

---

# Bedrijfswaarderingsmethoden

## De bepaling van de voorspellingsperioden

Rijssen - 2 oktober 2015 - Robin Hazelhorst

---

**UNIVERSITEIT TWENTE.**

---

## Titelblad

Titel:                   Bedrijfswaarderingmethoden  
                          *De bepaling van de voorspellingsperioden*

Datum:                 2 oktober 2015

Plaats:                Rijssen

Auteur:                Robin Hazelhorst  
                          r.hazelhorst@student.utwente.nl  
                          s0172596

Studie:                Bachelor International Business Administration

1e begeleider:                *Ir. H. Kroon*  
                                  *h.kroon@utwente.nl*  
                                  *0621868368*

2e begeleider:                *Drs. P.C. Schuur*  
                                  *p.c.schuur@utwente.nl*  
                                  *053-4893658*

*Universiteit Twente*  
*Drienerlolaan 5*  
*7522 NB ENSCHEDE*

**UNIVERSITEIT TWENTE.**

---

## Voorwoord

In het kader van mijn studie International Business administration sluit ik met dit rapport mijn bachelor af. In dit rapport staan de resultaten van het onderzoek dat ik in opdracht van Ir. H. Kroon heb mogen doen over zijn visie op de huidige bedrijfswaarderingsmethoden.

Vanuit een oriënterend gesprek met Ir. H. Kroon over verschillende aspecten van het financiële gedeelte van de opleiding International business administration ben ik mij verder gaan verdiepen in een aantal onderwerpen. Met name het stuk van Dapena (2003) over waardering van bedrijven met groeimogelijkheden heeft mij aangespoord om mij verder te gaan richten op het door Henk Kroon gestelde vraagstuk over bedrijfswaarderingsmethoden. Daarnaast heeft dit onderwerp op veel gebieden raakvlak met mijn studie International business administration, wat het interessant maakt om dit onderwerp als afsluitende opdracht te onderzoeken.

In dit onderzoek ben ik begeleid door Ir. Henk Kroon. In de gesprekken die ik met Dhr. Kroon heb gehad, waarin naast het opbouwende commentaar ook veel plaats was voor interessante anekdotes uit de praktijk, heeft Henk Kroon mij zeer veel nuttige informatie bijgebracht over dit onderwerp. Door zijn jarenlange ervaring in het bedrijfsleven kan hij een heel pragmatisch beeld scheppen over de toch veelal theoretisch opgestelde literatuur over het onderwerp van dit rapport. De tussenweg die Henk hierin hanteert is uitermate verhelderend geweest voor het uitwerken van dit rapport. Daarom is het op zijn plaats om Henk Kroon bij deze te bedanken voor de tijd en energie die hij voor mij heeft vrijgemaakt.

Ook wil ik via deze weg Dhr. Marc Westerhof en Dhr. Patrick Bliet bedanken voor de input die zij aan dit onderzoek hebben gegeven. Zeer interessant was het om in de interviews te zien, hoe zij de bestaande theorieën over bedrijfswaarde bepaling als richtlijnen gebruiken in hun dagelijkse werkzaamheden. De interviews hebben voor mijn onderzoek een duidelijk beeld geschept van de werking van deze theorieën en methoden in de praktijk.

*Robin Hazelhorst*

---

## Samenvatting

Dit rapport geeft de resultaten weer van een onderzoek naar aanleiding van een vraagstuk van Henk Kroon, waarin hij met name de te hanteren voorspellingsperiode en restperiode bij de discounted cash flow theorie logisch probeert af te bakenen.

De probleemstelling die hierbij opgesteld is klinkt als volgt:

*“Vaak wordt er bij de theorie van bedrijfswaardering met de discounted cash flow een gemiddelde voorspellingsperiode van 5 jaar genomen, met vervolgens een oneindige levensduur van bedrijven. Kunnen we de lengte van deze voorspellingsperiode en restperiode exacter inschatten zodat we tot een meer valide voorspelling komen?”*

Het doel van dit rapport is het creëren van inzicht voor het afbakenen van voorspellingsperioden bij een berekening van de bedrijfswaarde met de discounted cash flow methode. De discounted cash flow methode wordt gezien als de meest zuivere methode om de waarde van een bedrijf te bepalen. Deze methode maakt een voorspelling van de toekomstige winsten op basis van de winsten uit het verleden. Dat gebeurt op basis van de weighted average cost of capital, waardoor de contante waarde van de winsten wordt berekend.

Op basis van een aantal interviews is er een antwoord gezocht op een zestal deelvragen. Aan de hand van deze deelvragen is er een conclusie gezocht voor de hoofdvraag.

1. Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel ingevuld te kunnen worden, maar juist het berekenen van de juiste waarden van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?

*Veel grote bedrijven hebben de deskundigheid wellicht zelf al in huis om een goed onderbouwde berekening van de bedrijfswaarde te maken, in andere gevallen kiezen bedrijven ervoor om een deskundige van buitenaf in te huren om de berekening te maken, mits het bedrijf genoeg middelen heeft om deze investering te doen.*

2. Heeft deze toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?

*De berekeningen op zich zijn niet zo zeer veranderd door de toegenomen dynamiek. Wel is het lastiger om op basis van het verleden conclusies te trekken voor in de toekomst. De toegenomen conjunctuur maakt het de uiteindelijke uitkomsten van een bedrijfswaarde berekening minder betrouwbaar en daarom is juist ook de beredenering achter deze berekening meer en meer van belang.*

3. Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe veranderd dit de berekening?

*Over de berekening van bedrijfswaarde van startende ondernemingen valt te zeggen dat er een verhoogd risico is bij het voorspellen van de toekomst. Er kan in mindere mate een beroep gedaan worden op het verleden, wat de uitkomsten van een berekening discutabeler maakt.*

4. Wordt er in de praktijk rekening gehouden met verschillende verhoudingen van eigen en vreemd vermogen tussen koper en verkoper, in de berekening van bedrijfswaarde?

*De verschillende verhoudingen in financiering van het kapitaal tussen verkoper en eventuele koper zullen in de berekening van een bedrijfswaarde aan de hand van de*

---

*discounted cash flow geen rol spelen. Wanneer er een berekening gemaakt wordt voor zowel koper en verkoper dan zal er veelal van een gemiddelde verhouding van kapitaal uitgegaan worden.*

5. Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?

*Verschillende culturen kunnen in de praktijk invloed hebben op de berekening van de bedrijfswaarde, er kan gezegd worden dat bij bedrijfsculturen (met uitzondering de Verenigde Staten), die vooral op korte termijn winsten gericht zijn de intrinsieke waarde, rentabiliteitswaarde en de restperiode minder van belang zijn. Bij een berekening wordt veel meer gekeken naar de contant gemaakte winsten uit de voorspellingsperiode van de Discounted Cash flow.*

6. Welke invloed heeft "Harvesting" op de berekening van de DCF van een bedrijf. In het geval van harvesting is het vooral van belang dat deze harvesting herkent wordt door degene die een berekening maakt. In het ergste geval zou de restwaarde van een bedrijf kunnen vervallen. Wanneer harvesting herkent wordt, zal de theoretische berekening van de Discounted cash flow over het algemeen ook hier door het gebruik van normalisatie van de winsten een juiste bedrijfswaarde geven.

In de praktijk wordt de Discounted cash flow methode en de lengte van de voorspellingsperioden over het algemeen volgens theorie toegepast. De normalisatie die in het model verwerkt zit zorgt vrijwel altijd voor een bruikbare uitkomst. Er kan zeker gezegd worden dat op grond van een goede beredenering bij een specifieke bedrijfswaardering een aanpassing gedaan kan worden aan de lengte van de voorspellingsperioden en restperiode. Dit zal echter bij elke bedrijfswaardering verschillend zijn en het zal heel lastig zijn om hierbij een algemene aangepaste theorie te schrijven. De huidige Discounted cash flow theorie is een algemene theorie die toegepast kan worden en er is hierin op basis van dit onderzoek geen algemene aanpassing op de theorie te doen. Wel opent dit onderzoek de deur voor verdere onderzoeken naar een aanpassing van de voorspellingsperioden in specifieke gevallen als bij bijvoorbeeld harvesting of zeer dynamische of jonge bedrijven. Ook zou er dieper onderzoek gedaan kunnen worden naar de verschillen tussen de Angelsaksische cultuur en de Rijnlandse cultuur en of dit invloed zou kunnen hebben op de voorspellingsperioden.

---

# Inhoudsopgave

|   |    |
|---|----|
| 1. Inleiding                                  | 7  |
| 1.2 Probleemstelling                          | 7  |
| 1.3 Doel                                      | 7  |
| 1.4 Onderzoeksvragen                          | 8  |
| 1.4.1 Hoofdvraag                              | 8  |
| 1.4.2 Deelvragen                              | 8  |
| 1.5 Begripsafbakening                         | 9  |
| 1.5.1 Goodwill                                | 9  |
| 1.5.2 Harvesting                              | 9  |
| 1.5.3 Intrinsieke waarde                      | 9  |
| 1.5.4 Rentabiliteitswaarde                    | 10 |
| 1.6 Opbouw rapport                            | 10 |
| 2. Theoretisch kader                          | 11 |
| 2.1 Methoden                                  | 11 |
| 2.1.1 Het Discounted Cash Flow Model          | 11 |
| 2.1.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC) | 12 |
| 2.1.3 Interview                               | 12 |
| 3. Interview                                  | 14 |
| 4. Resultaten                                 | 15 |
| 5. Conclusie                                  | 18 |
| 6. Referenties                                | 20 |
| 6.1 Literatuur                                | 20 |
| 6.2 Interviews                                | 20 |
| 7. Bijlagen                                   | 21 |
| 7.1 Interview                                 | 21 |
| 7.2 uitwerking van interview                  | 23 |
| 7.2.1 Interview met Marc Westerhof            | 23 |
| 7.2.2 Interview met Patrick Blik              | 30 |

