

Wat is mijn bedrijf waard?

Mei 2019



Wilt u uw bedrijf verkopen?

Of bent u benieuwd naar de waarde van uw bedrijf?

Dan biedt dit artikel handvatten om een eerste schatting te maken van de bedrijfswaarde



www.yescf.nl

Hooghiemstralein 82
3514 AX Utrecht
The Netherlands
+31 30 276 9234



Wat is mijn bedrijf waard?

Geachte relatie,

In onze praktijk adviseren wij middelgrote bedrijven op financieel strategische onderdelen. Naast het ondersteunen van bedrijven bij het ophalen van groeifinanciering, begeleiden wij ook koop- en verkoop trajecten. Daarbij maken wij een waardering van de te kopen of te verkopen onderneming en begeleiden bij de financiering van de overname.

Met name in de transactiepraktijk waar het gaat om een bedrijf verkopen of een bedrijfsovername, is het vaak een van de eerste vragen die op tafel komt: Wat is het bedrijf waard? Deze vraag is lastig te beantwoorden, want er bestaat geen algemeen geldende formule om de bedrijfswaarde te bepalen. Regelmatig komen wij onrealistische verwachtingen tegen met betrekking tot de waarde. Er wordt dan vastgehouden aan bepaalde vuistregels of men vertrouwt blindelings op het 'horen zeggen' van een ander.

Er kan een grove inschatting gemaakt worden van de bedrijfswaarde op basis van een aantal variabelen. Het matchen van de onderneming met bepaalde variabelen resulteert in een bandbreedte voor een mogelijke bedrijfswaarde.

Dit artikel geeft een overzicht van zulke variabelen en biedt handvatten om als ondernemer een eerste inschatting te maken van de bedrijfswaarde. En daarbij vooral ook te begrijpen waarom het ene (soort) bedrijf meer of minder waard is dan het ander (soort) bedrijf.

Indien u meer wilt weten over hoe u een bedrijfswaardering kunt maken of ondersteuning zoekt bij het verkopen of kopen van een bedrijf, kunt u contact opnemen voor een persoonlijke kennismaking.

U kunt ons rechtstreeks per e-mail of telefoon benaderen:



Arjan Boonekamp

Managing Partner

06 8127 1573
boonekamp@yescf.nl



Joris van Rijn

Managing Partner

06 5083 9612
vanrijn@yescf.nl

Wat is mijn bedrijf waard?

1 Waarde en prijs

Voor het berekenen van de bedrijfswaarde zijn meerdere methodes mogelijk. We onderscheiden de volgende groepen van methodes:

- Gebaseerd op vergelijking met soortgelijke ondernemingen en/of transacties (markt *multiples* en *comparables*)
- Gebaseerd op vrije kasstromen (*cash flow based methodes*)
- Gebaseerd op de waarde van de activa (*asset-based methodes*)
- Gebaseerd op historische winsten (*profit-based methodes*)

De twee meest gebruikte methodes, multiples en de DCF ("Discounted Cash Flow") methode, zullen in dit artikel verder toegelicht worden.

Eerst is het van belang om te benadrukken dat prijs niet hetzelfde betekent als waarde. De waarde wordt bepaald door o.a. verwachte groei, winstgevendheid, noodzakelijke investeringen en risico's, waar verschillende partijen verschillende waarderingen aan toekennen. De prijs wordt daarentegen gedreven door vraag en aanbod, hetgeen leidt tot het bedrag dat de verkoper en koper met elkaar overeenkomen. 3

Het uitgangspunt bij een waardering is 'de perfecte markt'. Daarbij wordt verondersteld o.a. dat alle informatie beschikbaar is, koper en verkoper bereidwillig zijn tot (ver)koop, ze vrij zijn van restricties in een open markt en ze niet verplicht zijn tot (ver)koop. Situaties waarbij er geen sprake is van een perfecte markt zorgen ervoor dat de prijs en waarde niet aan elkaar gelijk zijn.

