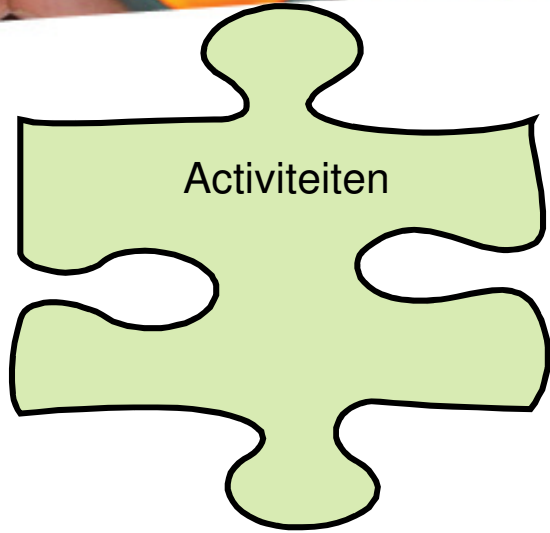




Waardering Ondernemingen

25 oktober 2012

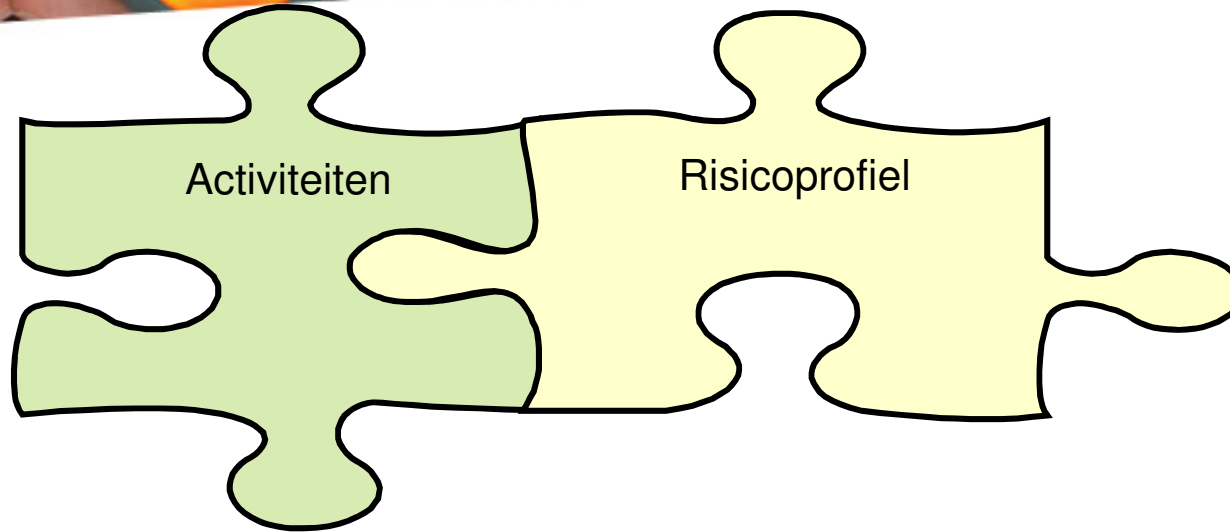
Filip Cobert
Vicky Coesens





Activiteiten

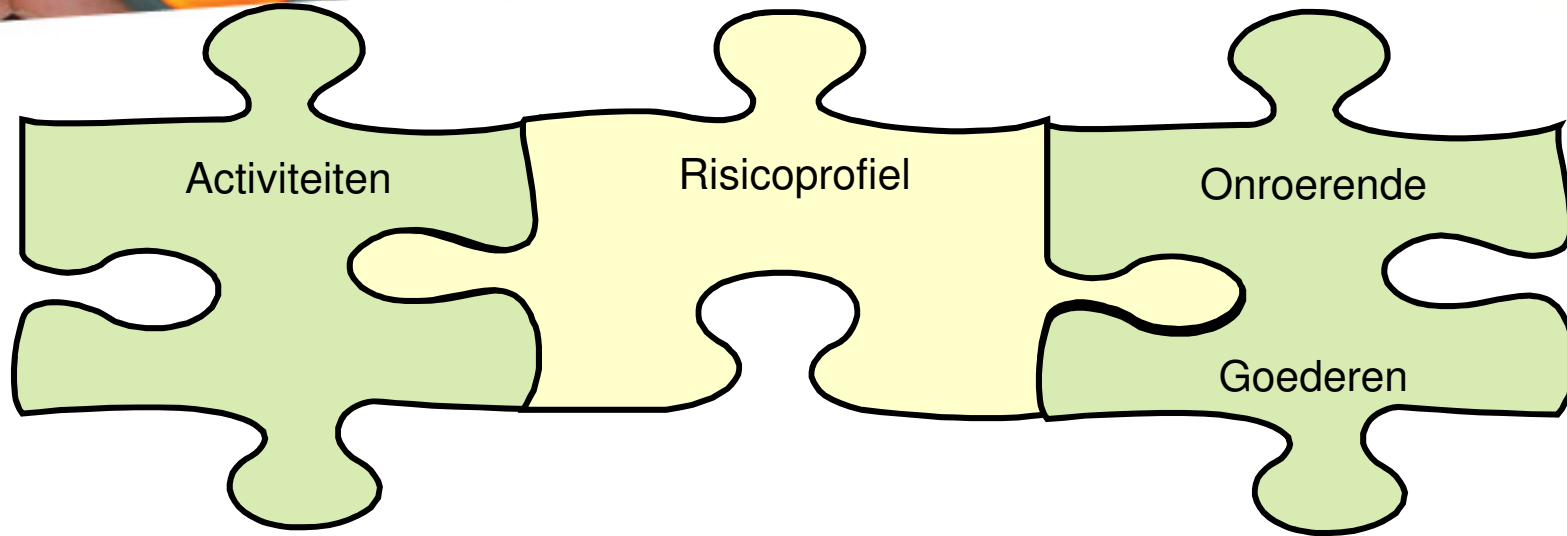
- De activiteit van een onderneming is de basis voor de waardering van een onderneming
- Wat onderscheidt onderneming van gelijkaardige ondernemingen?
 - Product of dienst
 - Know how
 - Unieke marktpositie
 - R&D