---

# 1. Inleiding

In de afgelopen jaren van crisis zijn bedrijfsovernames en fusies een veel besproken onderwerp geweest. Veel bedrijven zijn in de periode van crisis overgenomen of doorgestart door andere ondernemers, die nog wel toekomst zagen in de winstgevendheid van bedrijven. Overnames en veranderingen van grote ondernemingen kwamen vaak op het nieuws voorbij. Denk hierbij aan de fusie Air France - KLM of het faillissement van autobedrijf SAAB. De achterliggende gedachte hierbij is dat geïnteresseerde nieuwe ondernemers de winstgevendheid van een bedrijf wel denken te kunnen voortzetten in de toekomst, waar de huidige eigenaren van de bedrijven in kwestie dat niet meer kunnen. Hoe vervolgens de te betalen prijs voor het overnemen van een onderneming wordt vastgesteld is een zeer ingewikkeld vraagstuk, waarover veel literatuur geschreven is met diverse varianten op bedrijfswaarderingsmethoden.,

Dit rapport geeft de resultaten weer van een onderzoek naar aanleiding van een theorie van Henk Kroon, waarin hij met name de te hanteren voorspellingsperiode en restperiode logisch probeert af te bakenen. Bij het waarderen van bedrijven met de bestaande methoden, waarvan het discounted cash flow model de meest gebruikte is, wordt over het algemeen een voorspellingsperiode van vijf jaar genomen. Dan volgt de restperiode die tot in het oneindige door wordt berekend. In de praktijk is dit onwaarschijnlijk, ten eerste omdat elk bedrijf verschillend is; het is niet voor de hand liggend dat elk bedrijf een voorspellingsperiode van vijf jaar hoort te gebruiken voor een zo exact mogelijke waardering. Ten tweede is het zo dat in de praktijk geen enkel bedrijf tot in het oneindige blijft bestaan; elk bedrijf houdt op een gegeven moment op met bestaan. Een oneindige restperiode in de formule is dan ook onwaarschijnlijk. Met deze opdracht wordt gezocht naar bedrijfsspecifieke onderdelen, waardoor de lengte van voorspellingsperiode en een afbakening van de restperiode nauwkeuriger gedaan kan worden, om met de berekening van het discounted cash flow model tot een zo valide mogelijke benadering van de bedrijfswaarde te komen.

## 1.2 Probleemstelling

Voor het onderzoek is de volgende probleemstelling opgesteld:

*“Vaak wordt er bij de theorie van bedrijfswaardering met de DCF een gemiddelde voorspellingsperiode van 5 jaar genomen, met vervolgens een oneindige levensduur van bedrijven. Kunnen we de lengte van deze voorspellingsperiode en restperiode exacter inschatten zodat we tot een meer valide voorspelling komen?”*

## 1.3 Doel

het doel van het onderzoek kan als volgt opgesteld worden:

*“inzicht creëren voor het afbakenen van voorspellingsperioden bij een berekening van de bedrijfswaarde met de discounted cash flow methode”*

---

## 1.4 Onderzoeksvragen

### 1.4.1 Hoofdvraag

“Kunnen de voorspellingsperioden exacter bepaalt worden, zodat de berekening van de bedrijfswaarde nauwkeuriger wordt.”

### 1.4.2 Deelvragen

De deelvragen die op zijn gesteld om tot een antwoord van de hoofdvraag te komen staan hieronder beschreven.

1. Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel ingevuld te kunnen worden, maar juist het berekenen van de juiste waarden van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?
2. Heeft de toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?
3. Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe veranderd dit de berekening?
4. Wordt er in de praktijk rekening gehouden met verschillende verhoudingen van eigen en vreemd vermogen tussen koper en verkoper, in de berekening van bedrijfswaarde?
5. Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?
6. Welke invloed heeft “harvesting” op de berekening van de DCF van een bedrijf.



---

## 1.5 Begripsafbakening

### 1.5.1 Goodwill

Met het begrip “goodwill” wordt de economische waarde van de opgebouwde reputatie van een bedrijf bedoeld. In hoeverre is de bedrijfswaarde gegroeid als gevolg van opgebouwde relaties. Goodwill kan kort gezegd worden berekend door de activa minus de passiva te berekenen. Het verschil van deze twee resulteert in een positieve of negatieve goodwill. De omvang van de goodwill is vooral van toepassing bij een eventuele overname van een bedrijf.

### 1.5.2 Harvesting

Met “harvesting” in het bedrijfsleven wordt het uitmelken van een project of van een bedrijf bedoeld. Er kan voor een harvest strategie worden gekozen, wanneer nieuwe uitgaven voor een project duurder zijn als de inkomsten van dit project. Het is onwaarschijnlijk dat er in de toekomst nog groei zit in dit project naarmate er meer geïnvesteerd wordt. Dit project wordt dan omschreven als een “cash cow”. Bij harvesting van een bedrijf wordt de maximale winst uit een bedrijf gehaald, zonder daarbij te denken aan de toekomst van een bedrijf. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren wanneer al van tevoren bekend is dat een bedrijf verkocht gaat worden. De huidige eigenaar van het bedrijf doet geen nieuwe investeringen en haalt zoveel mogelijk winst uit zijn bedrijf. Het gevolg hiervan is dat een eventuele kandidaat voor overname ten eerste hogere winsten uit cijfers van de afgelopen jaren ziet. Daarnaast zal de nieuwe eigenaar voor onverwachte kosten komen te staan om het bedrijf weer winstgevend te maken.

### 1.5.3 Intrinsieke waarde

In de opdracht komt een aantal keren de term “intrinsieke waarde” naar voren. Ook omdat de intrinsieke waarde een belangrijke factor is met betrekking op de berekening van de bedrijfswaarde volgens de methode van Ir. H. Kroon, is een verdere uitleg van dit begrip zeker op zijn plaats. Met de intrinsieke waarde van een bedrijf bedoelen we alle bezittingen, alle activa, eigen kapitaal en alle reserves van de onderneming die contant worden gemaakt en dan bij elkaar worden opgeteld. Van dit totale eigen vermogen wordt dus de boekwaarde op dit moment berekend. Wanneer deze totale waarde bekend is, worden de totale schulden hier van afgehaald, oftewel de totale waarde van de schulden op dit moment. Er wordt gekeken naar wat op dit moment voor alle schulden betaald zou moeten worden. De uitkomst hiervan noemen we de intrinsieke waarde van een bedrijf. Met andere woorden, met de intrinsieke waarde wordt de actuele werkelijke waarde van een bedrijf berekend, zonder dat er naar winst uit het verleden of mogelijke winst in de toekomst wordt gekeken.

---

### 1.5.4 Rentabiliteitswaarde

Ook het begrip “rentabiliteitswaarde” komt meerdere malen aan bod in deze opdracht. Ook uit de interviews is naar voren gekomen dat de rentabiliteitswaarde in de praktijk ook vaak gebruikt wordt. De rentabiliteitswaarde is eigenlijk een berekening van de toekomstige netto winst op basis van winsten uit het verleden, waarbij de meest recente winst veel invloed heeft. Met netto winst wordt de winst bedoeld na aftrek van belasting en het rentepercentage van het vreemd vermogen. Op basis van deze uitkomst wordt er bepaald in hoeverre een bedrijf in de toekomst mogelijk winstgevend is. Bij een eventuele overname van een bedrijf wordt de rentabiliteitswaarde vergeleken met de rentabiliteitseis van de eventuele koper. Is de berekende rentabiliteitswaarde hoger dan de rentabiliteitseis, dan is het voor de eventuele koper in theorie interessant om het bedrijf over te nemen. Deze vereenvoudigde vorm van de werkelijkheid is slechts een indicatie voor een eventuele overname van een bedrijf en de uitkomst kan in werkelijkheid door verschillende factoren erg afwijken. Ook is de hoogte van de meest recente winst er bepalend voor de berekening, waardoor de rentabiliteitswaarde niet altijd een goed beeld van de werkelijkheid geeft (M. Westerhof, 2015).

### 1.6 Opbouw rapport

In het eerste hoofdstuk wordt na de inleiding, de hoofdvraag en deelvragen besproken, ook worden een aantal begrippen uitgelegd die zijn gebruikt in het rapport, waarna de opbouw van het rapport besproken en toegelicht wordt. Vervolgens wordt er in het tweede hoofdstuk eerst aandacht gegeven aan een aantal theorieën die bij dit onderzoek van belang zijn. De theorieën die hier behandeld worden zijn: het discounted cash flow model, de Weighted average cost of capital en ook wordt de interview methode behandeld. In het derde hoofdstuk worden de resultaten uit de interviews behandeld, waarna in het vierde hoofdstuk de conclusies en aanbevelingen uit het onderzoek worden bevat. Vervolgens wordt de literatuurlijst weergegeven en tot slot zijn het gebruikte interview en de uitgewerkte verslagen van de interviews in de bijlagen van dit rapport te vinden.

---

## 2. Theoretisch kader

### 2.1 Methoden

In dit hoofdstuk worden als eerste de meest relevante waarderingsmodellen voor dit onderzoek toegelicht. vervolgens zijn er voor dit onderzoek zijn een aantal interviews gedaan. De interview methode wordt in dit theoretisch kader ook verder toegelicht. Als laatst worden er een aantal belangrijke begrippen toegelicht, die van belang zijn in dit onderzoek.

#### 2.1.1 Het Discounted Cash Flow Model

Het meest gebruikte model op het gebied van bedrijfswaarderingsmethoden is het Discounted Cash Flow Model (DCF) (Emhjellen & Alaouze, 2003). Door middel van het DCF kan de waarde van investeringen, activa en projecten bepaald worden. Ook in geval van bedrijfsovernames wordt de DCF beschouwt als het meest zuivere model om waarde van bedrijven te bepalen (Berry & Jarvis, 2006). Andere methoden die ook gebruikt worden in de bedrijfswaardering zijn het "residual income model" (RI) en "Discounted dividend model" (Jennergren, 2008). Vele andere methoden die gebruikt worden om bedrijfswaarde te bepalen zijn vooral in het geval van bedrijfsovernames minder relevant, omdat juist het DCF model zich richt op de toekomstige kasstromen van een bedrijf en vele andere methoden niet (Hongjiu, 2008). De toekomstige kasstromen zijn in de eerste plaats vaak ook de reden dat een bedrijf overgenomen wordt. Een precieze voorspelling van de toekomst is onmogelijk, maar door het DCF model wordt een zo nauwkeurig mogelijk beeld geschetst van de toekomstige waarde van het bedrijf. (Copeland, 2000) Om deze reden wordt in deze opdracht dan ook voornamelijk gewerkt met het Discounted Cash Flow model.

