

## Mijn bedrijf is 10x de winst waard!

Vrijwel iedere ondernemer heeft in zijn carrière als zelfstandige een soortgelijke uitspraak gedaan of gehoord, zoals in de titel van deze publicatie staat beschreven. In het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) wordt vaak een zogenaamde multiple gehanteerd als het om de waarde van de onderneming gaat.

Uit recent marktonderzoek van de Dutch Corporate Finance Association (DCFA) blijkt dat ondernemers de waarde van hun onderneming te hoog inschatten. Gemiddeld rekenen ondernemers op 8,8 keer de winst. In de praktijk ligt dat niveau een stuk lager. In het genoemde marktonderzoek spreekt men van 4 à 5 keer de winst. Uit ander (Belgisch) onderzoek blijkt de EBITDA (zie verder voor toelichting) multiples (zie verder voor toelichting) te variëren tussen 4.4 (voor deals onder EUR 5 mio) en 5.7 (voor overnames boven EUR 20 mio) (bron: Sequensis – 2014). Wereldwijd geldt een gemiddelde van 6.3 (bron: perda.co.uk – 2014).

Het is dus duidelijk dat multiples variëren. We gaan in dit artikel verder in op het gebruik van multiples.

### Hoe komt men nu tot een multiple?

Binnen vrijwel iedere branche ontstaat of bestaat een multiple, die ‘in de markt’ als gangbaar beschouwd wordt voor de betreffende branche ter benoeming van de waarde van een onderneming. Er wordt gezocht naar vergelijkbare ondernemingen en/of branche-informatie, bijvoorbeeld op basis van industrie classificatiesystemen als Global Industry Classification Standard (GICS van Standard & Poors en MSCI) en Industry Classification Benchmark (ICB). Hierbij hoeft niet alleen aan de winst als grondslag te worden gedacht. Er kunnen verschillende kengetallen cq financiële ratio's als grondslag dienen, zoals:

- Omzet;
- EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization – de operationele winst zonder de afschrijvingen op immateriële en materiële vast activa en zonder intrestlasten);
- EBITA (Earnings Before Interest Taxes and Amortization – de operationele winst na de afschrijvingen op immateriële en materiële vast activa maar zonder intrestlasten en amortisaties);
- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes – de operationele winst inclusief de afschrijvingen maar exclusief rentelasten);
- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes – EBIT minus de belasting);
- Winst (voor of na belasting), maar ook
- Waarde per abonnement, vierkante meter of andere eenheid.

	W&V
Netto omzet	5.000
Inkoopwaarde van de omzet	2.400
<b>Brutomarge</b>	<b>2.600</b>
Bedrijfskosten	1.800
<b>EBITDA</b>	<b>800</b>
Afschrijvingskosten (D)	250
<b>EBITA</b>	<b>550</b>
Amortisatie (A)	50
<b>EBIT</b>	<b>500</b>
Financieel resultaat (I)	-100
<b>EBT</b>	<b>400</b>
Belastingen	-90
<b>Resultaat na belasting</b>	<b>310</b>

De multiples komen uit de markt en worden gevormd door voornamelijk historisch gegevens van transacties in de betreffende branche. De meest geschikte multiples zijn de EBIDTA multiple en de NOPAT multiple, vanwege hun relatieve zuiverheid van het operationele resultaat.

Daarnaast bestaat de keuze om historische en/of toekomstgerichte multiples te gebruiken. Over het algemeen leiden toekomstgerichte multiples tot betere waarderingresultaten dan historische multiples. Voornaamste reden hiervoor is dat verwachte toekomstige geldstromen doorgaans geleidelijk naar een sector gemiddelde tenderen. Daarnaast is de waarde van de onderneming afhankelijk is van toekomstige geldstromen (economische waarde). Hierbij dient aangetekend te worden dat de kwaliteit van de prognoses uiteraard van invloed is.

