

Het waarderen van een onderneming met behulp van vuistregels

Bij overdrachten van ondernemingen wordt vaak gebruik gemaakt van vuistregels, ook wel multiples genoemd. Het zijn eenvoudige methodes om tot de waarde te komen, waarbij vaak een factor maal een bepaalde grootheid als rendement wordt gehanteerd. Enkele voorbeelden zijn:

- 1 maal de omzet
- 3 maal het resultaat voor afschrijvingen, rente en belasting (EBITDA)
- 4 maal het resultaat voor rente en belasting (EBIT)
- 5 maal de nettowinst
- 1 maal de intrinsieke waarde + 2 maal de nettowinst



Deze lijst is oneindig aan te vullen met andere factoren en grootheden, zoals een bedrag per vaste klant, abonnee of gebruiker. Binnen een branche is vaak een soort consensus ontstaan over welke vuistregel in die markt van toepassing is. Zo zal een accountantskantoor bij dezelfde omzet over het algemeen meer waard zijn dan een schoonmaakbedrijf. De vuistregels tegenwoordigen dus niet een algemeen geldende 'waarheid'.

De waarde van ondernemingen kan dus bepaald worden aan de hand van een vuistregel die geldt in de betreffende branche. Waarom verzamelen de waarderingsspecialisten dan niet de te hanteren vuistregel per branche, maar gebruiken zij veelal de algemeen geaccepteerde DCF waarderingmethode ('Discounted Cash Flow methode')? In dit artikel zal ik als één van die waarderingsspecialisten proberen uit te leggen wat de reden hiervan is.

Gebruik DCF methode

Een koper van een onderneming, die we beschouwen als een investeerder, ontvangt zijn rendement nadat hij zijn investering heeft gedaan. Zodoende zijn alleen de toekomstige rendementen interessant voor hem. Voor het inschatten van de toekomstige rendementen zal de investeerder gebruik maken van onder andere de historische rendementen. Deze geven inzicht in de mogelijkheden van de onderneming. Echter zal wel rekening gehouden moeten worden met eventuele veranderingen in de markt, de regelgeving en de interne situatie van de onderneming om de toekomstige rendementen in te schatten.

Om tot een waarde te komen, dienen de toekomstige rendementen vertaald te worden in een waarde. Dit wordt gedaan aan de hand van een rendementseis, een percentage, waarvan de hoogte afhankelijk is van de risico's waaraan de onderneming onderhevig is. De toekomstige rendementen worden met de gestelde rendementseis contant gemaakt naar het heden. Aan de hand van de waarde van een obligatie wil ik dit duidelijk maken.

De waarde van een 3-jarige obligatie is € 1.000, indien bij een rente van 6% er een periodiek rendement van € 60 gerealiseerd wordt. De onderstaande tabel maakt dit duidelijk.

| Waarde berekening (bedragen x € 1.000) | Jaar 0 realisatie | Jaar 1 prognose | Jaar 2 prognose | Jaar 3 prognose |
|---|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| rente betaling | | 60 | 60 | 60 |
| terugbetaling | | - | - | 1.000 |
| RENDEMENT | | 60 | 60 | 1.060 |
| RENDEMENTSEIS | 6,0% | | | |
| discontering | | 0,94 | 0,89 | 0,84 |
| contante waarden | | 57 | 53 | 890 |
| WAARDE PROGNOSES | 1.000 | | | |

Omdat het jaarlijkse rendement stabiel is en we bij een onderneming uitgaan van een oneindige bestaansperiode, kan in dit geval ook volstaan worden met € 60 gedeeld door 6%; wat ook € 1.000 is. De terugbetaling of de opbrengst aan het einde van de looptijd kan dus gezien worden als het rendement van alle perioden na het derde jaar in het geval de obligatie oneindig doorloopt.

Ditzelfde doen we grofweg bij de DCF methode voor het bepalen van een waarde voor een onderneming. Veelal zal een rendementseis in het MKB in Nederland liggen tussen 12% en 25%, afhankelijk van de specifieke risico's. Stel we kennen voor een onderneming een rendementseis toe van 16% en deze heeft een jaarlijks rendement van € 100.000, dan is de waarde van de onderneming € 625.000 (€ 100.000 gedeeld door 16%).