Bij het DCF model gaat het om de toekomstige vrije kasstromen van een bedrijf, hierbij wordt de toekomst opgedeeld in de voorspellingsperiode en restperiode. Over het algemeen wordt er een voorspellingsperiode van vijf jaar genomen. De restperiode kan in tot oneindigheid door lopen (Damodaran, 2002). Over deze oneindigheid van een dergelijke berekening bestaat al langere tijd discussie, maar een perfecte theorie over dit onderwerp bestaat er niet (Penman, 1998).

Voor deze meerjarige toekomstbegroting is de hulp van deskundige mensen vereist, juist omdat de uitkomst van deze waarden zeer bepalend zijn voor een bedrijfswaardering aan de hand van het DCF model. Wanneer de toekomstige vrije kasstromen van de voorspellingsperiode en restperiode bekend zijn, is de volgende stap het contant maken van deze kasstromen. Dit gebeurt door middel van een kostenvoet voor het vermogen dat geïnvesteerd wordt door het bedrijf. Dit contant maken gebeurt door middel van de Weighted Average Cost of Capital (WACC). Een nauwkeurige bepaling van de disconteringsvoet hangt van diverse aspecten van een bedrijf af. De WACC wordt later toegelicht. De uitkomst van deze berekening geeft ons de netto contante waarde of "Netto present value" (NPV) van een bedrijf. De netto contante waarden van de kasstromen bij elkaar opgeteld, plus de marktwaarde van de vaste activa, minus de marktwaarde van de schulden geeft ons vervolgens de marktwaarde van het eigen vermogen.

---

## 2.1.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

De Weighted Average Cost Of Capital (WACC) is een nauwkeurige berekening van de cost of capital van een bedrijf, waarbij elke categorie van "capital" met een eigen wegingsfactor wordt berekend. Het kapitaal van een bedrijf bestaat in de meeste gevallen uit eigen vermogen en vreemd vermogen. met de WACC formule wordt een berekening gedaan van de kosten van dit kapitaal, waarbij rekening wordt gehouden met de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. De kosten voor vreemd vermogen zijn in de meeste gevallen makkelijker te berekenen dan de kosten voor het eigen vermogen.

De formule die gebruikt wordt voor het berekenen van WACC ziet er als volgt uit

$$WACC = (EV/TV * KEV) + (VV/TV * (KVV * (1 - B)))$$

waarbij:      KEV: kostenvoet voor eigen vermogen  
                  KVV: kostenvoet voor vreemd vermogen  
                  EV:   eigen vermogen  
                  VV:   vreemd vermogen  
                  B =   belasting

Wanneer alle variabelen bekend zijn, is de formule snel te berekenen. Zoals al eerder benoemd is juist het bepalen van deze variabelen een zeer specifieke en deskundige bezigheid. Het bepalen van deze variabelen zijn van groot belang voor de uitkomst van de WACC en daarmee de totale berekening volgens het DCF model.

## 2.1.3 Interview

Omdat bij dit onderzoek voor het uitvoeren van een aantal interviews is gekozen, wordt de interview methode hier uitgelegd. De definitie van een interview wordt door Babbie (2007) als volgt gegeven:

“Een verzameling van gegevens, waarbij een persoon (de interviewer) vragen stelt aan een ander (een respondent). Gesprekken kunnen face-to-face of telefonisch worden uitgevoerd (Babbie, 2007).

Bij een interview wordt één persoon of meerdere personen door de interviewer ondervraagd, met als doel: Het verkrijgen van informatie over het onderwerp van het onderzoek. Het gaat in de meeste gevallen om zeer kwalitatieve informatie over ervaringen en/of deskundigheid van de ondervraagde. Vaak wordt een interview afgenomen door middel van een individueel gesprek. Er kan voor gekozen worden om een interview op te nemen, zodat bij de uitwerking van het interview zo weinig mogelijk informatie verloren gaat. Belangrijk bij de uitwerking van het interview is dan ook dat de antwoorden zo exact mogelijk verwerkt moeten worden, dit betekent dat er geen samenvatting, omschrijving of verbetering van foutieve spelling gemaakt mag worden (Babbie, 2007).

Een interview kan op verschillende manieren uitgevoerd worden. De interviewer kan er bijvoorbeeld voor kiezen om een gesprek in te gaan met slechts een aantal onderwerpen

---

die hij of zij behandeld wil hebben. In dat geval ontstaat er een heel open gesprek waarbij de ondervraagde veel vrijheid heeft in het beantwoorden van de vragen. Ook kan er voor gekozen worden om van tevoren een aantal vragen op te stellen en deze te behandelen in het interview. Op die manier ontstaat er een meer gestructureerd interview. In het uiterste geval wordt een zeer gestructureerde vragenlijst opgesteld, waar niet van afgeweken wordt tijdens het interview.

Het grootste voordeel van een interview is het verkrijgen van veel kwalitatieve data. Dit is in de eerste plaats al een reden om voor het interview als onderzoeksmethode te kiezen, maar ook omdat tijdens een interview de interviewer dieper door kan vragen over mogelijk interessante antwoorden, waar de interviewer van tevoren niet op gerekend had. Dit zorgt voor meer diepgang in de data en kan tot nieuwe inzichten leiden voor het onderzoek. Daarnaast bestaat er de mogelijkheid voor de interviewer om zijn vragen toe te lichten, wanneer de vraag voor de ondervraagde niet helemaal duidelijk is. Op deze manier kan vermeden worden dat er antwoorden worden gegeven die onbruikbaar zijn. Een derde voordeel van het interview is dat de interviewer een beeld heeft van de emoties en de gelaatsuitdrukkingen van de ondervraagde. Hierdoor krijgt de interviewer een completer beeld van de antwoorden die hij van zijn ondervraagde ontvangt.

Er zitten toch ook een aantal nadelen aan het uitvoeren van interviews als bron voor het onderzoek. Ten eerste kan de tijd die het afnemen van interviews in beslag neemt worden gezien als een nadeel. Doordat een interview erg veel tijd kost ten opzichte van bijvoorbeeld enquêtes of online vragenlijsten, zal het aantal interviews wat voor een onderzoek gebruikt wordt altijd een stuk lager zijn als wanneer er voor de enquête of online vragenlijsten gekozen wordt. Daarnaast zal, in grotere mate bij een meer open interview, maar ook bij een gestructureerd interview altijd een verschil in interpretatie blijven bestaan. De ondervraagde beantwoordt de vraag vanuit zijn eigen visie en zal niet in alle onduidelijke gevallen de interviewer vragen om verdere uitleg.

Een ander nadeel van het interview als onderzoeksmethode is het leerelement. De interviewer zal, naarmate hij of zij meer interviews afneemt, na gaan denken over bepaalde vragen of over bepaalde manieren van de vraagstelling en kan er in een volgend interview voor kiezen om de vraag anders te stellen of een andere toelichting bij de vraag te geven. Dit zou kunnen leiden tot andere antwoorden in een interview, als gevolg van een andere vraagstelling. Hierdoor zou de uitkomst van een interview anders kunnen zijn en daardoor zouden andere conclusies in het onderzoek getrokken kunnen worden.

Omdat er voor dit onderzoek vrijwel alleen kwalitatieve informatie vereist is, is er gekozen voor onderzoek in de vorm van een interview. Daarbij is er nagedacht over de vorm van het te houden interview. Er is gekozen voor een “half gestructureerd” interview, waarbij de vragen wel van tevoren in grote lijnen opgesteld had, maar in het interview kan de volgorde van de vragen zijn vrije loop leiden door wat de ondervraagde te vertellen heeft. Op deze manier wordt het gesprek met de ondervraagde op een natuurlijke wijze op gang gehouden, waardoor er meer bruikbare informatie vrij komt. Daarnaast kunnen de van tevoren opgestelde vragen gebruikt worden om dicht bij het onderwerp van het algehele onderzoek te blijven. Dit heeft ook tot gevolg dat de informatie die tijdens het interview wordt gegeven ook bruikbaar is bij de verwerking van het onderzoek.

---

## 3. Interview

Voor dit rapport is aan de hand van interviews informatie verzameld. De opstelling van het interview is te vinden in de bijlagen onder hoofdstuk 7.1; de uitgewerkte interviews zijn te vinden in de bijlagen onder hoofdstuk 7.2.

---

## 4. Resultaten

In dit onderdeel van de opdracht worden de uitkomsten van de interviews behandeld. Alle antwoorden op de verschillende vragen uit de interviews worden hier geanalyseerd en daaruit wordt het praktisch nut voor dit onderzoek op gebaseerd. Omdat de deelvragen van dit onderzoek voor een groot deel overeen komen met de vragen die in de interviews aan bod zijn gekomen wordt er in dit hoofdstuk een antwoord per deelvraag gegeven en vervolgens wordt gekeken hoe deze antwoorden in de context van het onderzoek geplaatst kunnen worden.

De deelvragen die aan bod is gekomen tijdens de interviews is:

***Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel in te vullen, maar juist het berekenen van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?***

Marc Westerhof (2015) verteld in zijn uitleg op deze vraag dat het in de praktijk vaak voorkomt dat bedrijven, vooral in de MKB sector waarin hij zelf werkzaam is, dat bedrijven zelf niet de deskundigheid in huis hebben om een nauwkeurige bedrijfsspecifieke waardering te kunnen doen, maar aan de andere kant geeft een dergelijk bedrijf niet snel veel geld uit om een bedrijfsadviseur het bedrijf in te halen. Wanneer bij eventuele verkoop van een bedrijf een bedrijfswaarde wordt berekend, dan is er nooit een absolute uitkomst. Er wordt een middenweg van een aantal verschillende berekeningen van de DCF en de WACC gekozen. Nadat met een aantal verschillende variabelen de berekening van DCF en WACC is gemaakt, wordt er door middel van beredenering gekozen voor een bepaalde bedrijfswaarde, waar zowel de kopende als verkopende partij wat mee kan. Vooral bij het maken van deze keuze is deskundigheid en ervaring vereist.

