC	2.0%	-0.5%
	X	X
Equity	€ 40	€ 40
Financial debt	€ 60	€ 660
Invested Capital	€ 100	€ 700
	=	=
Economic Profit	€ 2.0	€ -3.3

Cash Flow Begrippen

Om af te ronden is het belangrijk om het onderscheid te kennen tussen diverse Cash Flow benamingen.

We vertrekken steeds met een berekening van de Net operating Cash Flow of NOCF. Deze houdt, in tegenstelling tot de "Ordinary Cash Flow" reeds rekening met mutaties in werkkapitaal. (Zie punt A in onderstaand overzicht)

Vervolgens bekomen wij door rekening te houden met de terugbetaling van de financiële schulden en het berekenen van de gemiddelde investeringen in vaste activa de "Non discretionary Net Cash Flow". Deze Cash Flow is niet beschikbaar voor de onderneming om uitgaven door te voeren buiten de courante bedrijfsvoering.

Indien we rekening houden met de gemiddelde jaarlijkse investeringen in vaste activa en vaststellen dat de beschikbare CF hiervoor onvoldoende is, is het mogelijk dat er bijkomende leningen voor deze worden aangegaan. Indien we deze bijkomende leningen mee in aanmerking nemen bekomen we de "available cash flow for strategic decisions". Zoals de naam het zelf zegt is dit de Cash Flow waarmee de onderneming strategische beslissingen kan nemen, zoals bijkomende investeringen in het kader van uitbereidingen of dividenduitkeringen.

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

Figure 64: available cash flow for strategic decisions (euro in '000s)

	N-2	N-1	N
Cash flows from operating activities			
Sales	€ 8,110	€ 8,700	€ 9,200
- Costs of goods sold	€ -4,100	€ -4,500	€ -4,800
- Selling, general and administrative expenses	€ -1,458	€ -1,423	€ -1,545
- Tax expenses	€ -569	€ -604	€ -581
- Working capital requirement changes	€ -400	€ -400	€ -1,300
A. NET OPERATING CASH FLOW (NOCF)	€ 1,583	€ 1,773	€ 974
Nondiscretionary cash flows			
- Long-term debt repaid	€ -500	€ -600	€ -713
- Interest payments	€ -305	€ -365	€ -420
- Recurring investments (in fixed assets)	€ -350	€ -400	€ -500
B. NONDISCRETIONARY NET CASH FLOW	€ -1,155	€ -1,365	€ -1,633
C. + Increase in long-term loans for recurrent investments	€ 350	€ 400	€ 500
D. AVAILABLE CASH FLOW FOR STRATEGIC DECISIONS (A+B+C)	€ 778	€ 808	€ -159
Discretionary cash flows			
Increase in long-term loans for strategic investments	€ 250	€ 400	€ 413
+ Increase in short-term loans	€ 70	€ -186	€ 652
+ Sales of fixed assets	0	0	€ 300
- Acquisition of fixed assets for strategic purposes	€ -500	€ -1,000	€ -800
- Dividend payments	€ -398	€ -422	€ -406
E. DISCRETIONARY NET CASH FLOW	€ -578	€ -1,208	€ 159
Total Net Cash Flow (D + E)	€ 200	€ -400	€ 0
Opening cash	800	1,000	600
Closing cash (Opening cash + total net cash flow)	1,000	600	600