



## ONDERNEMINGSWAARDERING

**Over het algemeen bestaat onder waarderingsdeskundigen de voorkeur voor zogenaamde economische waarderingsmethoden. Daarbij wordt uitgegaan van geprognoseerde toekomstige geldstromen en de risico's die verbonden zijn aan de bedrijfsactiviteiten die deze geldstromen genereren. Een terecht uitgangspunt omdat voor een nieuwe eigenaar de waarde van een onderneming in het bijzonder wordt ontleend aan de toekomstige performance.**

Bij deze benadering moet men loskomen van de traditionele boekhoudkundige begrippen als resultaat (winst of verlies) en eigen vermogen, maar steeds denken in termen van geldstromen. Zo zijn er baten die nog geen ontvangsten zijn, en kosten die nog geen uitgaven met zich brengen, of die voortvloeien uit in het verleden gedane uitgaven (zoals een investering in vaste activa). Gerealiseerde omzet komt pas in de vorm van geldstroom ter beschikking als de debiteuren daadwerkelijk betalen. Investeringen worden ineens betaald maar komen pas over meerdere jaren via de afschrijvingen ten laste van het resultaat. Groei in omzet zal doorgaans ook leiden tot groei in debiteuren en voorraden.

Toepassing van economische waarderingsmethoden is toekomstgericht. Vooruit kijken in de toekomst is een grote kunst en vergt in ieder geval veel ondersteunende, analytische informatie over de ontwikkeling van een onderneming, noodzakelijke investeringen, de markten waarin zij actief is, technologische aspecten, etc. Met andere woorden: voor een verantwoorde waarderingsexercitie is de vaststelling van een gedegen toekomstprojectie met gefundeerde uitgangspunten essentieel.

Het opstellen van een toekomstprojectie wordt soms als lastig ervaren of als onvoldoende betrouwbaar. Daarbij wordt soms de wens geuit om bij wijze van 'sanity check' de waarde van de onderneming ook eens op een andere, meer eenvoudige wijze uit te rekenen. Daarom wordt in de praktijk ook wel gebruik gemaakt van andere waarderingsmethoden. Het is in dit verband van groot belang om onderscheid te maken tussen verschillende waarderingsmethoden en bovenal te weten wat de beperkingen daarvan zijn.

## De diverse waarderingmethoden en hun toepassingsgebieden zijn onderstaand kort toegelicht.

### Voor de grondslagen van deze methoden geldt de volgende indeling:

#### ECONOMISCHE WAARDE:

- **Discounted Cashflow methode (DCF):** Bij deze methode worden de geprognoseerde vrije geldstromen voor vermogensverschaffers contant gemaakt tegen de gewogen gemiddelde vermogenskosten. Voor de waarde van de onderneming geldt als grondslag het totaal van de contante waarde van deze geldstromen. In deze methode wordt voor de bepaling van de gewogen gemiddelde vermogenskosten uitgegaan van een vaste verhouding tussen financiering met eigen vermogen en rentedragend vreemd vermogen.
- **Adjusted Present Value methode (APV):** De APV methode is een alternatief voor de DCF methode en lijkt hier sterk op. De waarde van de onderneming wordt bij de APV methode echter gesplitst in componenten, te weten de waarde van de operationele activiteiten en de waarde van financiële neveneffecten (het belastingvoordeel verbonden met de financiering met rentedragende schulden). De methode is in het bijzonder geschikt in situaties waarin geen sprake is van een constante vermogensverhouding, bijvoorbeeld vanwege een sterke toe- of afname van de rentedragende schulden.
- **Reële optie methode:** De reële optie theorie is een aanvulling op de DCF en APV methoden. De reële optie theorie maakt het mogelijk de extra waarde van flexibiliteit in de besluitvorming bij belangrijke investeringsbeslissingen te kwantificeren. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan fasering in geplande uitbreidingsinvesteringen.

#### BOEKHOUDKUNDIGE GRONDSLAGEN:

- **Intrinsieke waarde:** bij deze methode wordt uitgegaan van het boekhoudkundig eigen vermogen gecorrigeerd voor eventuele stille reserves (aanwezig in bijvoorbeeld bedrijfsgebouwen, onderhoudsvoorziening en voorraden), rekening houdend met belastinglatenties. Toepassing van deze methode kan doorgaans uitsluitend plaatsvinden bij ondernemingen waarvan de activa kunnen worden gekenschetst als zeer liquide of courant zoals bijvoorbeeld liquiditeiten, vastgoed en effecten.
- **Rentabiliteitswaarde:** De rentabiliteitswaarde methode gaat doorgaans uit van een verondersteld 'eeuwigdurend' genormaliseerd resultaat, gedeeld door de rentabiliteitscoëfficiënt voor het eigen vermogen. De methode heeft belangrijke nadelen. Zo wordt in deze methode geen rekening gehouden met de vermogenspositie van de onderneming. Ook wordt geen rekening gehouden met eventuele groei of krimp van de activiteiten. Daarnaast geldt als nadeel dat de methode uit gaat van het (boekhoudkundig) resultaatbegrip in plaats van geldstromen.
- **Verbeterde rentabiliteitswaarde:** Bij deze methode wordt, in tegenstelling tot de rentabiliteitswaarde, wel rekening gehouden met de vermogenspositie van de onderneming. Ook hier geldt echter als belangrijk nadeel dat de methode niet is gebaseerd op geldstromen. Indien de methode toch wordt toegepast dan zouden de uitkomsten hiervan uitsluitend enige mate van betrouwbaarheid hebben in situaties waarin sprake is van een zeer stabiele omzet- en resultaatontwikkeling en geen sprake is van bovenmatige investeringen in werkkapitaal en materiële vaste activa; dit geldt overigens ook voor de rentabiliteitswaarde methode.
- **Liquidatiewaarde:** Bij de liquidatiewaarde wordt uitgegaan van verkoop van individuele activa en afwikkeling van de passiva, rekening houdend met niet in de balans opgenomen verplichtingen (bijvoorbeeld: afvloeiings- en saneringskosten). Toepassing van deze methode in een going concern situatie is niet aan de orde.

#### VERHOUDINGSGETALLEN:

- **Koers/winst verhouding en overige vuistregels:** Gebruik van zogenaamde 'multiples' zoals bijvoorbeeld de koers/winst of koers/omzet verhouding van vergelijkbare ondernemingen is gemakkelijk maar vaak ook onbetrouwbaar. Ondernemingen zijn zelden echt goed vergelijkbaar en zeker in het MKB-segment zijn betrouwbare transactiegegevens niet of moeilijk verkrijgbaar. Deze problematiek speelt echter minder bij grootschalige transacties bij beursgenoteerde ondernemingen. Het gebruik van verhoudingsgetallen kan handig zijn in een eerste snelle verkenning of vergelijkingsanalyse maar ze zijn ongeschikt om een ingrijpende beslissing als de koop van een onderneming uitsluitend hierop te baseren.