 - Patenten, octrooien & licenties
 - Specifieke contracten
 - Gekwalificeerd personeel
 - ...





Risicoprofiel

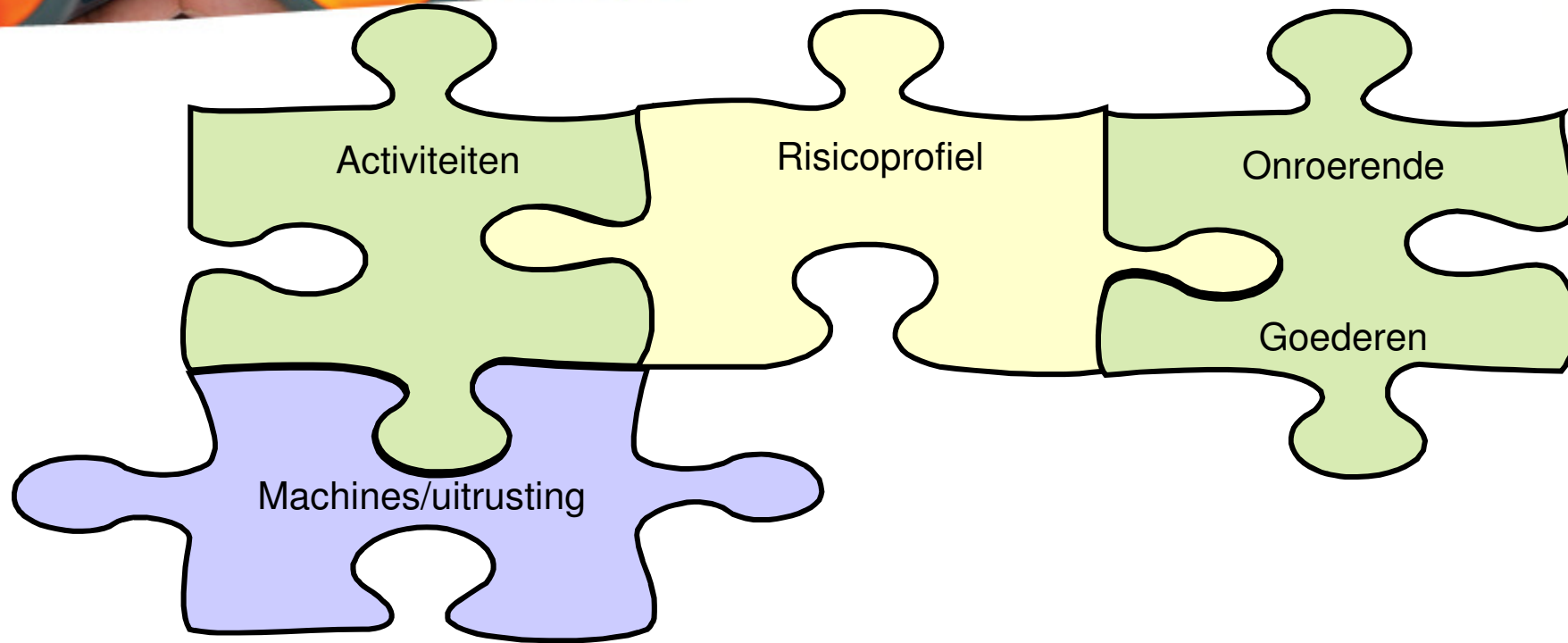
- Marktanalyse: Marktpositie, Sector, toetredingsbarrières...
- Risicospreiding activiteiten
- Toekomstperspectieven
- Administratieve organisatie/Interne controle
- Claims en hangende geschillen
- Grote afhankelijkheid van bepaalde klanten en leveranciers
- Management
- Track record