Bruikbaarheid vuistregel

Uit de toelichting op de DCF methode en het voorbeeld kan gesteld worden dat in de branche van deze onderneming een vuistregel gehanteerd zou kunnen worden van 6,25 maal het rendement. De vraag is dan wat het rendement precies is. Het zijn niet de nettowinst, de EBIT of EBITDA. Dit zijn allemaal boekhoudkundige grootheden die afhankelijk zijn van boekhoudkundige interpretaties en vaak fiscaal gedreven worden bepaald. Het rendement van een onderneming is het bedrag dat jaarlijks door de eigenaar (investeerder) aan de onderneming kan worden onttrokken, zonder dat toekomstige rendementen daarmee in gevaar komen. Deze vrije beschikbare middelen noemen we de vrije kasstroom.

De vrije kasstroom is het saldo van alle inkomsten en uitgaven in een bepaalde periode. In het Engels is vrije kasstroom 'free cashflow'. De naam 'Discounted Cash Flow' methode is daar van afgeleid, omdat met deze methode de ingeschatte toekomstige vrije kasstromen contant gemaakt worden ('to discount' of disconteren) naar het heden. Duidelijk wordt dat de genoemde vuistregels in de inleiding geen gebruik maken van de vrije kasstroom en daarmee geen gebruik maken van het werkelijke rendement van een onderneming.

Een ander probleem met een vuistregel is dat deze altijd uitgaat van een vast bedrag aan rendement en dus van een stabiele situatie waarin een onderneming zich zou bevinden. Dit is echter bijna nooit het geval. Bij het opstellen een DCF berekening kan men wel rekening houden met groei of juist krimp van de onderneming of bijzondere ontwikkelingen die invloed hebben op de rendementen van de onderneming. Dit gebeurt vaak door prognoses voor meerdere jaren te hanteren. In de verschillende prognosejaren kan zodoende rekening gehouden worden met de diverse ontwikkelingen die daarmee meegenomen worden in de waarde berekening.

Een vuistregel houdt ook geen rekening met de vermogensstructuur van de onderneming; met een vuistregel wordt eigenlijk altijd een waarde van een onderneming berekend die vrij is van schulden en geen niet-operationele activa heeft ('cash-and-debt-free'). In de praktijk zijn er veel ondernemingen die wel deels gefinancierd zijn middels vreemd vermogen. Bij een overname zal deze schuld in veel gevallen niet over gaan naar de koper, maar zal geherfinancierd moeten worden. Zodoende zal de koper dit bedrag corrigeren op de waarde van de onderneming.

Aan het einde van dit artikel is een voorbeeld opgenomen van een waarde berekening met diverse vuistregels en op basis van de DCF methode. Het is een gesimplificeerde berekening, maar het geeft wel inzicht in de afwijkingen tussen het hanteren van de vuistregels en de DCF methode.

Conclusie

Een vuistregel geeft een waarde als uitkomst die juist is als:

1. de gehanteerde factor aansluit bij de risico's van de onderneming en de branche;
2. de grootheid die gehanteerd wordt ook de vrije kasstroom is;
3. de onderneming zich in een volledig stabiele situatie begeeft;
4. er geen schulden zijn of niet-operationele middelen.

Er zullen nauwelijks ondernemingen bestaan die voldoen aan alle bovenstaande voorwaarden. Vuistregels zullen om die reden bijna altijd tot een afwijkende waarde leiden dan de DCF methode, die wel tot goede uitkomsten leidt. Dit laatste natuurlijk mits deze goed toegepast wordt. Het toepassen van de DCF methode is niet makkelijk, zodat men snel naar een eenvoudige oplossing als een vuistregel zoekt. Echter is een makkelijke oplossing in dit geval vaak niet de beste.