***Heeft deze toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?***

Uit het interview met Marc Westerhof (2015), kunnen we opmaken dat de toename van de dynamiek van de markt van de afgelopen 15 jaar door de komst van nieuwe technologieën niet echt invloed heeft gehad op de manier van het uitrekenen van een bedrijfswaarde, maar zeker wel op de invloed van deze berekeningen bij het overnemen van een bedrijf. Soms is het echter wel noodzakelijk om een kortere voorspellingsperiode aan te nemen bij de berekening van een bedrijfswaarde. Als we kijken naar bijvoorbeeld startups met een technologie, dan wordt deze technologie vaak in een vroeg stadium overgenomen door een groot bedrijf, waarbij het gevraagde aankoopbedrag voor de startup voor de koper niet heel belangrijk is, omdat het bedrijf vaak wordt overgenomen om de technologie in huis te hebben, maar er geen duidelijke richtlijnen zijn over de te behalen winst met het nieuwe bedrijfsonderdeel. Een volledige berekening van de DCF en de WACC zegt in zo'n geval ook veel minder over de toekomst, omdat de conjunctuur van zo'n bedrijf enorm kan verschillen (P. Bliet, 2015). Daarnaast zal de intrinsieke waarde van een jonge onderneming niet hoog zijn en daarbij zou een berekening met de DCF methode ook niet altijd een goed beeld geven, omdat een groot deel van de winst bij zulke bedrijven als investering gebruikt zal worden, waardoor de DCF dus lager wordt. Een goede indicatie voor de toekomst is door de toenemende dynamiek dus lastiger te geven.

---

Hoe dynamischer de markt is waarin een bedrijf opereert, hoe gevaarlijker het is om conclusies te trekken voor de toekomst. Wanneer er gekeken zou worden naar de theorie waarbij met een restperiode van maximaal vijf jaar, plus nog een maal de contante waarde van de intrinsieke waarde van het bedrijf wordt genomen, dan zou dit in theorie wel kunnen kloppen, maar praktisch gezien is het lastiger te concluderen. Deze berekening geeft overigens bij bedrijven met een stabiele winst wel een goed beeld van de bedrijfswaarde. Wanneer er een berekening voor een groter dynamisch bedrijf gedaan zou moeten worden, dan zou er zeker aansluiting gezocht kunnen worden bij de “expected growth rate per aandeel”. Er kan in sommige gevallen gekozen worden voor een kortere voorspellingsperiode, maar dan moet vooral de redenering achter deze keuze goed zijn. Deze aannames zijn heel bedrijfsspecifiek. De bestaande DCF theorie geeft daarin algemene richtlijnen. Patrick Bliet (2015) zegt in het interview dat de toenemende dynamiek van de markt wel heeft geleid tot meer onderzoek naar de bedrijfswaarderingsmethodes in de afgelopen jaren.

***Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe veranderd dit de berekening?***

Dit is een verlengd vraagstuk van deelvraag twee. Uit het interview met Marc Westerhof (2015) kan geconcludeerd worden dat de methode van berekening niet zo zeer veranderd zal worden. Ook bij startende ondernemingen werkt hij met de methode waarbij met verschillende uitkomsten van de DCF gerekend wordt en wat vaak op een middenweg van stijgende lijnen uit zal komen. Waar wel een verschil in zit, is dat bij startende ondernemingen veel meer richting de toekomst moet worden gekeken als bij bedrijven met een stabiele cash flow. Toekomst betekend onzekerheid. Onzekerheid betekend een stijging van de berekeningen van de WACC, waardoor een lagere uitkomst van je DCF ontstaat en dus een lagere bedrijfswaardering.

***Wordt er in de praktijk rekening gehouden met verschillende verhoudingen van eigen en vreemd vermogen tussen koper en verkoper, in de berekening van bedrijfswaarde?***

Uit de antwoorden van het interview met Marc Westerhof (2015) kan opgemaakt worden dat er voor elke specifieke tak van ondernemen wel een gemiddelde verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen aanwezig is. Met deze gemiddelde verhoudingen wordt dan meestal ook de DCF en de WACC berekend. Over het algemeen zal dit rond de 25%-75% liggen, bij erg kapitaal intensieve ondernemingen zou gerekend kunnen worden met 35%-65%. Doordat deze gemiddelden meestal genomen worden zal de WACC bij een berekening altijd tussen de 6,5 en 9 uit komen. Hoe een eventuele koper dan aan zijn geld komt wordt bij de berekening verder geen aandacht geschonken. Ook Patrick Bliet (2015) zegt hierover dat er bij de berekening in principe geen rekening wordt gehouden met deze verschillen. Hoe de overname gefinancierd wordt, dat is aan de kopende partij en de verschillen die ontstaan in de verschillende berekeningen zullen in de onderhandelingen tussen koper en verkoper overbrugbaar gemaakt zien te worden.



---

***Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?***

In Angelsaksische culturen en vooral in de Verenigde Staten gaat het in het bedrijfsleven vooral om cash flow op korte termijn. De intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde van een onderneming zijn in deze culturen dan ook weinig of niet belangrijk. Het gaat puur om de cash flow op korte termijn. Als het dan aankomt op de berekening van de bedrijfswaarde, dan wordt er ook alleen maar naar de uitkomsten van de DCF gekeken. De restperiode in zo'n berekening is dan ook niet belangrijk, want het gaat hier vaak op perioden van drie tot zes jaar waarin een bedrijf weer doorverkocht wordt. Er kan geconcludeerd worden dat theoretisch gezien een berekening van de bedrijfswaardering niet erg zal verschillen tussen een Angelsaksisch bedrijf en een bedrijf binnen de Rijnlandse cultuur, in de praktijk zal er anders gekeken worden naar de waarde van een bedrijf. (M. Westerhof, 2015)

***Welke invloed heeft “harvesting” op de berekening van de DCF van een bedrijf.***

Het is in de praktijk de kunst om voor overname van een bedrijf de mate van harvesting te kunnen vaststellen. Het komt wel vaak voor dat een aantal jaren voordat een bedrijf verkocht wordt, de investeringen terug lopen, maar een erge vorm van harvesting heeft Marc zelf nog niet meegemaakt (M. Westerhof, 2015). In het ergste geval van harvesting zou je kunnen stellen dat de restwaarde van een bedrijf zal komen te vervallen in je berekening. Ook Patrick Bliet (2015) stelt bij deze vraag dat het vooral gaat om het herkennen van harvesting bij een berekening. Korte termijn winsten, zullen dan in theorie ten koste gaan van de lange termijn winsten.

---

## 5. Conclusie

Aan de hand van het onderzoek wordt er in deze conclusie gekeken naar een antwoord op de hoofdvraag en deelvragen. Aan het begin van dit rapport luidde de hoofdvraag als volgt.

*“Kunnen de voorspellingsperioden exacter bepaald worden, zodat de berekening van de bedrijfswaarde nauwkeuriger wordt.”*

Het antwoord op deze hoofdvraag wordt onderbouwt door de conclusies die getrokken kunnen worden uit de verkregen antwoorden op de deelvragen. In dit hoofdstuk zullen eerst de conclusies uit de deelvragen behandeld worden, en vervolgens wordt de conclusie over de hoofdvraag uitgewerkt.

Na de uitvoerige behandeling van de theorie, waarop dit onderzoek gebaseerd is, is na de afwerking van de interviews allereerst duidelijk naar voren gekomen dat er een werkelijk verschil zit in de theorie en de praktische uitwerkingen daarvan. Dat is de eerste conclusie die getrokken kan worden. Veel van de literatuur die er bestaat over bedrijfswaardering stelt dat de berekening die gedaan wordt aan de hand van bijvoorbeeld het discounted cashflow model meer een absolute uitkomst is, maar uit de interviews blijkt dat in de praktijk de berekeningen aan de hand van de modellen slechts richtlijnen zijn voor de daadwerkelijke waarde van een bedrijf. Daarnaast stelt M. Westerhof, (2015) ook dat er bij een eventuele bedrijfsovername geen absolute bedrijfswaarde voor een bedrijf bestaat, maar dat er over het algemeen richting een logische middenweg van verschillende uitkomsten geredeneerd moet worden, omdat de uitkomst voor twee partijen met tegenovergestelde doelstelling werkbaar moet zijn. Door middel van onderhandelingen zal naar een overeenkomst van een bedrijfswaarde gewerkt moeten worden.

Op de vraag over hoe bedrijven omgaan met de benodigde deskundigheid die achter de berekening van de Discounted cashflow zit, kan gezegd worden, dat veel grote bedrijven de deskundigheid wellicht zelf al in huis hebben om een goede berekening te maken, in andere gevallen kiezen bedrijven ervoor om een deskundige van buitenaf in te huren om de berekening te maken, mits het bedrijf genoeg financiële middelen heeft om deze investering te doen. Vooral bij MKB-bedrijven is het aannemelijk dat zij een deskundige van buitenaf in huren om een bedrijfswaarde bepaling te laten doen.

Over de tweede deelvraag die gaat over de toegenomen dynamiek van de markt in de afgelopen jaren kan geconcludeerd worden dat de berekeningen op zich niet zo zeer veranderd zijn. Wel is het door de toegenomen dynamiek lastiger om op basis van het verleden conclusies te trekken voor in de toekomst. De toegenomen conjunctuur maakt de uiteindelijke uitkomsten van een bedrijfswaarde berekening minder betrouwbaar en daarom is juist ook de beredenering achter deze berekening meer en meer van belang. De DCF theorie houdt in principe al rekening met het verhoogde risico wat de toegenomen dynamiek met zich mee brengt. Doordat normalisatie toegepast wordt en een verhoogd risico over het algemeen voor een hogere WACC zorgt zal de uitkomst van een waardeberekening al aangepast zijn op deze onzekerheid. Ook bij de berekening van startende ondernemingen valt te zeggen dat er een verhoogd risico is bij het voorspellen van de toekomst. Er kan in mindere mate een beroep gedaan worden op het verleden, wat de uitkomsten van een berekening discutabeler maakt. Bij stabiele bedrijven met

---

stabile cashflow is een berekening met de intrinsieke waarde goed toe te passen en geeft meestal een uitkomst die overeenkomt met andere berekeningen. Bij jongere bedrijven is dit moeilijker te zeggen, omdat de intrinsieke waarde vaak laag is. Een goede redenatie achter de berekening is dan zeer belangrijk.

