

Waarde onderneming: even snel berekenen

Als bedrijfsadviseur van De Hooge Waerder Corporate Finance krijg ik regelmatig de vraag om 'even snel' een waardeberekening van een onderneming te maken; een soort waarde-inschatting of indicatie. Hierbij moet ik toegeven dat met deze methode een waarde snel berekend kan worden. De vraag is dan natuurlijk waarom waardespecialisten toch vaak tegenstribbelen om een dergelijke snelle inschatting van de waarde te maken? In dit artikel zal ik proberen uit te leggen waarom bij het bepalen van de waarde van een onderneming een gedegen onderzoek nodig is en niet kan volstaan met een berekening die 'even snel' uitgevoerd wordt.

Inleiding

Eerst wil ik met een voorbeeld duidelijk maken waarom met name de onderliggende variabelen belangrijk zijn om te onderzoeken, voordat de berekening gemaakt wordt.

Voorbeeld: waarde woning

Het voorbeeld betreft het bepalen van de waarde van een woning. We kunnen de waarde van een woning 'even snel' berekenen door de volgende formule:

$$\text{Waarde} = (\text{prijs per m}^2 \text{ ondergrond} \times \text{aantal m}^2) + (\text{prijs per m}^3 \text{ inhoud} \times \text{aantal m}^3)$$

Het 'even snel' berekenen van de waarde houdt hier dus in dat we de variabelen hier grofweg inschatten op basis van gemiddelden. Hieronder de betreffende variabelen:

- **Ondergrond:** Prijs is € 500 per m²
Hoeveelheid is 250 m²
- **Inhoud:** Prijs is € 300 per m³
Hoeveelheid is 400 m³

Hiermee komt de waarde van de woning op € 245.000 (250 m² x € 500) + (400 m³ x € 300). Dit betreft een berekening die eenvoudig is en snel te maken. Echter is de vraag of de uitkomst ook een juiste afspiegeling is van de waarde van een specifieke woning. De afmetingen van de ondergrond en de inhoud van een woning zijn relatief betrouwbaar in te schatten. De prijzen voor de aantal m² ondergrond en de inhoud per m³ zijn daarentegen veel moeilijker in te schatten, omdat deze afhangen van vele onderliggende zaken. Hierbij kunnen de volgende vragen gesteld worden:

- Staat de woning in de Randstad of in een buitengebied?
- Wat is de staat van het onderhoud van de woning?
- Ligt de woning nabij allerlei faciliteiten of erg geïsoleerd?
- Is er veel hinder in de buurt? Te denken valt aan een snelweg, een hoge flat, industrie e.d.
- Wat zijn de toekomstverwachtingen voor de leefomgeving nabij deze woning?
- Wat zijn de gehanteerde prijzen bij vergelijkbare woningen in de nabijge omgeving die recent verkocht zijn?

Waarde onderneming

Met deze vragen wordt duidelijk dat per situatie de te hanteren variabelen onderzocht moeten worden om een betrouwbare waardeberekening te maken. Ditzelfde geldt voor de waardeberekening van een onderneming. Onder de waardespecialisten heerst de overtuiging dat de discounted cashflow methode (DCF methode) de beste methode is om een waardeberekening te maken. Bij De Hooge Waerder Corporate Finance hanteren wij een variant van de DCF methode, de Adjusted Present Value methode (APV methode), om onze waardeberekeningen te maken. Een berekening volgens de DCF of APV methode is gebaseerd op twee hoofdonderdelen: de toekomstige vrije kasstromen en het veronderstelde of vereiste rendement (de vermogenskostenvoet).

Toekomstige vrije kasstromen

De toekomstige vrije kasstromen worden afgeleid van de prognose of begroting van de onderneming voor de komende jaren. Aangezien de toekomstige ontwikkelingen van een onderneming onzeker zijn, dient onderzocht te worden wat de potentie van de onderneming is (een interne analyse) en wat de invloeden van buitenaf zijn (externe analyse). Alleen met een goed onderzoek naar de interne en externe variabelen

kan een goede inschatting gemaakt worden van de toekomstige ontwikkelingen van een onderneming en daarmee van de kasstromen. Vaak wordt gesteld dat op basis van de resultaten en rendementen van de afgelopen jaren een goede inschatting gemaakt kan worden voor de toekomstige kasstromen. Echter is de vraag of de onderneming (intern) en de omgeving waarin deze zich nu bevindt (extern) vergelijkbaar is met die van de afgelopen jaren. Intern kan er een nieuwe activiteit ontwikkeld zijn waarvan de opbrengsten en rendementen nog niet in de historische cijfers zichtbaar zijn. Ook de externe omgeving kan duidelijk veranderd zijn, denk aan de huidige moeilijke economische omstandigheden of een wetswijziging waardoor een onderneming beperkt wordt in zijn activiteiten. De historische cijfers kunnen desondanks nuttig zijn om de eigenschappen van een onderneming te leren kennen en kunnen dienen als basis voor het inschatten van de toekomstige kasstromen. Echter dient daarbij onderzocht te worden of de historische omstandigheden vergelijkbaar zijn de toekomstige en wat de invloed van eventuele veranderingen is.

Vermogenskostenvoet

Om met de ingeschatte kasstromen te komen tot een waarde, dienen de kasstromen per periode contant gemaakt (verdisconteerd) te worden naar het heden. De hoogte van de vermogenskostenvoet is afhankelijk van de rendementseis, die weer afhankelijk is van risico's die invloed hebben op de onderneming. Er dient een gezonde verhouding te zijn tussen het rendement en de risico's. Te denken valt aan het verschil in rente tussen de Nederlandse Staatsobligaties en die van enkele Zuid-Europese landen als Griekenland en Spanje. Men schat in deze tijd van economische tegenwind het risico van het niet kunnen terugbetalen van de Staatsobligaties door de Zuid-Europese landen duidelijk hoger in, zodat de rente van die Staatsobligaties fors hoger lagen dan die in Nederland. Zo wordt er ook naar ondernemingen gekeken; hoe bestendig zijn de begroote rendementen (kasstromen) van de betreffende onderneming. Om deze risico's en daarmee het rendement in te schatten worden onder andere de volgende elementen van een onderneming beoordeeld:

- Afhangelijkheid van afnemers
- Afhangelijkheid van leveranciers
- Afhangelijkheid van het management
- De spreiding van de activiteiten
- Toetredingsbarrières tot de markt
- Track record
- Flexibiliteit van de onderneming

Conclusie

Uit de bovenstaande toelichtingen hoop ik duidelijk gemaakt te hebben dat er vele zaken van invloed zijn op de berekening van de waarde van een onderneming. De berekening van de waarde is slechts een klein onderdeel, met name de overwegingen rondom de gebruikte variabelen is de essentie van een waardeberekening. Al de variabelen zullen dus beoordeeld moeten worden bij een waardeberekening. Zodoende zal een berekening die 'even snel' gedaan wordt nooit tot een betrouwbare uitkomst leiden. Er zijn dan ook vele boeken geschreven over waarderingen en wetenschappelijke onderzoeken gedaan naar de berekeningsmethoden. Tevens is er een studie waarmee de titel Register Valuator (RV) behaald kan worden. Ook De Hooge Waerder heeft een RV-er in haar midden, waarmee de kwaliteit van de waardeberekeningen geborgd is.

drs. Jeroen de Heer RAB is Corporate Finance adviseur bij De Hooge Waerder Accountants & Adviseurs.
jdheer@dehoogewaerder.nl



DE HOOGHE WAERDER

ACCOUNTANTS - BELASTINGADVISEURS - JURISTEN