Onroerende goederen

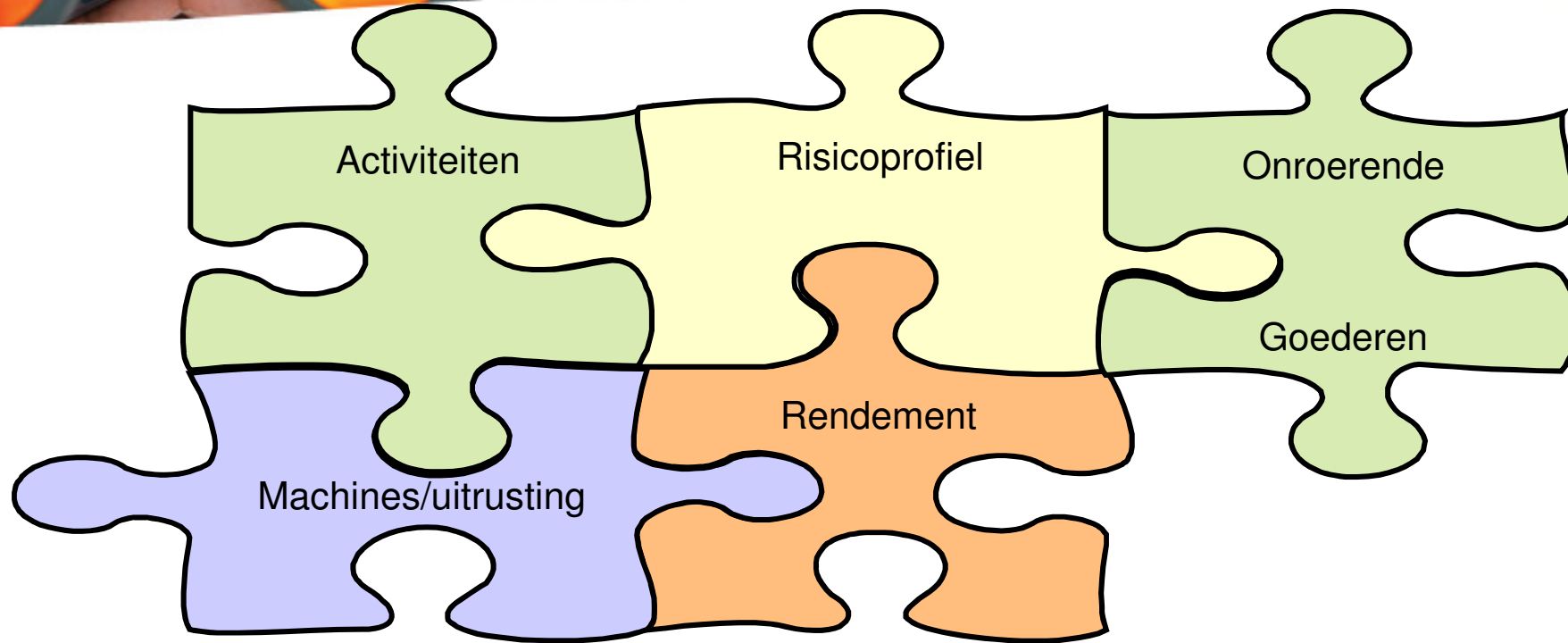
- Reële waarde van onroerende goederen is niet gelijk aan de boekwaarde
- Meerwaarde op onroerende goederen: Belastingeffect?
- Huur/verhuur onroerend goed: voorwaarden contract
- Zakelijke zekerheden: vruchtgebruik, recht van opstal, erfpacht
- Investeringsverplichtingen?