De verschillende verhoudingen in financiering van het kapitaal tussen verkoper en eventuele koper zullen in de berekening van een bedrijfswaarde aan de hand van de discounted cash flow geen rol spelen. Wanneer er een berekening gemaakt wordt voor zowel koper en verkoper dan zal er veelal van een gemiddelde verhouding van kapitaal uitgegaan worden. Wanneer er door zowel koper als verkoper een aparte berekening gedaan wordt zullen de verschillen in de uitkomsten van de DCF door middel van onderhandeling overbrugd moeten worden.

Wanneer er gekeken wordt naar de vraag hoe verschillende culturen invloed kunnen hebben op de berekening van de bedrijfswaarde, dan kan gezegd worden dat bij bedrijfsculturen (met uitzondering van de Verenigde Staten) die vooral op korte termijn winsten gericht zijn de intrinsieke waarde, rentabiliteitswaarde en de restperiode minder belangrijk zijn. Bij een berekening wordt dan veel meer gekeken naar de contante winsten uit de voorspellingsperiode van de discounted Cash flow.

De laatste deelvraag ging over de berekening van de bedrijfswaarde in het geval van harvesting. In het geval van harvesting is het vooral van belang dat deze harvesting herkend wordt door degene die een berekening maakt. In het ergste geval zou de restwaarde van een bedrijf kunnen vervallen. Wanneer harvesting herkend wordt, zal de theoretische berekening van de discounted cash flow over het algemeen ook hier door het gebruik van normalisatie van de winsten een juiste bedrijfswaarde geven.

Aan de hand van deze conclusies kan gekeken worden naar een antwoord op de hoofdvraag van dit onderzoek. In de praktijk wordt de discounted cash flow en de door de theorie gestelde lengte van de voorspellingsperioden over het algemeen gehanteerd. De normalisatie die in het model verwerkt zit zorgt vrijwel altijd voor een bruikbare uitkomst. Er kan zeker gezegd worden dat op grond van een goede beredenering bij een specifieke bedrijfswaardering een aanpassing gedaan kan worden aan de lengte van de voorspellingsperioden en restperiode. Dit zal echter bij elke bedrijfswaardering verschillend zijn en het zal heel lastig zijn om hierbij een algemene theorie te schrijven. De huidige discounted cash flow theorie is hierbij een algemene theorie die toegepast kan worden en er is hierin op basis van dit onderzoek geen algemene aanpassing op de theorie te doen. Wel opent dit onderzoek de deur voor verdere onderzoeken naar een aanpassing van de voorspellingsperioden in specifieke gevallen als bij bijvoorbeeld harvesting of zeer dynamische of jonge bedrijven. Ook zou er dieper onderzoek gedaan kunnen worden naar de verschillen tussen de Angelsaksische cultuur en de Rijnlandse cultuur en of dit invloed zou kunnen hebben op de voorspellingsperioden.

---

## 6. Referenties

### 6.1 Literatuur

- Dapena, J.P. (2003), On the valuation of companies with growth opportunities, *Journal of Applied Economics*, Vol. VI, No. 1 49-72.
- Mhjellen, M & Alaouze C. M. (2003), A comparison of discounted cashflow and modern asset pricing methods - Project selection and policy implications, *Energy Policy* 31 (2003) 1213–1220.
- Berry, A. & Jarvis, R. (2006), *Accounting in a business context*, (4e editie, pp. 437-440), Londen, Thomson Learning
- Hongjiu, L. (2008), Study on Flaws and Improvement of Discounted Cash Flow Theory in Mergers and Acquisitions, *Proceedings of the 2008 IEEE ICMIT*.
- Jennergren, L.P. (2008), Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model, *European Journal of Operational Research* 185, p 1548-1563.
- Copeland, T. E., Koller, T. Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, (3e editie), New York, John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*, (2e editie), New York, John Wiley & Sons.
- Penman, S.H. (1998), A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount model, *Review of Accounting studies*,2, 303-323
- Babbie, E. (2007), *The Practice of Social Research*, (11e editie, pp.264 - 283), Belmont, Thomson Learning.
- Svetlova, E. (2012), On the performative power of financial models, *Economy and Society* 41:3, 418-434

### 6.2 Interviews

- M. Westerhof, bedrijfsadviseur Westerhof advies, Almelo, 9 november 2015
- P. Blik, Leraar BMS faculteit Universiteit Twente, Enschede, 20 november 2015

---

## 7. Bijlagen

### 7.1 Interview

de vraag is op te delen in twee stukken: Gebruiken we de juiste bedrijfselementen voor het bepalen van de bedrijfswaarde. Is de formule juist? (1). juiste disconteringsvoet, bedrijfsgroei, verwacht rendement.

(2) aan de hand van welke theorie worden de juiste waarden bepaald die ingevuld moeten worden in de formule? expertise

#### **Hoofdvraag:**

Vaak wordt er bij de theorie van bedrijfswaardering met de DCF een gemiddelde voorspellingsperiode van 5 jaar genomen, met vervolgens een oneindige levensduur van bedrijven. Hoe kunnen we de lengte van deze voorspellingsperiode en restperiode exacter inschatten zodat we tot een meer valide voorspelling komen?

- Elke onderneming heeft een houdbaarheidsdatum terwijl de theorie tot in oneindigheid door kan blijven rekenen. De vrije kasstromen van de restperiode wordt dan in oneindigheid doorberekend. Aan de hand van welke aspecten wordt in de praktijk deze "houdbaarheidsdatum" ingeschat?

#### **Deelvraag 1**

Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel ingevuld te kunnen worden, maar juist het berekenen van de juiste waarden van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?

- uitsluiting van subjectiviteit, of juist niet? omdat een bedrijfswaardering door kopers en verkopers gedaan wordt.

- toekomstige groei van een onderneming intrinsieke waarde of een resultaat van inspanningen in de toekomst?

#### **Deelvraag 2**

Door de toegenomen dynamiek van de markt van de afgelopen jaren lijkt de onvoorspelbaarheid van toekomstige prestatie van een bedrijf toe te nemen. Heeft deze toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?

- met name de lengte van de voorspellingsperiode die gehanteerd wordt?

#### **Deelvraag 3**

Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe wordt er omgegaan met deze onzekerheid?

---

- Het laatste jaar van je DCF berekening zou je dan kunnen gebruiken als stabiele jaar voor het verdere vervolg van het bedrijf.

- kunnen we de expected growth rate per aandeel bijvoorbeeld gebruiken om een bedrijfswaardering nauwkeuriger te bepalen.

jonge bedrijven hebben hoger investeringsrisico maar ook growth rate ligt dan hoger.

- gemiddelde kostenvoet die wordt gebruikt wordt hoger naarmate het risico van investeren groter wordt? van toepassing op startende ondernemingen?

#### **Deelvraag 4**

Bij de WACC wordt uitgegaan van een gemiddelde kostenvoet waarbij de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen gelijk blijft? maar in de toekomst kan dit veranderen door nieuwe investeringen en het aflossen van bankleningen enzovoort? Dit heeft gevolgen voor de uitkomst van formules. Wordt hier rekening mee gehouden in de berekening van bedrijfswaarde?

#### **Deelvraag 5**

Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?

- Verschil in korte en lange termijn planningen van bedrijven in bijvoorbeeld Duitsland en de VS

- snellere doorloop van personeel
- bonussen
- Hofstede

- Angelsaxische model vs. Rijnlands model

#### **Deelvraag 6**

Restwaarde: In hoeverre is er sprake van Harvesting. Bij hoge mate van harvesting kan de restwaarde na het berekenen van DCF wel eens 0 zijn. Is dit wel eens voorgekomen en hoe wordt er in zo'n situatie omgegaan met de bedrijfswaardering?

- wel eens meegemaakt?
- restwaarde vervalt?

---

## 7.2 uitwerking van interview

### 7.2.1 Interview met Marc Westerhof

#### Hoofdvraag:

*Vaak wordt er bij de theorie van bedrijfswaardering met de DCF een gemiddelde voorspellingsperiode van 5 jaar genomen, met vervolgens een oneindige levensduur van bedrijven. Hoe kunnen we de lengte van deze voorspellingsperiode en restperiode exacter inschatten zodat we tot een meer valide voorspelling komen?*

*- elke onderneming heeft een houdbaarheidsdatum terwijl de theorie tot in oneindigheid door kan blijven rekenen. De vrije kasstromen van de restperiode wordt dan in oneindigheid doorberekend. Aan de hand van welke aspecten kan in de praktijk deze "houdbaarheidsdatum" worden ingeschat?*

#### Deelvraag 1

*Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel ingevuld te kunnen worden, maar juist het berekenen van de juiste waarden van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?*

*- uitsluiting van subjectiviteit, of juist niet? omdat een bedrijfswaardering door kopers en verkopers gedaan wordt.*

*- toekomstige groei van een onderneming intrinsieke waarde of een resultaat van inspanningen in de toekomst?*

**Ja zeker, het is heel subjectief, kijk de methode, zoals ik algemeen werk, ter samenvatting. De intrinsieke waarde, tel op wat je hebt, haal je schulden er af, kijk of je waarden een beetje kloppen met de werkelijkheid, dat is in principe de basis. Dan heb je de rentabiliteitswaarde, nou kijk gewoon naar winsten, die leunt wat erg op het verleden. In het verleden profit, dat tot in de eeuwigheid doorgaat.**