Hier volgen enkele factoren die de waardering beïnvloeden:

- Informatie: Verschillende partijen hebben toegang tot verschillende informatiebronnen en kunnen een andere kijk hebben op dezelfde cijfers en andere interpretatie daarvan maken
- Bereidwilligheid van (ver)kopers: Ter illustratie, bij familiebedrijven kunnen de kinderen onenigheid hebben over de opvolging/verkoop van het bedrijf. Enkele kinderen kunnen de voorkeur hebben voor verkoop, terwijl de anderen dit proces tegenwerken
- Restricties in de markt: Overlappende bedrijfs- en/of persoonlijke relaties of wederzijdse deelnemingen tussen ondernemingen (leveranciers, afnemers, concurrenten) kunnen de prijs beïnvloeden, waardoor deze niet meer gelijk is aan de marktwaarde
- Verplichting tot (ver)koop: Bedrijfseigenaren kunnen extra druk ervaren om hun bedrijf te verkopen. Redenen hiervoor kunnen zijn: stress door hoge (privé-)schulden, werkdruk die zorgt voor problemen in de persoonlijke sfeer of de hoge leeftijd van de eigenaar. Ook kan er druk zijn om juist tot koop over te gaan om groei te bevorderen, met name bij ondernemingen in competitieve markten die een snelle omzetgroei nastreven
- Synergiën: Een overname kan synergiën opleveren. Zo kan er bijvoorbeeld bespaard worden op de overheadkosten door afdelingen samen te voegen. Daarnaast is bij sommige industrieën sprake van schaalvoordelen, waarbij in de productie de gemiddelde kosten per eenheid output dalen bij een hogere productievolume. Grote potentiële synergiën leiden tot waarde creatie en kunnen hogere waarderingen tot gevolg hebben

De realiteit is dus niet zo simpel als het uitgangspunt van de perfecte markt. Ondanks deze complexiteit is een waardering wel een goed startpunt. De prijs die uiteindelijk voor uw bedrijf betaald wordt, kan hier dus wel van afwijken.



www.yescf.nl

Hooghiemstraplein 82
3514 AX Utrecht
The Netherlands
+31 30 276 9234



2 Multiples

In de praktijk wordt voor waarderingen vaak gebruik gemaakt van multiples. Het voordeel van deze methode is dat het snel een eerste indicatie geeft van de bedrijfswaarde en een duidelijke communicatie in prijsonderhandelingen mogelijk maakt. Het nadeel is dat een kleine verandering van de multiple een groot effect kan hebben op de waarde. Er bestaan vele soorten multiples.

Bedrijfswaarde multiples:

- **Omzet multiple**
Omzet × multiple
- **EBITDA multiple***
EBITDA × multiple
- **EBIT multiple**
EBIT × multiple

Aandelenwaarde multiple:

- **P/E multiple**
Earnings × multiple

Doorgaans krijgen bedrijfswaarde multiples de voorkeur boven aandelenwaarde multiples, omdat de P/E multiple afhankelijk is van de kapitaalstructuur. Toch kan de P/E multiple toegepast worden als een 'sanity check'.

Het grote nadeel van deze methode is dat de bedrijfswaarde geheel wordt gebaseerd op resultaten in het verleden.

Voorzichtigheid is geboden met multiples die verkregen worden door het gemiddelde te nemen van een peer groep. Omdat multiples niet lager zijn dan 0 maar wel een oneindig hoge positieve waarde kunnen aannemen, zal het gemiddelde opwaarts vertekend zijn. Een betere multiple wordt verkregen door de mediaan (het middelste getal van de reeks) te kiezen.

* Voor een rekenvoorbeeld zie pagina 7

Vergelijkbare transactie methode

Kijk met deze methode naar de exit-multiples die van toepassing zijn op vergelijkbare recente transacties. Deze transactie multiples zijn sterk afhankelijk van de sector waarbinnen het bedrijf actief is.

In het selectieproces dient u goed te kijken naar de gelijkenissen tussen bedrijven, de bedrijfstak en het te waarderen bedrijf. Daarnaast moet ook de transactieomgeving vergeleken worden: land/regio, economisch klimaat, type koper, synergiemogelijkheden, betalingscondities, etc.

Vergelijkbare bedrijven methode

Kijk met deze methode naar de multiples die van toepassing zijn op vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven. De selectie van deze bedrijven kan gebaseerd zijn op bijvoorbeeld gelijkenissen in de product mix of de regio. Nog belangrijker zijn overeenkomsten in het risico profiel, groeicijfers en cashflows. Zowel kwantitatieve als kwalitatieve criteria zijn van belang bij de selectie.

Valkuil: private ondernemingen zijn snel 25-40% minder waard dan beursgenoteerde ondernemingen, vanwege een andere omvang, minder diversificatie en een hoger risicoprofiel. Hier moet dus voor gecorrigeerd worden.

Na de selectie van vergelijkbare transacties/bedrijven moet de mediaan van deze multiples nog gecorrigeerd worden. Zie de volgende pagina voor de correcties die essentieel zijn voor het verkrijgen van een goede multiple.