Machines/uitrusting

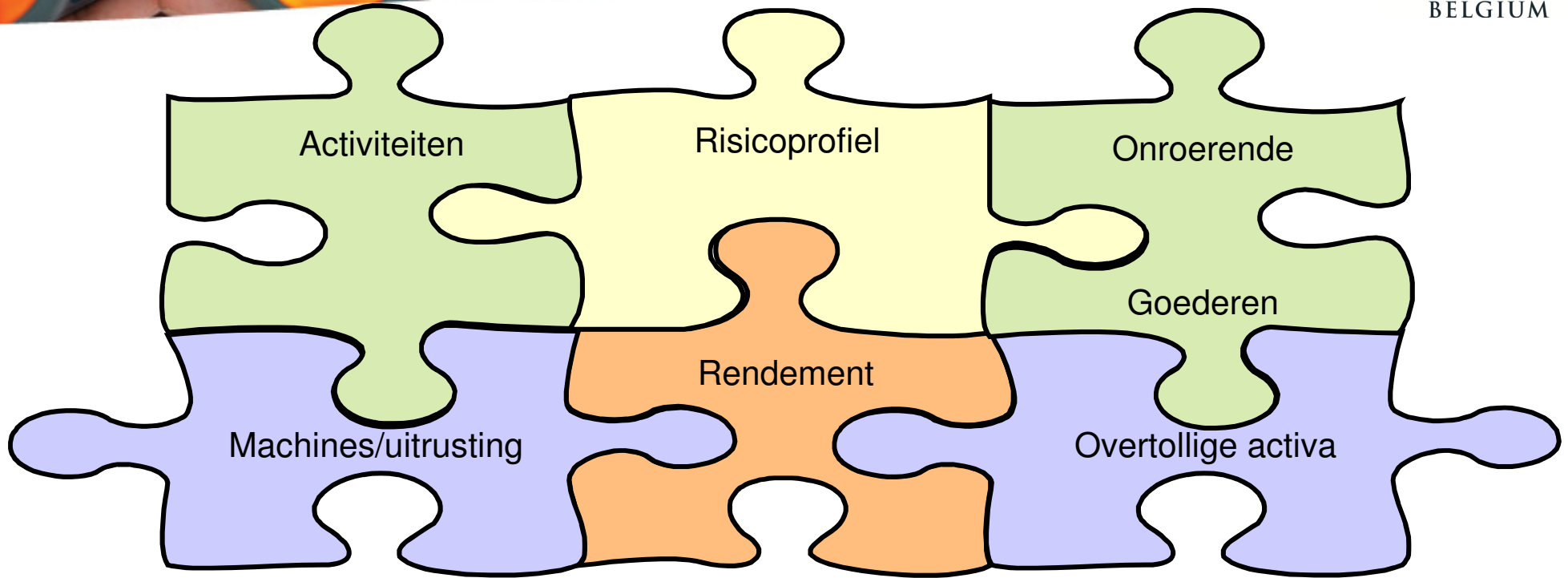
- Wat is de realisatiewaarde/gebruikswaarde van de activa?
Belastingeffect?
- Off balance lease
- Renting
- Wagenpark
- Impact afschrijvingsmethode





Rendement

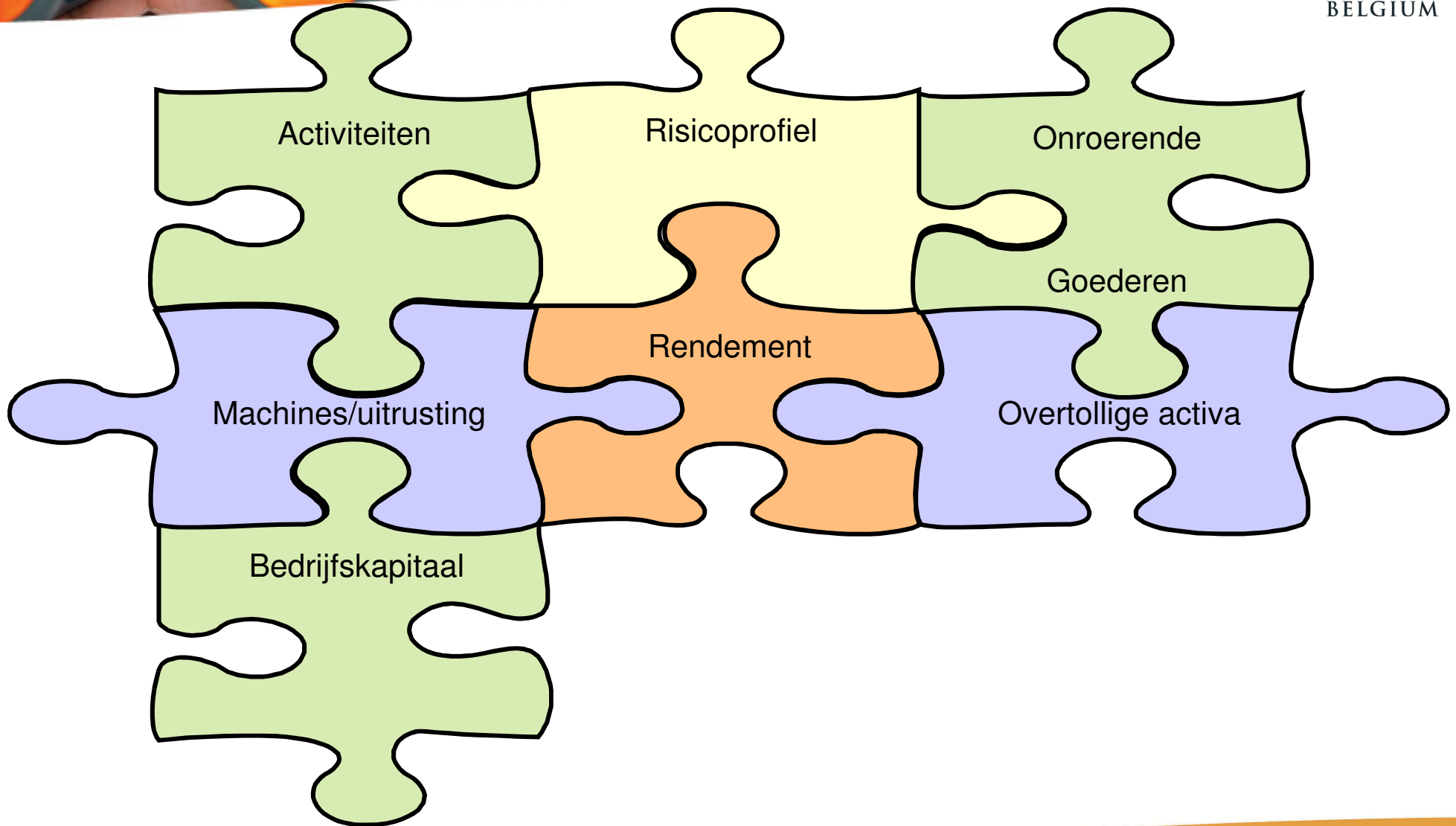
- Historisch rendement en verwacht rendement in de toekomst
- Normalisatie resultaten:
 - Bestuurdersvergoedingen
 - Eenmalige kosten en opbrengsten
 - Intragroepsverrichtingen: Transfer Pricing
 - Intresten op rekeningen courant
 - Huur marktconform
 - Bedrijfskapitaal
 - Overtollige activa
 - Verborgene passiva