### **Wat veronderstelt men met het gebruik van een multiple?**

Door gebruik te maken van multiples worden direct enkelen zaken verondersteld :

- De grondslag van de multiple is een juiste weerspiegeling voor de toekomst van de onderneming en is dus houdbaar voor de onderneming (een stabiele situatie). Er wordt geen rekening gehouden met schommelingen in de cijfers voor de toekomst (cyclische ondernemingen) en/of het groeipotentieel bij een beperkt track record (starters/ groeiers);
- De kenmerken van de ondernemingen, waarmee de gemiddelde multiple is gevormd, zijn gelijk aan de kenmerken van de te waarderen onderneming (onder andere het risicoprofiel en de groeipotentie).

Door gebruik te maken van multiples, in het midden en kleinbedrijf, wordt **de waarde van de onderneming** verkregen ('cash-and-debt-free'). Dit behoeft nog enige aanpassing om tot de **aandeelhouderswaarde** te komen. De rentedragende schulden komen in mindering op de

ondernemingswaarde. Daarnaast dient onder andere nog rekening gehouden te worden met zelfstandige vruchtendragers (bijvoorbeeld een pand dat verhuurd wordt aan derden en niet ter beschikking staat van de onderneming), die niet direct aan de exploitatie gekoppeld zijn, en mogelijk overtollige middelen, maar mogelijk ook met minderheidsbelangen van derden, preferente aandelen en/of optiepakketten.

Een multiple geeft een juiste **ondernemingswaarde** als:

1. De gebruikte factor overeenkomt met het risicoprofiel van de onderneming en de betreffende branche;
2. De onderneming een volledig stabiele situatie kent;
3. De basis, die gehanteerd wordt, de vrije kasstroom is (voor de toekomst);
4. Er voor het bepalen van de aandeelhouderswaarde rekening wordt gehouden met (rentedragende) schulden en/of zelfstandige vruchtendragers.

Bovenstaande opsomming impliceert direct dat het gebruik van multiples niet vaak past op de situatie van de te waarden onderneming.

### **Voor- en nadelen van de multiple benadering**

De voordelen zijn:

- Uiteraard zijn ze eenvoudig en snel te gebruiken om een eerste indicatie van de waarde(range) te krijgen. (quick & dirty)
- De vergelijkbaarheid van multiples is eenvoudig. Het geeft daardoor snel inzicht in verschillen tussen vergelijkbare partijen.

De nadelen zijn:

- Houdt geen rekening met de specifieke situatie van de onderneming, zoals bijvoorbeeld afhankelijkheden van het management en/of klanten en leveranciers
- De betrouwbaarheid van de cijfers is cruciaal. Er kan namelijk creatief met omzet en vooral kosten omgegaan worden, of er kan sprake zijn van eenmalige (belasting)effecten. Dit geldt voornamelijk voor winst gerelateerde multiples.
- Er wordt gebruik gemaakt van historische cijfers, die “geen garantie zijn voor de toekomst”. Ofwel, met het toekomst scenario wordt geen/nauwelijks rekening gehouden. Het gebruik maken van op toekomstige informatie gebaseerde multiples leidt eveneens tot minder mogelijkheden om de cijfers te manipuleren;
- De multiple is een gemiddelde uit de markt, die niet is gecorrigeerd voor bijvoorbeeld (enorme) synergetische overnames, cq de uitschieters in de markt (gebruik van bijvoorbeeld de mediaan leidt tot een beter beeld);
- De gebruikte multiple voldoet doorgaans niet volledig aan de (financiële) karakteristieken van de te waarden onderneming (bijvoorbeeld zelfde accounting principes en boekjaar). Het objectief selecteren van vergelijkbare ondernemingen en het juiste gebruik van de multiple met ‘juiste’ kengetallen is van belang voor de bruikbaarheid van multiples.