4

Wat is mijn bedrijf waard?

3 Multiple correcties

'Mijn bedrijf is 10x de winst waard!' ~ een uitspraak die soms wordt gedaan door ondernemers. Om zelf deze misvatting te voorkomen, biedt deze pagina een overzicht van enkele belangrijke factoren die de multiple beïnvloeden.

Om tot een goede eerste indicatie van de bedrijfswaarde te komen, moet de multiple eerst gecorrigeerd worden voor bedrijf- en transactie-specifieke factoren. Een kleine verandering van de multiple heeft namelijk grote invloed op de uitkomst. Het startpunt is veelal een sectorspecifieke multiple zoals weergegeven in Tabel 1.

Omdat in multiples een complex van informatie wordt gecomprimeerd tot één datapunt, zijn ze minder geschikt voor bedrijven die een variabele financiële ontwikkeling vertonen of negatieve kasstromen genereren.

Tabel 1: Gemiddelde EBITDA transactie-multiple per sector. Dataset van Nederlandse MKB bedrijven met een omzet tussen € 0,5 – 25 mln.

Sector	H2-2018
IT & Online	6,25
Gezondheidszorg & Farmacie	6,05
Groothandel	5,65
Agri & Food	5,60
Industrie & Productie	5,35
Zakelijke dienstverlening	5,05
Media, Reclame & Communicatie	4,65
Bouw & Installatietechniek	4,15
Horeca, Toerisme & Recreatie	4,00
Automotive, Transport & Logistiek	3,85
Detailhandel	3,60

Bron: Brookz Overname Barometer, 2019

Hier wordt een opsomming van mogelijke correcties weergegeven die toegepast kunnen worden op de verkregen multiples:

- **Liquiditeit:** de multiples voor niet-beursgenoteerde bedrijven zijn ongeveer 25-40% lager dan voor beursgenoteerde bedrijven. De reden hiervoor is dat de aandelen van niet-beursgenoteerde bedrijven o.a. minder liquide zijn
- **Omvang:** kleinere bedrijven hebben vaak een lagere multiple. Uit onderzoek blijkt dat het verschil in multiple kan oplopen tot ruim 10% tussen bedrijven met een genormaliseerde EBITDA van € 0,25 mln en € 5 mln ([Brookz, 2018](#))
- **Groei:** de multiples voor bedrijven die sterker groeien dan de markt zijn hoger. De groei gaat gepaard met de levensfase van een bedrijf, vandaar dat de groeipremie correleert met de omvang
- **Klantretentie:** terugkeer van klanten maakt het mogelijk dat het klantenbestand groter wordt en dat de investeringen per klant dalen. Een hogere klantretentie t.o.v. peers zorgt voor een hogere multiple
- **Patenten:** meer patenten t.o.v. peers betekent een hogere multiple
- **Afhankelijkheid van klanten/leveranciers:** als het bedrijf afhankelijk is van één of enkele klanten/leveranciers kan dat tot een aanzienlijke daling van inkomsten of toename van kosten leiden wanneer deze partij wegvalt. De multiple moet voor dit hogere risico gecorrigeerd worden
- **Investerings/EBITDA:** de EBITDA multiple moet gecorrigeerd worden indien de ratio investeringen/EBITDA afwijkt t.o.v. peers. Hoe lager de investeringen t.o.v. de EBITDA, des te hoger de EBITDA multiple

Advies: vergelijk de waarde altijd met het gemiddelde of de mediaan van de peer groep om te bepalen of er een correctie moet worden toegepast.

Wat is mijn bedrijf waard?

4 Uitzonderingen uitgelicht

Afgezien van de correcties die eerder behandeld zijn, zijn er ook uitzonderingen op de regel. Enkele uitzonderingen worden hier toegelicht.