Overtollige activa

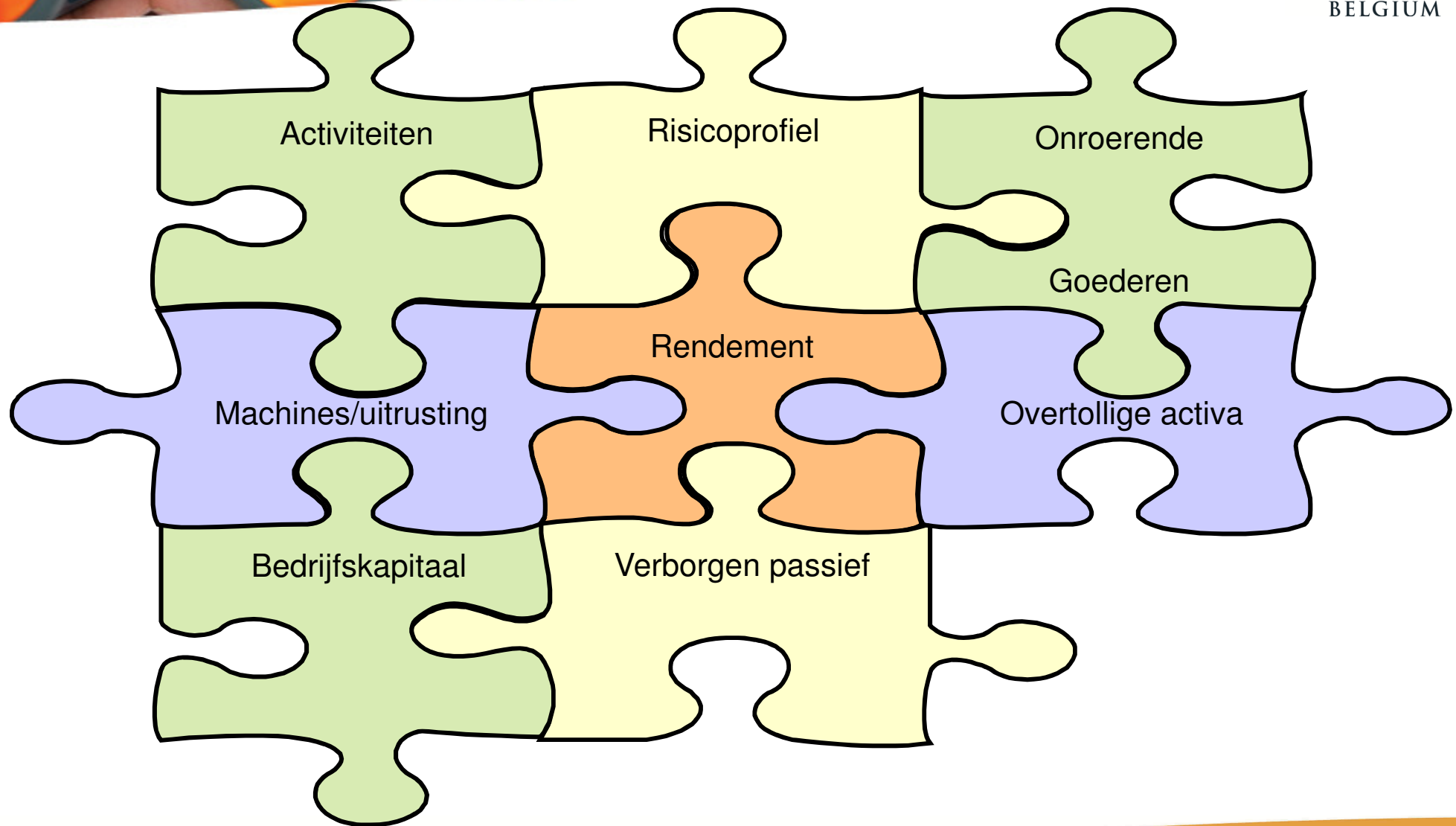
- Cash-excess: effect op rendement/eigen vermogen
- Voorraad-excess
- Overtollige onroerende goederen
- Overtollige machines/uitrusting
- Overtollige vorderingen
- ...