### **Wat moet men dan gebruiken?**

Aangezien voor het gebruik van de multiple benadering een behoorlijk aantal nadelen te benoemen is, ontstaat de vraag welke waarderingmethodiek dan gebruikt moet worden. Ons antwoord hierop is een waarderingmethodiek gebaseerd op toekomstige geldstromen, waarmee de economische waarde van de onderneming wordt verkregen. Dit kan middels de Discounted Cash Flow methode (DCF). Dit is een waarderingmethode die door vrijwel alle professionele waardeerders wordt gehanteerd. De waarde wordt bepaald vrije geldstromen, groei en risico. De specifieke onderneming wordt beoordeeld op haar onderscheidende vermogen en haar verdien capaciteit. Middels een analyse van het business model en de marktvooruitzichten kan een beeld gevormd worden van de toekomst, waarbij ook rekening gehouden moet worden met het niveau van de toekomstige investeringen. De toekomstige vrije geldstromen van de onderneming worden op deze wijze in beeld gebracht. De vrije geldstroom wordt verkregen door EBIT te verminderen met belasting (NOPLAT). Op NOPLAT worden vervolgens de afschrijvingen (geen uitgaven), investeringen in vaste activa en werkkapitaal (uitgaven) en de mutatie voorzieningen (geen uitgaven) gecorrigeerd. Het resultaat is de vrije geldstroom.

Daarnaast is het van belang wat het risicoprofiel van de onderneming is. Op basis van van het risicoprofiel zal een koper zijn gewenste rendement vaststellen (de disconteringsvoet). Het risico van de onderneming is afhankelijk van de ontwikkelingen binnen het bedrijf en binnen de branche/markt, waarin de onderneming actief is, alsmede de situatie in de gehele markt en economische ontwikkelingen. Verschillende factoren, die een rol spelen voor het risicoprofiel van de onderneming zijn:

#### *Afhankelijkheid van afnemers/klanten*

Als een onderneming simpelweg weinig afnemers heeft of afhankelijk is van een paar zeer grote klanten, dan draagt de onderneming extra risico met zich mee. Het wegvallen van een van de afnemers kan leiden tot behoorlijke gevolgen op de winstgevendheid van de onderneming.

#### *Afhankelijkheid van leveranciers*

Als een onderneming afhankelijk is van een product of dienst dat door slechts een beperkt aantal leveranciers aangeboden wordt, bestaat ook hier een risico. Indien de leverancier stopt met leveren om wat voor reden dan ook, zal de onderneming hiervan direct de gevolgen ervaren voor haar eigen bedrijfsvoering.

#### *Afhankelijkheid van het management en/of key persons*

Indien één of meerdere personen al jarenlang contacten onderhouden met het personeel, afnemers en leveranciers, dan vormen zij een belangrijke schakel binnen de organisatie. Mocht deze persoon wegvallen dan bestaat de reële kans dat de continuïteit van de onderneming daaronder zal leiden. Dit geldt uiteraard ook indien personen wegvallen, die voor de onderneming specifieke kennis/knowhow/ervaring hebben.

### *Track record*

De (financiële) historie van de onderneming vormt een basis in de beoordeling voor wat betreft het toekomstscenario. Ondanks het feit dat in het verleden behaalde resultaten geen garantie zijn voor de toekomst, is een goede financiële basis belangrijk, zodat een trend waargenomen kan worden in de toekomstige geldstromen. Als een onderneming zeer wisselvallige laat zien of er worden gouden berg beloofd terwijl dit niet reëel is, gezien de historie van de onderneming, dan vormt dat een potentieel risico. Daarbij geldt, hoe langer het track record, des te beter het referentiekader.

### *Spreiding activiteiten*

Indien een onderneming haar activiteiten niet voldoende spreidt, treedt er een risico op. Wanneer de betreffende markt in verval raakt, heeft dat directe invloed op de winstgevendheid. Uiteraard kan een bepaalde focus of een specialisme natuurlijk ook positief zijn. Van belang hierbij is de schaalbaarheid van het product en/of de dienst. Indien het product/ de dienst over meerdere markten/ afzetkanalen/ doelgroepen aangeboden kan worden, is het risico vele malen kleiner en heeft het specialisme wellicht een meerwaarde.