**Dat is je rentabiliteitswaarde, daar kun je nog verschillende varianten op bedenken. Heel bepalend is het laatste stukje van het verleden. Net dalend of weer stijgend. Daar kun je verschillende varianten op benoemen, met groei, zonder groei en wat is je rentabiliteitseis, wat verwacht je van de toekomst, dan heb je je DCF, toekomstige cashflow contant maken naar een pijldatum. Dan is de vraag: Hoe ver ga je daarmee.**

**Ik ken Henk z'n theorie, wat Henk over het algemeen doet, ik kan daar wel in meegaan. Voor de DCF 5 jaar + 1 keer de intrinsieke waarde, en die weer contant maken. Henk heeft daar een theorie bij, die moet die nog schrijven, die kan ik je zo niet vertellen. Ik zit er meer pragmatisch in. Bij elke waardering kijk je van nou. Bereken verschillende uitkomsten 5, of 6. Dan zie je een aantal grote uitslagen. Deze uitslagen ga je proberen te verklaren, is dit nou logisch? of niet? En al pratende, denkende kom je ergens. Dus ik zit niet zo zeer. Is die WACC nou 7 of 8? (Dit is natuurlijk wel van belang) maar in het MKB is het ook meer van wie is nou eigenlijk de koper. Wat kan die betalen, wat wil die betalen, wil die verkoper de**

---

hoogste prijs of of is de continuïteit van het bedrijf belangrijk. Gunt die het iemand, of is het een strategische partij. Soms heb je wel eens een Rentabiliteitswaarde die doorloopt, maar het is een strategische partij, als die koopt, dan kan die meteen een hoger bedrag betalen. Is dan de waarde in een keer veel meer? Nee de intrinsieke waarde blijft het zelfde. Maar de DCF is in een keer veel meer waard voor die kopende partij. Of je hebt een rentabiliteit op basis van historie niet veel om op te bouwen voor in de toekomst, dus ja zeg het maar. Wat is dan waarde? de waarde veranderd natuurlijk niet, maar er is wel iemand die een veel hogere prijs wil betalen.

Ik heb een paar jaar geleden een bouwmaterialenhandel gehad die een grote partij die kleinere bouwhandels overnam, voor de crisis nog. Dat was een bedrijf met 10 vestigingen en die wil nummer 11 kopen. Sloot mooi aan bij hun werkgebied en je kunt je voorstellen dat als ze dat bedrijf overnemen en je gaat uitrekenen het intrinsieke, rentabiliteitswaarde, dat kan je allemaal uitrekenen op basis van historie, maar als zij dat bedrijf kopen was hun verwachting dat ze 2% meer brutomarge kunnen maken, omdat zij meer volume hebben en betere inkoopkanalen hebben goedkoper inkopen, en ze kunnen een efficiëncyslag maken, in de zin van veel vaste kosten die je geen twee keer hoeft te doen, die hebben we nog even buiten beschouwing gelaten. Maar zo'n brutomarge groei van 2% betekend dat je in de toekomst met de zelfde omzet veel meer winst gaat maken. Dus je rentabiliteitswaarde op basis van historie of op basis van toekomst is een enorm verschil en dat zijn dingen die eigenlijk mijnsinziens nog veel belangrijker zijn dan: Wat is nou eigenlijk die WACC, of wat is de rentabiliteitseis. Moet je wel over nadenken, maar is slechts een onderdeel van: kijk de theorie gaat daar soms zo ver in, tot zover achter de komma. Voor elk specifiek geval geldt wat anders. en of het nou een WACC met 2 cijfers of 3 cijfers achter de komma heb. Zoals ik het zie, in het MKB is dat minder relevant. Ik kan me voorstellen dat het bij grotere overnames wat relevanter wordt, maar bij het MKB wat minder.

## Deelvraag 2

*Door de toegenomen dynamiek van de markt van de afgelopen jaren lijkt de onvoorspelbaarheid van toekomstige prestatie van een bedrijf toe te nemen. Heeft deze toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?*

*- met name de lengte van de voorspellingsperiode die gehanteerd wordt?*

Wel een stijging van kort bestaande bedrijfjes, door komst van de verschillende opvolgende technologieën. Kijk als je start ups hebt met een hele mooie technologie en waarvan de koper denkt leuke dingen mee te kunnen gaan doen, dan wordt er ook vaak gezegd, nou die techniek vinden we mooi, we vinden het zo interessant, we denken hier veel mee te kunnen, koop maar. Er zit geen vaak geen plan achter, geen uitgebreid iets van dit kunnen we er mee behalen, maar het is meer de techniek hebben we in ieder geval in huis en dan zien we het later wel. Dat zullen ze nooit zo zeggen. Dan is de waardebepaling van een bedrijf weer veel minder interessant.



---

Als je dit waardeert zit je vaak met rentabiliteitswaarde. Wat je vaak ziet bij rentabiliteitswaarde is van nou ik heb de gemiddelde genormaliseerde winst, die pak je. bijvoorbeeld van 2015, dan zeg je van 2011 t/m 2015, nou bij een jong bedrijf zeg je 2013 - 2014, 2015 kan nog niet, de genormaliseerde winst, delen door de rentabiliteitseis, nou dan kom je op van wat is de rentabiliteitseis. Vaak in het MKB reken je met 18%. Ik zit vaak op 18%, er zijn vaak accountants die iets lager zitten. Zeg maar tussen de 16 en 18%, en dan kun je ook zeggen van als ik nou met een groei reken. Als ik met 6% groei reken. Haal ik van de rentabiliteitseis 6% af. Dan zit ik tussen de 10 % 12 % en dan plus of min over of onder vermogen. en dan is 6% wel een beetje de grens. meer groei reken je haast niet. Wil je het echt heel aannemelijk maken dat je op meer dan 6% komt, dan kan je zeggen van we zitten in zo'n groeispurt enz. En bij DCF is het zo van schets maar wat scenarios. Maar dan zul je zien, dat is het grappige van de verschillende methodes. Bij een jong bedrijf wat een licht groeiende lijn doormaakt, dan zul je zien, Intrinsiek is niet veel, er zit nog geen vermogen in. DCF zal ook tegenvallen, want er moet vaak nog heel veel geïnvesteerd worden. Dus je maakt operationeel wel cashflow, je maakt wel cashflow en ook wel steeds meer, maar dat gaat weer op aan investeringen vaak. En groei aan werkkapitaal.

Het kan ook wel zijn dat de eigenaar van bijvoorbeeld Hyves aan ziet komen dat Facebook aan het opkomen is, en de koper heeft dat nog niet gezien. dus de verkoper denkt van: nou weg ermee. Maar dat is wel grappig dat bij zo'n bedrijf Intrinsiek is niet veel, DCF is niet ook niet veel, want er gaat operationeel cashflow, zoveel, maar je werkkapitaal heb je veel geld nodig, voor je investeringen heb je veel geld nodig, dus dat wordt hem niet, is ook niet veel. En dan heb je nog de rentabiliteitswaarde, ja dat kan wel weer heel veel zijn als je zegt van ja ik neem wat groei mee, bijvoorbeeld 6%, dus ik reken hem door met 10-12%, kan die wel weer heel veel zijn. Dus ja, en dat geeft dan ook wel weer aan, dat je zegt van ja: cashflow kan ik de komende tijd niet veel uithalen, intrinsiek is niet veel waard, dan moet ik het op verwachtingen doen. en als ik hem dan bereken, dan kom ik vaak wat lager uit als iemand die de techniek in huis heeft en zegt van nou: koop maar. Daar zit dan een "Gap" tussen, maar die is dan wel te verklaren. De lengte van de voorspellingsperiode is in dit geval dan ook veel korter.

Kun je dan de restperiode in de berekening aan banden leggen? Je zou bij een specifieke berekening er voor kunnen kiezen de periodes in te korten, maar dit zou wel betekenen dat je daar goede argumenten voor hebt. En wat we dus net zeiden: die DCF die kun je nog na 5 jaar afkappen en dan nog 1 keer de intrinsieke waarde doen, met de WACC contant gemaakt. bij rentabiliteitswaarde doe ik het eigenlijk nooit, ik heb er eigenlijk nooit zo over nagedacht of dat kan. In theorie kan dat natuurlijk wel, want je rekent niet door tot in het oneindige, maar je rekent natuurlijk een aantal jaren.

Wat ik meestal doe, ik reken het door tot in het oneindige, omdat dat natuurlijk een makkelijk sommetje is, maar op dat moment realiseer ik mij dus wel dat ik een bepaalde winstgevendheid tot in oneindigheid doorreken, dat ik dan aan de bovenkant zit, dus daarom zeg ik altijd ik heb graag wat meerdere uitkomsten. Dan kom je met een intrinsieke waarde, ik heb een rentabiliteitswaarde waar ik groei in meeneem 12%. Dan wat ik nog wel eens wil doen, dat is een rentabiliteitswaarde waarbij ze 1 heel slecht jaar hadden in het verleden, om een hele specifieke reden.

---

Dan laat ik dat jaar er eens uit. Of gewoon wat varianten er op. Heel specifiek voor de Case. Nou dan kun je nog een DCF met groei en een DCF zonder groei en dan heb ik 6 uitkomsten, nou en dan zie je vaak dat er wel 2 uitschieten naar boven en naar beneden. Stel een DCF zonder groei schiet er uit. dan kan je die al wegstrepen. Je komt altijd uit ongeveer op het gemiddelde van die 6 uitkomsten. Dus dan krijg je er al gauw een beeld van. Dat is heel pragmatisch hoor en het grappige is dat als ik klanten krijg met een berekening die heel erg uitgewerkt zijn, tot achter de komma. Mijn uitkomsten zijn dan altijd hetzelfde, dat klopt ook wel, want je doet ook ongeveer hetzelfde, maar je zet het meer in de context. Maar over het algemeen zou het voor mij betekenen dat de restperiode nog korter wordt gemaakt.

Bij grotere bedrijven zou je de expected growth rate per aandeel. Die zou je heel goed als indicatie kunnen gebruiken. Bij grote bedrijven zou je daar aansluiting bij kunnen zoeken.