Bedrijfskapitaal

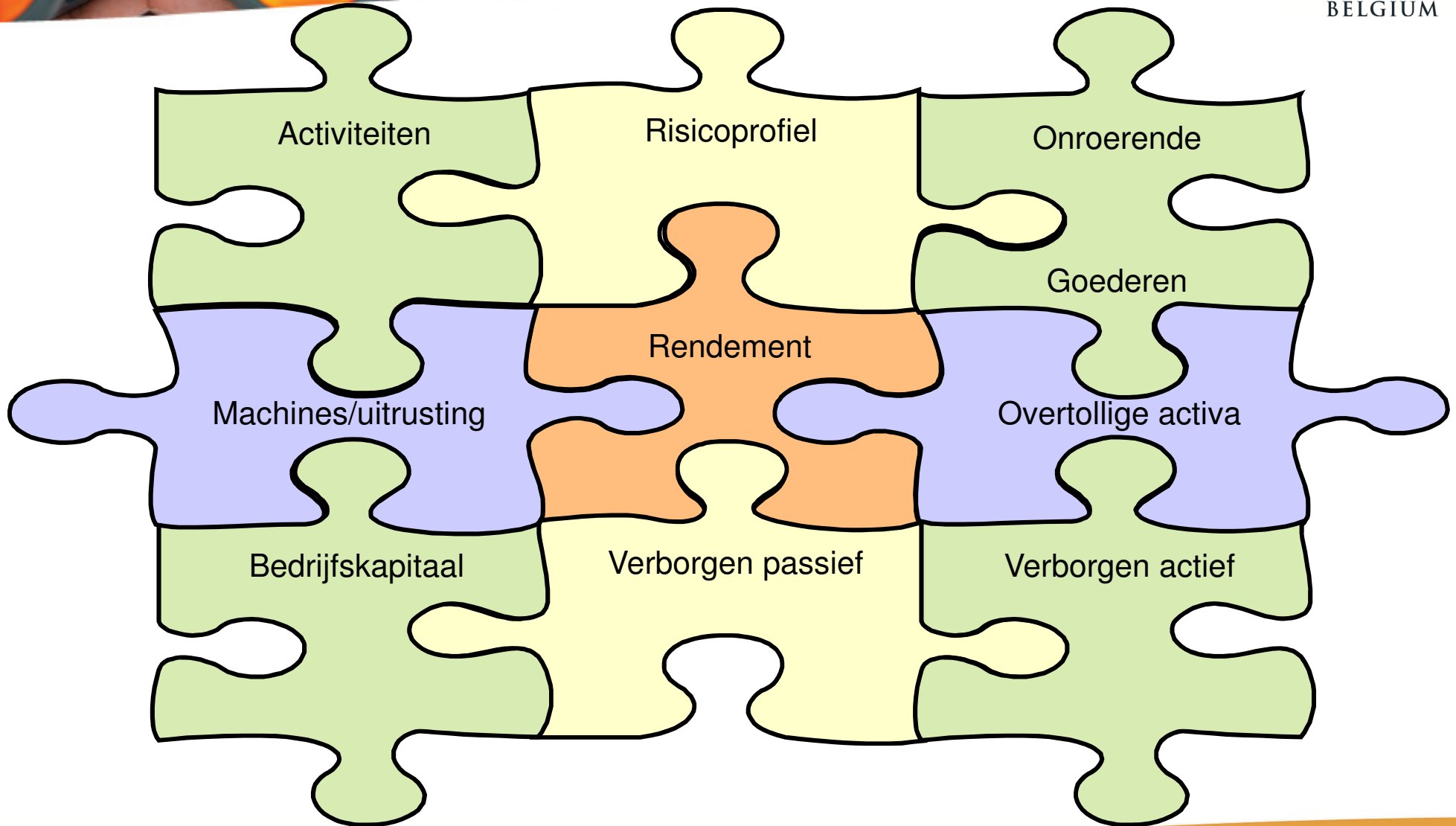
- Overwaardering/Onderwaardering substantie
 - Voorraad
 - Handelsvorderingen
 - ...
- Bedrijfskapitaal op moment waarderingen versus normaal verwacht bedrijfskapitaal





