

ECONOMISCHE WAARDE VOOR DE WAARDERING VAN DE ONDERNEMING

Kort geleden werd het volgende artikel gepubliceerd: "[Waardebepaling rammelt aan alle kanten](#)". Een Registeraccountant had in het kader van een geschillenwaardering de waarde niet gebaseerd op de contante waarde van de toekomstige geldstromen van de vennootschap, zoals gebruikelijk is bij een aandelentransactie, maar op de intrinsieke waarde. Hij had geen aandacht voor de toekomstige verwachtingen.

Het waarderen op basis van de toekomstige geldstromen, en een vermogenskostenvoet, leidt tot de economische waarde van de onderneming. In dit artikel wordt nader ingegaan op de economische waarde.

BOEKHOUDKUNDIGE WAARDE

Vaak wordt de waarde van de onderneming bepaald door gebruik te maken van de winst van de onderneming. Hierbij ontstaat direct de vraag over welke "winst" we het hebben. Bruto of netto winst, gerealiseerde of verwachte winst, daadwerkelijke of genormaliseerde winst. Feit is dat het doorgaans om in het verleden behaalde winsten gaat. Resultaten uit het verleden..... In de praktijk wordt doorgaans met netto winst gerekend, dus na aftrek van rente en belasting. De netto winst komt toe aan de aandeelhouders.

Er wordt verder met een rendementseis gewerkt om de waarde van het eigen vermogen te berekenen. De rendementseis in de berekening dient dan ook de rendementseis op het eigen vermogen te zijn rekening houdend met de inbreng van (de marktwaarde van) vreemd vermogen (Kel: eigen vermogen levered) en mogelijk met inflatie (kel -/- inflatie). Deze methode wordt de rentabiliteitswaarde methode genoemd. In de praktijk wordt doorgaans met een factor op de netto winst gewerkt. Ook komt het met regelmaat voor dat een factor wordt toegepast op een ander kengetal dan netto winst, bijvoorbeeld EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization). Groot verschil tussen gebruikmaking van netto winst en EBITDA is dat bij een factor op EBITDA de ondernemingswaarde wordt berekend. De marktwaarde van het vreemd vermogen dient nog in mindering te worden gebracht op de ondernemingswaarde om tot de aandeelhouderswaarde te komen.

Feitelijk is de rentabiliteitswaarde de waardering van de verwachte toekomstige nettowinsten. De berekening van de economische waarde van de aandelen met de rentabiliteitswaarde methode is slechts mogelijk indien wordt voldaan aan enkele voorwaarden:

1. De toekomstige nettowinsten zijn stabiel en liggen op het niveau van het verleden
2. Er zijn geen netto investeringen noodzakelijk is zowel vaste activa als werkkapitaal
3. De vermogensverhouding eigen vermogen versus vreemd vermogen wijzigt niet
4. Deze vermogensverhouding voldoet aan een veronderstelde normverhouding

De rentabiliteitswaarde is soms wel praktisch toepasbaar. Dit geldt als de te waarderen onderneming niet zeer kapitaalintensief of het ideaalcomplex nagenoeg van toepassing is en de resultaten een stabiel patroon naar toekomst vertonen. Feit is dat voornoemde slechts zeer beperkt opgaat. Ondernemers hebben namelijk een gezonde neiging om te groeien met de onderneming, waarvoor uitbreidingsinvesteringen vereist zijn. Daarnaast is er sprake van inflatie (die overigens wel meegenomen kan worden als groei op de verwachte winst). De rentabiliteitswaarde is daardoor beperkt van toepassing.

ECONOMISCHE WAARDE

De economische waarde van een onderneming heeft niets te maken met in het verleden behaalde winsten. Het draait om het genereren van geld. Het geldgenererend vermogen van de onderneming wordt bepaald door de operationele activiteiten, uitgaande van de veronderstelling dat de ondernemer streeft naar continuïteit. De vrije geldstroom die niet meer in de onderneming nodig is en die toekomt aan de vermogensverschaffers in de vorm van rente en aflossing enerzijds en dividend anderzijds is van belang.

Uit de discontering volgt de contante waarde van deze geldstromen. De stappen, die genomen moeten worden in het waarderingsproces bij de DCF methode, kunnen als volgt beschreven worden:

- Bepaal voor een aantal jaar de toekomstige geldstromen, die voortvloeien uit de exploitatie van activa, exclusief financieringskosten;
- Bereken de economische waarde van de onzekere geldstromen door deze contant te maken tegen een disconteringsvoet.
- De gediscoteerde geldstromen worden gesommeerd met de eindwaarde en geven de bedrijfswaarde. Door de marktwaarde van de niet aan de exploitatie gebonden bezittingen op te tellen bij de bedrijfswaarde en de rentedragende vreemd vermogensbestanddelen, alsmede pensioen- en/of lijfrentevoorzieningen, van de bedrijfswaarde afhalen, wordt de aandeelhouderswaarde verkregen.

De geldstroom is als volgt te berekenen:

	EBIT (Earnings Before Interest and Tax)
-/-	Vennootschapsbelasting
=	NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax)
+	Afschrijvingen en amortisaties
+	Mutaties voorzieningen
-/-	Investeringen in vaste activa
-/-	Investeringen in netto werkkapitaal
=	Free cash flow (FCF)

De verwachte geldstroom wordt in twee delen gesplitst; de zogeheten planperiode en de restperiode.