- **SaaS:** de waardering van 'Software as a Service' bedrijven behoort tot een speciale categorie, die extra toelichting nodig heeft. Dit zijn bedrijven die software leveren op basis van een abonnement, waardoor de klantretentie hoog is. De verwachting is dat SaaS bedrijven sneller groeien dan andere ICT-bedrijven door hun schaalbaarheid, hierdoor is over het algemeen de waardering hoger dan bij andere ICT-bedrijven. De grootste bepalende factor voor multiples is de verwachte groei. Bij SaaS bedrijven wordt vaker een terugkerende omzet multiple toegepast i.p.v. een EBITDA multiple
- **Project business:** bedrijven die sterk afhankelijk zijn van projecten lopen meer risico op tijdelijk terugvallende resultaten. Het hogere risico zorgt ervoor dat de waardering van deze bedrijven doorgaans lager is
- **Verlieslatende bedrijven:** indien de onderneming een sterke groei doormaakt gecombineerd met een negatieve EBIT(DA), is de toepassing van EBIT(DA) multiples niet geschikt. Als er sprake is van een goede omzetontwikkeling is de omzet multiple een alternatief om tot een waardering te komen. Let wel: een omzet multiple is vaak een grove waarderingmethode. Ook kan de belofte van sterke groei in de toekomst grotere risico's met zich meebrengen, waardoor de waardebepaling gecompliceerd kan zijn
- **Startups:** in deze fase is het mogelijk te vroeg om multiples toe te passen. Er zijn mogelijk nog weinig transactie multiples bekend in deze fase voor de desbetreffende bedrijfstak. Een accurate waardebepaling o.b.v. multiples kan dus vaak niet gemaakt worden. Ook kunnen deze bedrijven nog verlieslatend zijn, wat extra complexiteit met zich meebrengt

5 Voorbeelden uit onze praktijk

- Een succesvolle ondernemer onderhandelde 9 maanden lang één op één met een buitenlandse onderneming. De deal ketste af op de waardering nadat een grote klant was vertrokken. Zes maanden later werd de onderneming verkocht voor een bedrijfswaarde die 50% hoger was
- Een succesvolle participatiemaatschappij kocht de aandelen van een winstgevende onderneming inclusief de panden en machines. Via een sale & leaseback constructie kreeg de participatiemaatschappij meer dan de koopsom terug en had men de onderneming voor niets in handen. De verkoper had een veel hogere prijs kunnen realiseren indien hij van tevoren had nagedacht over welke waarde elementen zijn onderneming beschikt en hoe hij deze het best kon realiseren
- Voor een prachtig familiebedrijf werden in de eerste ronde diverse indicatieve biedingen ontvangen die onder de gemaakte waardering lagen. Uiteindelijk werd een vraagprijs betaald die circa 40% hoger lag dan het initiële bod
- Een andere ondernemer had een te optimistische orderportefeuille die niet goed aansloot bij de waardering en realiteit. Het gevolg was een prijsaanpassing door de koper

Wat is mijn bedrijf waard?

6 Rekenvoorbeeld

Het management van ABC B.V. is benieuwd naar de waarde van hun onderneming. Om alvast een inschatting te maken, voeren ze zelf een analyse uit op basis van multiples. Het management beschikt over informatie van de volgende peer groep van gerealiseerde overnames met de bijbehorende transactie multiples:

Bedrijf	ABC B.V.	D	E	F	G	H	Gemiddelde peer groep	Mediaan peer groep
EBITDA (mln)	€ 4,25	€ 6,00	€ 0,75	€ 2,00	€ 4,40	€ 3,25	€ 3,28	€ 3,25
Omzetgroei 5 jaar	15%	5%	10%	30%	20%	25%	18%	20%
EBITDA multiple		3,95	4,20	4,75	4,40	6,50	4,76	4,40
Bedrijfswaarde (mln)		€ 23,70	€ 3,15	€ 9,50	€ 19,36	€ 21,13		

- De gemiddelde EBITDA multiple van de peer groep is 4,76x en de mediaan 4,40x
- De omzetgroei van ABC B.V. is lager dan het gemiddelde van de peer groep
- De omzetgroei van bedrijf G is vergelijkbaar met ABC B.V., maar bedrijf G presteert beter dan ABC B.V.
- Bedrijf E heeft ook een vergelijkbaar groeipercentage, echter iets lager dan het groeipercentage van ABC B.V.

Conclusie: er zal een correctie moeten plaatsvinden op de EBITDA multiple. De mediaan (4,40x) zal iets te hoog zijn voor het waarderen van ABC B.V.. Een multiple van 4,30x zal een goede indicatie geven van de bedrijfswaarde van ABC B.V.. Hiermee valt de multiple tussen die van bedrijf E en G. De bedrijfswaarde van ABC B.V. wordt hiermee ingeschat op € 18,275 mln.

Stel dat de huidige rentedragende schuld € 5 mln bedraagt, dan is de aandelenwaarde gelijk aan € 13,275 mln.

Let op: dit is een versimpeld voorbeeld. In de realiteit moet er rekening gehouden worden met meerdere aspecten dan alleen de groei.