Verborgen passief

- Sociaal passief: waardering meestal vanuit 'going concern' standpunt
- Milieu
- Financiële contracten
- Investeringsverplichtingen
- Belastinglatenties
- Claims/geschillen
- Borgstellingen voor andere (groeps-)ondernemingen





Verborgen actief

- Knowhow
- Resultaten R&D
- Merknaam / Logo / Reputatie
- Goodwill & netwerk
- ...



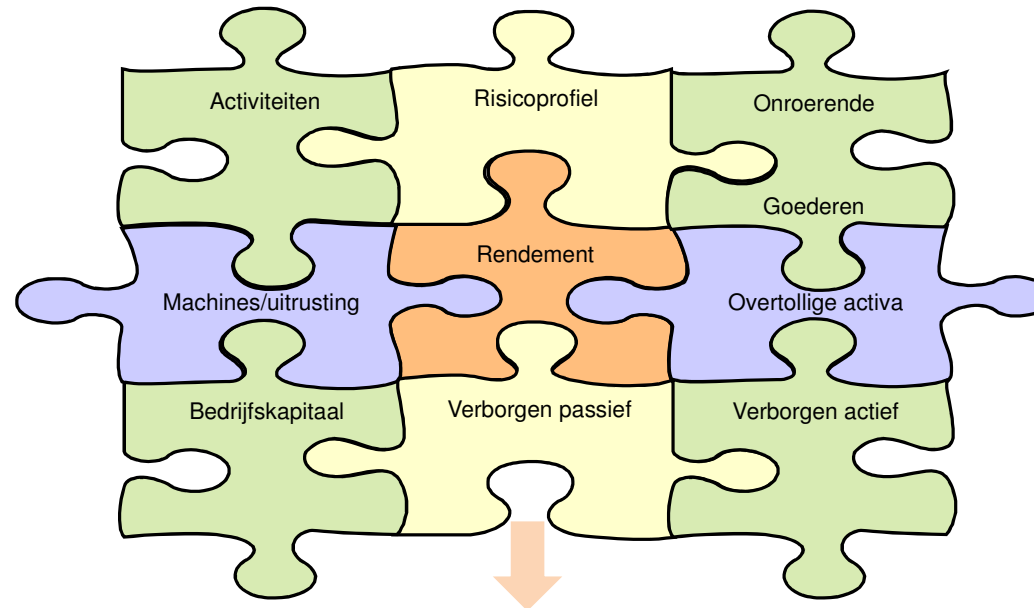
Quotes

“ The estimation of the value of a share in a company whose shares cannot be bought and sold in the open market, and with regard to which there have not been any sales on ordinary terms, is obviously one of difficulty”

- “A business is worth what a willing, well informed buyer will pay to a willing seller”



Bouwstenen voor de waardebeoordeling



geïnvesteed
vermogen
net assets
substantiële
waarde

genormaliseerde
rendementen/
prognoses

verdisconterings-
voeten/multiples



Enterprise value versus shareholders value

- Enterprise value (entity value) of ondernemingswaarde is de gecombineerde marktwaarde voor alle financiële belanghebbenden in een onderneming die de werkingsmiddelen verschaffen die een onderneming aanwendt om er een vergoeding uit te halen
- Shareholders value of aandeelhouderswaarde is de marktwaarde van de onderneming voor de aandeelhouder
- Shareholders value = enterprise value – net debt
- Net debt = de som van alle intrest-dragende schulden min de cash/beleggingen
- Aandachtspunt overtollig actief



Verdisconteringsvoet

- Kost van het eigen vermogen (k_e): vergoedingseis van de aandeelhouder
 - CAPM model: $k_e = R_f + (R_m - R_f) * \text{beta}$
 - Verdiscontering corrigeren met groei (g)?
 - Te verhogen met small cap risk en illiquiditeit
- Gewogen gemiddelde kapitaalkost (WACC) = vergoedingseis voor alle kapitaalverschaffers aan de onderneming (aandeelhouders en vreemd vermogen verschaffers)
 - $Wacc = k_e * \text{weging EV/TV} + k_{vv} (1-t) * \text{weging VV/TV}$
- Verdiscontering van rendementen/kasstroom die toekomen aan aandeelhouders = aan k_e en leveren shareholders value
- Verdiscontering van rendementen/kasstroom die toekomen aan alle kapitaalverschaffers = aan wacc en leveren enterprise value.