De toekomstige geldstromen dienen verdisconteerd te worden naar nu teneinde de huidige waarde te verkrijgen. Dat gebeurt door gebruik te maken van de vermogenskostenvoet. Vreemd vermogen is over het algemeen goedkoper dan eigen vermogen, wegens geboden zekerheden. Daarnaast bestaat de mogelijkheid om betaalde rente in mindering te brengen op het belastbaar bedrag. Hierdoor ontstaat een verlaging van de belastingdruk (taxshield), hetgeen als voordeel toekomt aan de verschaffers van het eigen vermogen. Feit is wel dat aandeelhouders meer rendement zullen eisen als de omvang van het vreemd vermogen toeneemt,

aangezien hun investering risicovoller wordt. De gemiddelde kostenvoet verandert dus niet. De wijze van financieren bepaalt daardoor alleen welk deel van de economische waarde aan welke vermogenssoort toevalt (Modigliani & Miller).

Afhankelijk van de gekozen economische waarderingmethode geldt een te hanteren vermogenskostenvoet. Er bestaan verschillende methoden, die allen onder de noemer *discounted cash flow* vallen, te weten de *weighted average cost of capital (WACC)* methode, de *adjusted present value (APV)* methode en de *flow to equity (FTE)* methode.

APV

De berekening van de waarde bestaat in de APV uit twee onderdelen. Eerst wordt de waarde van de operationele activiteiten berekend. Daarna wordt de waarde van het belastingvoordeel berekend, verbonden met de financiering met rentedragende schulden, de taxshield. De APV is een zeer geschikte waarderingmethode, met name als er geen sprake is van een constante vermogensverhouding. Bij jaarlijks wisselende vermogensverhoudingen moet namelijk ieder jaar een andere vermogenskostenvoet berekend worden.

Bij de waardering van de operationele activiteiten wordt uitgegaan van een 100% eigen vermogen financiering. De geldstromen worden gediscoteerd tegen de kostenvoet eigen vermogen unlevered (100% EV). De waardering van de taxshield bestaat voor het grootste deel uit het belastingvoordeel op rentebetalingen.

Afhankelijk van het risicoprofiel wordt de disconteringsvoet voor de taxshield bepaald. Door gebruikmaking van de APV is beter inzicht te verkrijgen waar de waarde van de onderneming vandaan komt.

WACC

Na vaststelling van de geldstromen worden deze in de WACC methode gediscoteerd tegen de *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, die uitgaat van de vermogensverhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Zodoende wordt rekening gehouden met de tijds waarde van geld.

De WACC is de gewogen gemiddelde vermogenskosten en wordt verkregen door de optelling van:

- De kostenvoet van het eigen vermogen vermenigvuldigd met de verhouding eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen (beiden marktwaarde), en
- De kostenvoet van het vreemd vermogen vermenigvuldigd met de verhouding vreemd vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen (beiden marktwaarde), waarbij een correctie wordt gemaakt voor de aftrekbaarheid van rente voor de belastingen

FTE

De FTE methode gaat uit van de toekomstige geldstromen, die daadwerkelijk aan de aandeelhouders uitgekeerd kunnen worden. Op de operationele geldstromen wordt de betaalde rente in aftrek genomen, het te genieten belastingvoordeel over deze rente en de mutatie in vreemd vermogen worden opgeteld. Resultaat is de geldstroom die uitgekeerd kan worden aan de aandeelhouders. De geldstromen worden contant gemaakt tegen de kostenvoet van het eigen vermogen levered.

Alle deze waarderingmethoden (APV, WACC en FTE) geven bij gelijke veronderstellingen dezelfde waarde!

TENSLOTTE

Het bepalen van de economische waarde is subjectief, aangezien het toekomstbeeld van de beschouwende partij als leidend beschouwd wordt voor de waardering. Ditzelfde geldt voor de bepaling van de vermogenskostenfout. Feit is echter dat de economische waarde methode rekening houdt met toekomstige ontwikkelingen en het geld genererend vermogen in combinatie met het risicoprofiel en daardoor een gedegen en onderbouwde waardering mogelijk maakt. Het geld moet toch in de toekomst verdiend worden en niet in het verleden.

Indien u zelf graag wilt weten wat de waarde van uw onderneming is of vragen heeft over deze publicatie, dan vernemen wij dat graag. U kunt contact opnemen met:

ESJ Corporate Finance

Jan de Jonge RV

088 – 0 320 600

[\(jan.de.jonge@esj.nl\)](mailto:jan.de.jonge@esj.nl)

www.esjcorporatefinance.nl

Jan de Jonge is Register Valuator (RV) en aangesloten bij het Nederlands Instituut voor Register Valuatoren (NIRV). Het NIRV is de beroepsvereniging voor RV's in Nederland. Een RV is een financieel deskundige die gespecialiseerd is in de bepaling van de waarde van een onderneming. Hoewel het waarderen van bedrijven een relatief nieuw vakgebied is, wordt het steeds vanzelfsprekender om in verschillende situaties een RV in te schakelen. Niet iedereen mag zich RV noemen. Een RV heeft door het volgen van een gespecialiseerde postdoctorale opleiding business valuation de kennis en expertise opgebouwd om een onderneming te waarderen en om de meest complexe waarderingvraagstukken uit te voeren.