Voorbeeld berekening:

Uit het voorbeeld wordt duidelijk dat er grote verschillen kunnen ontstaan tussen de uitkomsten van de diverse vuistregels. Geen van de vuistregels sluit aan op de waarde volgens de DCF methode. De vuistregel op basis van de omzet komt het meest in de buurt, echter door de correctie van de schulden valt de waarde van de DCF methode lager uit. Zonder schulden zou de waarde van de DCF methode wel hoger zijn. Zodoende sluit de vuistregel op basis van de omzet niet aan op de kostenstructuur en het rendement van de onderneming en daarmee op de kasstroom. De andere vuistregels vallen allen lager uit, doordat zij geen rekening houden met de verwachte groei in de komende jaren.

Balans voorbeeld onderneming

(bedragen x € 1.000)

| | | | |
|--------------------------|------------|-----------------|------------|
| Bedrijfsuitrusting | 80 | Eigen vermogen | 50 |
| Werkkapitaal | 50 | Vreemd vermogen | 100 |
| Operationele kasmiddelen | 20 | | |
| | 150 | | 150 |

| Exploitatie voorbeeld (bedragen x € 1.000) | Jaar 0 <i>realisatie</i> | Jaar 1 <i>prognose</i> | Jaar 2 <i>prognose</i> | Jaar 3 <i>prognose</i> |
|--|------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| OMZET | 480 | 510 | 582 | 720 |
| inkoop en kosten | -400 | -425 | -485 | -600 |
| EBITDA | 80 | 85 | 97 | 120 |
| afschrijvingen | -10 | -10 | -12 | -15 |
| EBIT | 70 | 75 | 85 | 105 |
| rente | -5 | -5 | -5 | -5 |
| belasting | -13 | -14 | -16 | -20 |
| NETTO WINST | 52 | 56 | 64 | 80 |

Waarde op basis van vuistregels:

| Multiples | <i>intrinsiek</i> | <i>realisatie</i> | <i>factor</i> | waarde |
|--------------------|-------------------|-------------------|---------------|---------------|
| OMZET | - | 480 | 1 | 480 |
| EBITDA | - | 80 | 3 | 240 |
| EBIT | - | 70 | 4 | 280 |
| NETTO WINST (NW) | - | 52 | 5 | 260 |
| INTRINSIEK + 2x NW | 50 | 52 | 2 | 154 |

Waarde op basis van DCF methode:

Rendementeis (WACC) : 14,3%
Marktrente (Kvv) : 5,0%
Belastingpercentage (T) : 20,0%

| Rendement (bedragen x € 1.000) | Jaar 0 <i>realisatie</i> | Jaar 1 <i>prognose</i> | Jaar 2 <i>prognose</i> | Jaar 3 <i>prognose</i> |
|--|------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| EBIT | 70 | 75 | 85 | 105 |
| belasting | -14 | -15 | -17 | -21 |
| NETTO EBIT | 56 | 60 | 68 | 84 |
| afschrijvingen | 10 | 10 | 12 | 15 |
| investeringen | -10 | -10 | -20 | -15 |
| VRIJE KASSTROOM | 56 | 60 | 60 | 84 |
| Waarde berekening (bedragen x € 1.000) | Jaar0 <i>realisatie</i> | Jaar1 <i>prognose</i> | Jaar2 <i>prognose</i> | Jaar3 <i>prognose</i> |
| discontering | | 0,87 | 0,76 | 0,67 |
| contante waarden prognoses | | 52 | 46 | 56 |
| WAARDE PROGNOSES | 155 | | | |
| WAARDE RESTPERIODE | 375 | | | |
| WAARDE EXPLOITATIE | 529 | | | |
| Schulden | -100 | | | |
| WAARDE AANDELEN | 429 | | | |

Dit artikel is opgesteld door drs. Jeroen de Heer RAB. Hij is Corporate Finance adviseur bij De Hooge Waerder Accountants & Adviseurs. Zijn e-mailadres is: jdheer@dehoogewaerder.nl



DE HOOGHE WAERDER

ACCOUNTANTS - BELASTINGADVISEURS - JURISTEN