Gecorrigeerde substantiële waarde

Eigen vermogen op peildatum, gecorrigeerd met

- Niet uitgedrukte meerwaarden op activa
 - Na belastinglatentie
- Verborgene passiva
 - Na belastinglatentie

Aandachtspunt: overtollig actief



Empirische methodes op basis van vuistregels

- In bepaalde sectoren wettelijk vastgelegd
- Soms toegepast in eenmanszaken, vrije beroepen
- Bronnen: Mesotten, Gids voor Accountants

Niet echt van toepassing bij KMO waardering, enkel als
toetsing

Voorzichtigheid geboden



Multiple methodes

- Afgeleide beursmultiples: P/E, P/CF, EV/EBITDA,
- Bronnen: beursgenoteerde bedrijven/ peergroep!

Voorzichtigheid geboden

Correcte toepassing van de noemer en teller controleren!

Handig als toetsing omwille van de eenvoud



Inkomensgerichte methoden

Diverse methodes die gebaseerd zijn op een gewogen gemiddeld rendement afgeleid uit een analyse van de historische gegevens en die veronderstellen dat deze rendementen en stromen een goed beeld geven van de toekomst.

De methodes zijn diverse varianten van verdiscontering van de weerhouden resultaten.

- Verdiscontering van winsten, dividenden, kasstromen, op oneindig of eindig met varianten: opgelet met onvolledigheid van de formule!
- Methodes gebaseerd op de meeropbrengstcapaciteit: formule van de overwinst of DCF van de meeropbrengst voor bepaling van de goodwill

Aandachtspunten:

- Normalisaties en weging van de resultaten
- Correcte toepassing van verdisconteringsfactor op de weerhouden formule/methode
- Eindresultaat: shareholders value of enterprise value?
- Overtollig actief!



Discounted Cash Flow

- Bij deze methode wordt de waarde van de onderneming bepaald als de contante waarde van alle toekomstige verwachte in - en uitgaande (operationele) kasstromen.
- De methode vergt een gedetailleerd budget voor 3-5 jaar (expliciete periode) en een theoretisch doorgetrokken rendement op basis van het laatste jaar van de expliciete periode (maturiteitsfase). De methode werkt in twee fasen: ten eerste de verdiscontering van de stromen uit de expliciete fase en ten tweede de restwaarde (maturiteitsfase)



Discounted Cash Flow

Twee benaderingen:

- Entity benadering: op basis van FOCF en verdisconteerd aan Wacc: levert enterprise value , te corrigeren met net debt voor shareholders value (meest gebruikte vorm)
- Equity benadering: hierbij worden de kasstromen berekend die toekomen aan de aandeelhouders , verdisconteerd aan K_e en levert shareholders value

Zeer volledige methode die een ernstige inspanning vergt van het management voor het opstellen van een gedetailleerd en realistisch budget.

Aan te raden bij groeibedrijven

Waakzaam zijn voor :

- Correcte toepassing van stromen versus verdisconteringsvoet
- Berekening restwaarde (oneindige groei, extra risico inbouwen?...)



Toepassing van methodes in functie van bedrijfsactiviteit/bedrijfssituatie

- Patrimoniumvennootschappen
- Holdings
- Verlieslatende ondernemingen
- Start up of sterke groeier
- Specifieke sectoren: IT, R&D ...
- In continuïteit of discontinuïteit



Prijs versus waarde

- Waarde is subject – en tijdsgebonden
- Transactieprijs is gevolg van negotiatie
 - Décôtes
 - Premies



Contact

Baker Tilly Belgium
Collegebaan 2d, 9090 Melle
Tel. 09 272 72 10
Fax. 09 272 72 30
www.bakertillybelgium.be

- Filip Cobert
f.cobert@bakertillybelgium.be
- Vicky Coesens
v.coesens@bakertillybelgium.be



BAKER TILLY BELGIUM

accounting - auditing - consulting

Aan de samenstelling van deze presentatie is veel zorg besteed. Baker Tilly Belgium geeft evenwel geen garanties wat volledigheid of geschiktheid voor een bepaald doel van de informatie, de gegevens of publicaties betreft. De informatie op deze presentatie is bedoeld om aan belangstellenden algemene informatie te verstrekken. De informatie is niet bedoeld als advies, noch als een bod of voorstel van contract, evenmin als een bestanddeel daarvan. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor enige directe of indirecte schade als gevolg van of in verband met het gebruik van de informatie.



BAKER TILLY
BELGIUM

accounting - auditing - consulting