### Deelvraag 3

*Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe wordt er omgegaan met deze onzekerheid?*

*- Het laatste jaar van je DCF berekening zou je dan kunnen gebruiken als stabiele jaar voor het verdere vervolg van het bedrijf.*

*- kunnen we de expected growth rate per aandeel bijvoorbeeld gebruiken om een bedrijfswaardering nauwkeuriger te bepalen.*

*jonge bedrijven hebben hoger investeringsrisico maar ook growth rate ligt dan hoger.*

*- gemiddelde kostenvoet die wordt gebruikt wordt hoger naarmate het risico van investeren groter wordt? van toepassing op startende ondernemingen?*

We staan bij nu hier bij de present, ik heb wel een aantal keren bedrijfjes gehad die vrij jong waren. stel we moeten waarderen op 1 januari 2015 en het bedrijf is gestart 1-1-2012. Het begint met niks, groeit een klein beetje en nog een klein beetje. stijgende lijn. Nou en dan. Nu ga je verkopen. Intrinsiek zal niet veel zijn. Rentabiliteitswaarde op basis van historie is ook niet veel. Wat is de lijn in de toekomst? zeer stijgende lijn? middel matige lijn? iets minder stijgende of dalende lijn?

bijvoorbeeld supermarkten, hele stabiele verkopen. winstgevendheid kan je uittekenen. vrij zekere stabiele toekomst, stabiele cashflows, kan je redelijk voorspellen. toen zag je ook dat er best veel geld betaald voor wordt. Die zekerheid werd met vrij veel geld betaald. Stabiele cashflows kun je met vrij veel vreemd vermogen aanhalen En bij veel vreemd vermogen zie je dat je WACC naar beneden gaat. Dus prijs omhoog. Maar bij bijvoorbeeld candy crush, kan het binnen een half jaar helemaal weg zijn. Ander voorbeeld is Hyves, bestaat helemaal niet meer.

Dus bij een jong bedrijf, ga je toch wat meer kijken naar de toekomst. Over het algemeen, dat is een beetje mijn stijl: kijk het is onzekerheid, dus waar ga je dan

---

naar kijken. De maximale winstlijn kan je wegstrepen, dat verwacht niemand. De verkoper zegt niet van nou dat wordt de lijn. De dalende lijn kan je ook wegstrepen. Als de koper een dalende lijn verwacht, dan is die niet geïnteresseerd, dus die berekening kan je ook wegstrepen. Dat is grappig, maar daar doe je niks mee. Een verkoper denkt ook van: een koper die zal zo'n bedrag nooit betalen. De koper kan misschien wel de maximale winstlijn verwachten, maar dan is dat mijn prestatie. dat ga ik niet van de voorkant al betalen. Dat kan ik nooit meer overtreffen. Dan kom je toch wel op een stijgende lijn in het midden uit. Dus er zit heel veel onzekerheid in, maar het zal een lijn zijn die lichtstijgend is. Dan is het nog even van: in die nuance zit nog even een onderhandeling in, maar een heel groot deel is al uitgesloten. Maar zo kom ik al in de buurt van een uitkomst.

#### Deelvraag 4

*Bij de WACC wordt uitgegaan van een gemiddelde kostenvoet waarbij de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen gelijk blijft? maar in de toekomst kan dit veranderen door nieuwe investeringen en het aflossen van bankleningen enzovoort? Dit heeft gevolgen voor de uitkomst van formules. Wordt hier rekening mee gehouden in de berekening van bedrijfswaarde?*

Wat ik meestal doe, dat is meestal onjuist, theoretisch, dat realiseer ik mij. Kijk wat je nog wel eens wilt zien, als je een WACC zuiver uitrekent, dan zeg je van Eigen vermogen bij verkoper is misschien wel 80 %, vreemd vermogen 20% en Eigen vermogen rente 18% vreemd vermogen 4%.  $80\% \text{ van } 18\% = 15,4\%$  en  $20\% \text{ van } 4\%$ , (netto 3%) 0,6%. en dan is je WACC, zeg ik dat goed, ja 16% is dan je WACC als je hem zo berekend. Stel nou dat de koper, die kan flink gefinancierd krijgen en die heeft maar 20% eigen vermogen en 80% vreemd vermogen,  $20\% \text{ van } 18 = 3,6\%$  EV en  $80\% \text{ van } 3 = 2,4\%$ , dan heb je een WACC van 6%, dat is ook wat jij bedoeld he? het verschil tussen deze 2 WACC's, Nou eigenlijk moet je hem dus zo bekijken, hoe kom ik aan m'n geld en wat is dan mijn WACC. Nou om niet in deze discussie te belanden werk ik meestal met een WACC dan dat ik zeg van Eigen vermogen, kan me niet schelen hoe je het financiert, ik werk met deze verhouding. Afhankelijk van het bedrijf he? Als je een dienstverlener hebt, dan wil je nog wel eens een keer kijken naar verhoudingen 25-75, bij een bedrijf waar kapitaalintensief is wil je nog wel een keer afwijken naar 35-65, maar in die verhoudingen, dan zul je zien dat je in de huidige tijd dan kom je bijna altijd bij deze verhoudingen bijna altijd bij een WACC tussen de 6,5 en 9 uitkomt. 7,5 a 8, in die orde van grootte. Meestal werk ik met die verhouding. Dat zijn ook een beetje de normen die gesteld worden in het MKB, soms licht afwijkend. en dan dit gewoon stellen, en dan niet gaan rekenen.

In dit geval ben je wel heel objectief bezig, voor twee partijen, want anders kom je er niet uit, dat is ook een beetje wat ik bedoel he? Je kunt theoretisch het gelijk willen hebben, maar ik kan er niks mee bij een verkoop. In de praktijk moet je er wat mee kunnen. Daarbij moet je wel het onderscheid maken, kijk ik zit wel in het MKB, dus een bedrijf wat een half miljoen waard is, die gaat geen 25000 euro uitgeven om een perfecte waarderingsberekening te hebben. Dus in die verhoudingen moet je het ook zien.

---

## Deelvraag 5

*Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?*

*- Verschil in korte en lange termijn planningen van bedrijven in bijvoorbeeld Duitsland en de VS*

- snellere doorloop van personeel*
- bonussen*
- Hofstede*

*- Angelsaxische model vs. Rijnlands model*

**Ja, ik heb zelf nooit meegemaakt, ik ken wel wat Amerikaanse bedrijven, wat mensen bij Amerikaanse bedrijven. Ik denk dat er een groot verschil zit dat Amerikaanse bedrijven bij waardering, wat we net zeiden het met de intrinsieke waarde doen en de rentabiliteitswaarde, is gewoon een cashflow. Dat ze naar de intrinsieke waarde en rw-waarde helemaal niet kijken. Amerikanen zijn bij uitstek geïnteresseerd in cash flow. Geïnteresseerd in cashflow op korte termijn. Veel meer als in Duitsland. In Duitsland zie je ook bijvoorbeeld, dat is een mooi voorbeeld, dat is het andere uiterste daar zie je veel familiebedrijven die 100en jaren bestaan, die kijken naar de lange termijn. Amerikanen, dat is het Angelsaksische, maar dat is ook bijna de cultuur, wat je daar ziet is een bedrijf wordt verkocht door een private equity club, die brengt hem naar een iets hoger niveau en dan wordt het weer verkocht aan een nieuwe eigenaar, brengt het bedrijf een iets hoger niveau, en zo gaat dat door. Kan het een keer weer tegenzitten, wordt het weer verkocht. Het zijn telkens perioden van ja, 3 tot 6 jaar ongeveer. Dat is wat ik er van gezien heb. En het is dus ze zijn, als ze het kopen, ze doen geen investeringen en zeggen dan van nou, na 10 jaar kan ik het terug verdienen. Daar zijn ze niet in geïnteresseerd. En die investeringshorizon wordt steeds korter. En zo acteren ze ook, puur op cashflow gedreven. En dat heeft als gevolg bij je berekeningen, je kijkt eigenlijk ook alleen maar naar DCF he. Intrinsiek boeit niemand. Ze beginnen, aan het begin weten ze al, het moment dat ze het weer willen verkopen. Voordat ze een bedrijf aankopen, kijken ze al, voor dit bedrag wil ik het over een paar jaar verkopen, dus de investeringen moeten over 3 a 4 jaar terugverdiend worden. De restperiode bij zo'n berekening is dan ook niet van belang. Daar zit dus wel een wezenlijk verschil in ja, in vergelijking met Nederlandse bedrijven. Ik denk dat je in de VS eigenlijk helemaal geen restperiode neemt.**

**Aan de andere kant weet ik dat Henk zegt, ik kap de berekening af na vijf jaar, want alles wat ik na vijf jaar nog aan cashflow haal, is niet meer de verdienste van de verkoper nu, dat is ook een argument he, dus of je die stelling helemaal zo kunt zeggen, ja. om te nu te zeggen of je tot goede uitkomsten komt met de intrinsieke waarde of een periode van vijf jaar durf ik even niet te zeggen, dan zou ik met wat voorbeelden moeten rekenen.**

**Nou kijk je moet het uitgangspunt even hetzelfde hebben, maar kijk wat ik zie bij amerikanen is, korte horizon, cashflow gestuurd. dat zijn wel de kenmerken en dan is even de vraag, nee durf ik niet te zeggen. ik weet ook niet goed hoe amerikanen daar mee rekenen. Maar ik vind het wel een interessante, ik heb het antwoord er niet**

---

op. Ik heb er nog nooit zo over nagedacht hoor. Ik vind dat wel een interessante, moet je daar nou anders naar kijken, of juist niet. En het verschil zit hem met name in het snelle van eigenaar verwisselen, eigen al binnen je voorspel periode van eigenaar verwisselen. Dit is voor mij wel even een nieuw inzicht, het Angelsaksische.