### *Toetredingsbarrières*

Een markt met hoge toetredingsbarrières belemmert toetreding tot de markt. Het is voor de 'gevestigde' marktpartijen daardoor mogelijk om de prijzen hoog/hoger te houden, hetgeen bij toetreding van nieuwe partijen leidt tot een verhoogde kans dat marges onder druk komen te staan. Aan de andere kant kan het een kans zijn om een hogere verkoopprijs te realiseren, indien een strategische koper de markt van de onderneming wenst te betreden.

### *Flexibiliteit*

Flexibele ondernemingen zijn in staat snel de productie te verlagen in slechte tijden en op te voeren in een aantrekkende markt. Dit verhoogt de mate waarin een onderneming op marktveranderingen kan reageren. Deze flexibiliteit heeft te maken met de organisatie van de onderneming voor wat betreft onder andere personeelsbestand/-opbouw en de kostenstructuur. Niet flexibele ondernemingen lopen hierdoor meer risico om in een stijgende markt de markt te missen en in een dalende markt verlies te lijden.

### *Illiquiditeit*

Voor MKB onderneming geldt (normaliter) dat de aandelen niet genoteerd staan op een beurs. Het verkopen/ verhandelen van aandelen is daardoor een stuk lastiger dan voor AEX genoteerde aandelen. In de bepaling van de risicofactor wordt deze illiquiditeit als een factor beschouwd.

Als waardeerders gebruiken wij uiteraard nog andere modellen om het risicoprofiel van een onderneming in te schatten.

Uiteraard gelden ook voor de DCF methode voor- en nadelen, zoals eigenlijk voor elke waarderingmethodiek geldt. Echter, door gebruikmaking van DCF wordt een gedegen beeld

van de specifieke situatie van de onderneming geschept op basis van toekomstverwachtingen van de (niet te beïnvloeden) geldstromen en het bijbehorende risicoprofiel van de onderneming.

### **Waarom dan toch ook multiples gebruiken?**

De uiteindelijk berekende economische waarde, vanuit de DCF methode, kan worden vertaald naar een multiple voor de betreffende onderneming. Door gebruik te maken van een multiple wordt de vergelijkbaarheid van ondernemingen eenvoudiger, zoals gesteld. Daarnaast is het voor ondernemers ook duidelijker, indien in termen van multiples gesproken wordt. Het maakt de communicatie en daardoor de onderhandelingen makkelijker. Tenslotte is het terugrekenen naar een multiple uiteraard een goede check ten opzichte van de markt. Indien een uitermate innovatieve onderneming, met het juiste risicoprofiel en een enorm potentieel uiteindelijk op het marktgemiddelde uitkomt, dan zal dat normaliter aanleiding geven om nog eens naar de uitgangspunten van de waardering te kijken.

### **Tenslotte**

Het waarden van de onderneming is op basis van meerdere waarderingmethodieken te doen. Er bestaan echter verschillen tussen de methoden. In dit stuk hebben we een uiteenzetting gegeven van de (eenvoudige) multiple benadering en die gekoppeld aan de (meer complexe) DCF methode. De DCF methode gaat specifiek in op de karakteristieken en situatie van de onderneming zelf, terwijl de multiple gebaseerd is op marktgegevens, die geen betrekking hebben op de onderneming zelf. Met de DCF methode wordt de economische waarde berekend. Hierbij geldt dat alle op economie gebaseerde methoden tot dezelfde uitkomst moeten leiden.

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**                      088 – 0 320 600  
Jan de Jonge RV                              ([jan.de.jonge@esj.nl](mailto:jan.de.jonge@esj.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 waarden 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 waarden en om de meest complexe waarderingvraagstukken uit te voeren.*