Rekenen met multiples

EBITDA
 EBITDA multiple ×
 Bedrijfswaarde
 Huidige rentedragende schuld –
 Aandelenwaarde

Van omzet naar netto resultaat na belasting

Omzet	
Kostprijs van de omzet	-/-
Bruto omzet	
Personeelskosten	-/-
Overige bedrijfskosten	-/-
EBITDA	
Afschrijvingen	+
EBIT (bedrijfsresultaat)	
Financieel resultaat (rentebaten en –lasten)	+
EBT (winst voor belastingen)	
Belastingen	-/-
Netto resultaat na belasting	

7 Discounted Cash Flow Methode ("DCF")

Ten opzichte van de multiples is voor de DCF methode meer rekenwerk vereist, waardoor met deze methode de bedrijfswaarde niet in enkele stappen berekend kan worden. Hieronder wordt een korte samenvatting gegeven hoe deze methode in zijn werk gaat.

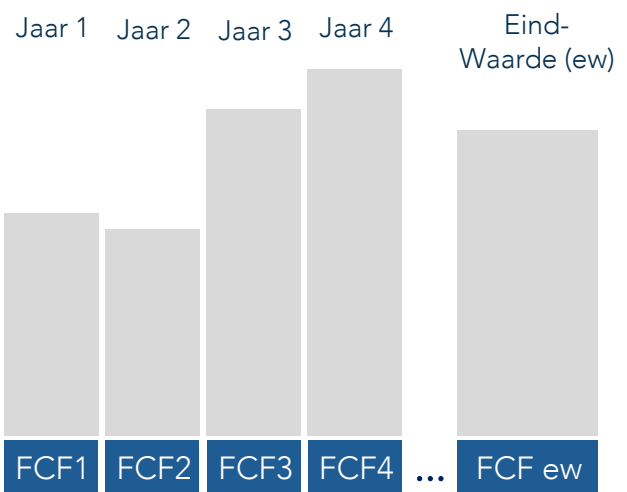
Vrije kasstromen (Free Cash Flows) zijn de bedragen die door de investeerder of belegger naar verwachting uit het bedrijf kunnen worden gehaald zonder dat de continuïteit van het bedrijf wordt aangetast. Deze vrije kasstromen worden voor een expliciete periode die zo lang mogelijk is, liefst 10 jaar of langer, in kaart gebracht. Men gaat bij de berekening uit van het "going-concern principe". Hiermee moet rekening worden gehouden met de laatste voorspelde vrije kasstroom in het model (bijv. jaar 10), wat de basis vormt voor de eindwaarde. Deze vrije kasstromen moeten vervolgens contant gemaakt worden naar het moment van waardering. Contant maken is nodig omdat geld dat men bijv. over 1 jaar ontvangt niet evenveel waard is als geld dat vandaag ontvangen wordt. Het contant maken van de vrije kasstromen resulteert in de 'contante waarde'. De vrije kasstromen worden contant gemaakt tegen een vereist rendement, de WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). De WACC is een gewogen gemiddelde van kapitaalkosten van vreemd en eigen vermogen. De som van de contant gemaakte vrije kasstromen is de bedrijfswaarde. De bedrijfswaarde minus de netto rentedragende schulden is de waarde van de aandelen.

Bij de DCF methode zijn diverse complexe aannames nodig om de prognose te maken. Door meerdere scenario's met verschillende aannames te maken, ontstaat er een bandbreedte van verwachte bedrijfswaardes. Ondanks de vele aannames en de benodigde tijd, is het één van de meest betrouwbare waarderingmethoden, die o.a. rekening houdt met kansen & risico's, de tijdwaarde van geld en de investeringen die nodig zijn voor het behalen van de groei.

FCF berekening

EBIT (Operationele winst)	
Operationele Belastingen	-/-
Afschrijvingen	+
Verandering werkkapitaal	+/-
Investeringen (CAPEX)	-/-
<u>Correctie overige "non-cash items"</u>	+/-
Free Cash Flow (FCF)	

Prognoses



Contant maken naar het waarderingstmoment tegen de WACC



8 Conclusie

In dit artikel zijn de twee meest gebruikte waarderingsmethodes toegelicht. Tot slot geven wij nog een korte opsomming van de voor- en nadelen van de multiples en de DCF methode.

Multiples

Voordelen:

- Het is een snelle methode om tot een eerste indicatie van de bedrijfswaarde te komen
- Het biedt duidelijkheid tussen koper, verkoper en adviseurs in prijsonderhandelingen

Nadelen

- Kleine aanpassingen van de multiple kunnen een groot effect hebben op de waarde. Het is dus van belang om de juiste correcties toe te passen
- De methode rekent met (historische) cijfers (omzet, EBITDA, etc.) die geen indicatie geven over groeipotentie van de onderneming
- Gaat voorbij aan specifieke kenmerken van een onderneming zoals de afhankelijkheid van het management, de risico's, toetreding barrières en de noodzakelijke investeringen voor groei

DCF methode

Voordelen:

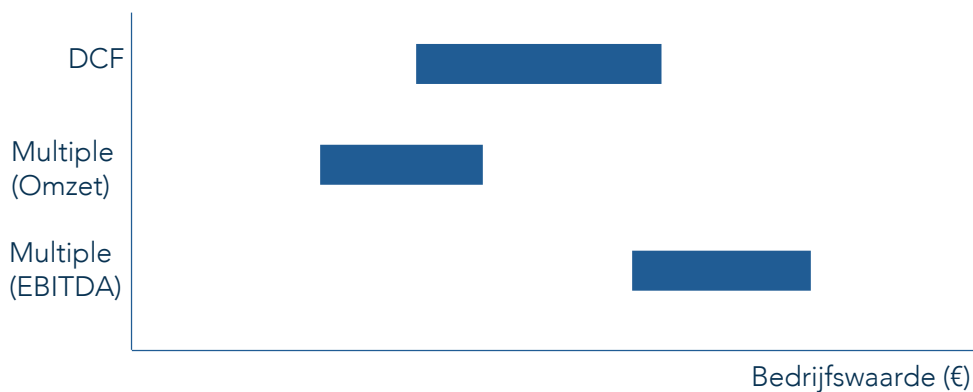
- Zeer betrouwbare waarderingsmethode, mits partijen overtuigd zijn van de aannames
- Gebaseerd op het contant maken van vrije kasstromen, dat minder onderhevig aan manipulatie in de boekhouding
- Houdt rekening met kansen & risico's, de tijdwaarde van geld en de noodzakelijke investeringen voor de groei

Nadelen:

- De methode is gevoelig voor gemaakte aannames
- Het kost aanzienlijk meer tijd om de berekeningen uit te voeren

In een korte tijd tot een accurate waardering komen is dus niet zo gemakkelijk. De multiples bieden wel een eerste indicatie, maar een betrouwbare waardering maken vereist tijd en kennis. YES Corporate Finance kan u hierin bijstaan.

Bandbreedte met bedrijfswaardes



Wat is mijn bedrijf waard?

Over YES Corporate Finance

YES Corporate Finance is een succesvol onafhankelijk advieskantoor op het gebied van fusies & overnames en groeifinanciering. Wij adviseren en begeleiden u niet alleen bij het kopen en verkopen van ondernemingen. Wij kunnen ook de gewenste bankfinanciering voor u regelen of het benodigde groeikapitaal voor u aantrekken. YES Corporate Finance richt zich met name op het middenbedrijf en op DGA's. Indien u geïnteresseerd bent in een verdere toelichting of ondersteuning zoekt bij het verkopen of kopen van een bedrijf, neem dan gerust contact op voor een persoonlijke kennismaking.

Waarom hebben klanten vertrouwen in ons?



Gedegen aanpak



No-nonsense mentaliteit



Onafhankelijk advies



Korte lijnen



Wij voelen ons mede-eigenaar van uw vraagstuk



100+ jaar gezamenlijke ervaring



Groot netwerk in het binnen- en buitenland



[Alle deals](#)

10



Arjan Boonekamp | Managing Partner
M: 06 8127 1573
E: boonekamp@yescf.nl



Joris van Rijn | Managing Partner
M: 06 5083 9612
E: vanrijn@yescf.nl



Josip Petrarca | Partner
M: 06 5171 9654
E: petrarca@yescf.nl



Jurgen Hoogveen | Partner
M: 06 5572 1738
E: hoogveen@yescf.nl



Feddo Tamminga | Partner
M: 06 2280 6906
E: tamminga@yescf.nl



Lars van der Veen | Analyst
M: 06 2873 9437
E: vanderveen@yescf.nl



Ilmatar Lutje Schipholt | Analyst
M: 06 2951 4178
E: lutjeschipholt@yescf.nl



www.yescf.nl

Hooghiemstraplein 82
3514 AX Utrecht
The Netherlands
+31 30 276 9234