Ik zit nog even na te denken over dat Angelsaksische, maar dat maakt in theorie ook eigenlijk niks uit. Als ik zeg, kijk wat doe je met een DCF he? Je hebt de operationele cash flow en je hebt mutatie werkkapitaal plus of minus investeringen of desinvesteringen, dat is je beschikbare cashflow voor je DCF. Als ik nou zeg ik ga op korte termijn het bedrijf verkopen, dan zorg ik dat ik zo weinig mogelijk investeer en ik zorgen dat klanten mij snel betalen, voor een maximale cashflow. want die ga ik terug brengen naar vandaag. Kijk ik naar een lange termijn, dan doe ik eigenlijk hetzelfde, alleen dan zou ik het eerste jaar wat meer investeren. maar ja kijk als je binnen nu en twee jaar gaat verkopen, Dan is de vraag, ziet de koper ook, weet hij dat er binnen nu en twee jaar weinig geïnvesteerd wordt, dat hij weet dat hij dan na aankoop eerst weer moet investeren. Dan zou die het er afhaken in de prognose, en dan zou het theoretisch weer niets uit moeten maken. Ja ik zat nog over jouw opmerking na te denken dat er geen relevant verschil in berekeningen zit tussen de VS en Nederland en theoretisch heb je daar gelijk in, praktisch bestrijd ik dat, omdat koper en verkoper nooit hetzelfde beeld van de toekomst hebben. Dat zou wel heel toevallig zijn. Want die verkoper gaat niet tegen de potentiële koper zeggen van, nou ik heb de laatste jaren even wat rustig aan gedaan met de investeringen, dus je moet nog wel wat inhalen de komende tijd. en de koper denkt, ik zie nog zoveel mogelijkheden die de verkoper nog niet ziet, dus daar zit een verschil tussen. Theoretisch zou het hetzelfde moeten zijn, in de praktijk is het anders.

Het mooie van de methode is wel, dat wil ik nog wel toevoegen, dat die, als je een bedrijf waardeert, en je hebt de cijfers doorgenomen, je hebt gekeken en een beetje zitten rekenen, wat ik zojuist ook deed en je hebt een aantal uitkomsten, dat de DCF bij een bedrijf in een redelijk stabiele omgeving, met stabiele resultaten en normale vermogensverhoudingen waar geen gekke dingen in zitten, dan is die DCF met een afkapping na vijf jaar en nog 1 keer die intrinsieke waarde, komt in de praktijk vaak in de buurt van het idee van de waarde die jij ook bij het bedrijf hebt. In ieder geval bij de stabiele bedrijven.

## Deelvraag 6

*Restwaarde: In hoeverre is er sprake van Harvesting. Bij hoge mate van harvesting kan de restwaarde na het berekenen van DCF wel eens 0 zijn. Is dit wel eens voorgekomen en hoe wordt er in zo'n situatie omgegaan met de bedrijfswaardering?*

Dat zie je wel vaak ja, ten eerste is het de kunst om het te herkennen. In principe ben ik wel voorstander van om bedrijven licht te maken. Voor bij de MKB zie je vaak onderdelen die niet op de balans thuis horen, om die er af te halen. Eigenlijk onderdelen die bij het privé horen, denk daarbij aan onroerend goed, dure auto's dat soort dingen, haal dat er maar af, dan wordt je bedrijf te zwaar, dat is dus eigenlijk niet nodig, Wat is altijd een redelijke graadmeter vind is je investeringen ten opzichte van je afschrijvingen als je ziet dat er een aantal jaren veel minder is geïnvesteerd dan je afschrijving, dan mag je er vanuit gaan dat je nog een

---

inhaalslag zal moeten gaan doen met je investeringen, want gemiddeld genomen zou dat ongeveer gelijk aan elkaar moeten zijn. Daar let ik altijd wel op, van hoe verhouden die zich tot elkaar. Maar helemaal voorkomen kun je het niet, want je zit er natuurlijk niet middenin. Ik stel er wel vaak vragen over, maar ik heb niet meegemaakt, dingen waarvan ik achteraf dacht van: ojee, hadden we dat maar geweten. maar je mag er wel vanuit gaan, dat van iemand die weet dat hij zijn bedrijf gaat verkopen, die is er wel langer mee bezig, kijk die doet geen lange termijn investeringen meer. Dus die zal het op korte termijn aan de praat houden, maar die doet geen lange termijn investeringen meer, dus daar hou je wel een beetje rekening mee.

Maar er zit wel een verschil tussen geen investeringen meer doen en het echt uitmelken van een bedrijf. Uitmelken is meer het onderste uit de kan halen. het maximale eruit halen, dus niet alleen korten op investeringen, maar zoiets heb ik gelukkig nog nooit meegemaakt, maar in zo'n geval zou de restwaarde in een berekening op 0 uit kunnen komen in theorie.

## 7.2.2 Interview met Patrick Blik

### Hoofdvraag:

*Vaak wordt er bij de theorie van bedrijfswaardering met de DCF een gemiddelde voorspellingsperiode van 5 jaar genomen, met vervolgens een oneindige levensduur van bedrijven. Hoe kunnen we de lengte van deze voorspellingsperiode en restperiode exacter inschatten zodat we tot een meer valide voorspelling komen?*

*- Elke onderneming heeft een houdbaarheidsdatum terwijl de theorie tot in oneindigheid door kan blijven rekenen. De vrije kasstromen van de restperiode wordt dan in oneindigheid doorberekend. Aan de hand van welke aspecten wordt in de praktijk deze "houdbaarheidsdatum" ingeschat?*

### Deelvraag 1

*Op papier lijkt de berekening van de DCF en WACC snel ingevuld te kunnen worden, maar juist het berekenen van de juiste waarden van de DCF en de WACC moet vakkundig gedaan worden door deskundige mensen. Hoe waarborgen bedrijven deze deskundigheid?*

*- uitsluiting van subjectiviteit, of juist niet? omdat een bedrijfswaardering door kopers en verkopers gedaan wordt.*

*- toekomstige groei van een onderneming intrinsieke waarde of een resultaat van inspanningen in de toekomst?*

**Ik heb zelf ooit de Business Valuation opleiding in Rotterdam gedaan, dat al weer jaren geleden, eigenlijk moet ik zeggen dat ik er door de jaren heen helemaal niet meer mee bezig ben met waardering, euhm wat je in ieder geval wel ziet is dat er wel een ontwikkeling gaande is in de theorieën. Er wordt in de theorieën aangegeven dat de Discounted Cash Flow, dat dat een theoretisch een goede methode is, maar er zijn natuurlijk veel meer methodes, en natuurlijk waar het om gaat is het bepalen via een aantal methodes tot een soort van**

---

onderhandelingsinterval, waar op een gegeven moment vraag en aanbod open bij elkaar zou kunnen komen. Voor de rest is het gewoon onderhandelen. En de uitdaging is het feit dat je praat over toekomst en dat je dus een inschatting gaat maken van toekomstige ontwikkelingen en het feit dat als je een kleine afwijking in die disconteringsvoet hebt, dat je een enorm effect heeft op de uitkomsten. Dus het gaat wel om de argumenten die je daarin naar voren haalt. Een andere methode is euhm, maar die is volgens mij veel bewerkelijker en daar ben overigens ook geen expert in, dat is de optie theorie. Maar dan is überhaupt de vraag van euhm, dat staat natuurlijk veel verder af van de MKB praktijken, ik weet ook niet in hoeverre die in het waarderingsland wordt toegepast. En uiteindelijk, waar het om gaat is dat een methode, of wellicht een combinatie gebruikt wordt om te komen tot een bepaald onderhandelingsruimte, en gaat het daarom. De theorie gaat het heel erg om de juiste berekening van waarde, maar wat is waarde in the be-eye of the holder, dus het hangt toch een beetje af van, wie is de koper. Dus waarde is natuurlijk enigszins subjectief. De waardebepaling is wel belangrijk nogmaals omdat daarmee eigenlijk een beetje de piketpaaltjes worden geslagen, waarbinnen de onderhandelingen plaats zullen vinden, maar goed er zijn andere motieven dan uhh, onder andere strategische motieven., het kopen van marktaandeel, of het kopen van technologie, of wellicht ook juist het bevoordelen van potentiële kopers. En dat zien we dan bij de familiebedrijven nog wel is, zonder dat je daarmee andere partijen te kort doet, want anders komt de fiscus om de hoek kijken, dat er geen ongewenste vermogensverschuiving plaats vindt. Dus ja waarde, waarde is natuurlijk zelf een heel subjectief begrip. Er zijn een aantal mogelijkheden en misschien wordt er af en toe wel voor methodes gekozen omdat partijen daarmee bekend zijn. Uiteindelijk blijft de berekening altijd discutabel, het is altijd de toekomst. Kijk en uiteindelijk gaat het mij niet zoveel om de uiteindelijke uitkomsten, uiteindelijk gaat het over de overeenstemming van methodieken die je gebruikt. Je ziet het ook nog wel is bij, hoe heet dat, bij statuten opgenomen dat stel dat er t.z.t. ooit is een keer afscheid wordt genomen van een aandeelhouder, is dat er nu op voorhand niet een waarde wordt vastgelegd, maar wel de waarderingmethode al vast opnemen. en t.z.t. heb je dan een uitdaging om de individuele componenten van die waarderingmethode goed in te vullen. Nogmaals ik ben ooit wel betrokken geweest bij waardebepaling, maar dat is al enige tijd geleden.

## Deelvraag 2

*Door de toegenomen dynamiek van de markt van de afgelopen jaren lijkt de onvoorspelbaarheid van toekomstige prestatie van een bedrijf toe te nemen. Heeft deze toename van dynamiek de afgelopen jaren impact gehad op berekeningen van de bedrijfswaarde?*

*- met name de lengte van de voorspellingsperiode die gehanteerd wordt?*

Dat zou kunnen, maar dat is dan kiezen tussen zeg maar voorspellingsperioden, zeg maar de eerste initiële periode van 5 jaar en dan een terminal value, of dat je zegt van ik neem 3 jaar en een terminal value, op een of andere manier compenseert dat elkaar volgens mij. Het zijn ik bedoel je pakt 2 onderdelen, en ja de onzekerheid zit hem dan in jaar 4 en 5 van de eerste periode, of die zit hem in de 1e twee jaar van de terminal value, die je overigens dan gelijk schakelt met andere jaren. Maar je zou

---

dan weer meerdere berekeningen moeten doen en dan zou je berekeningen moeten gaan doen die rekening houden met het feit dat je wordt overgenomen of dat je autonoom groeit of dat je wellicht in financiële problemen raakt, ik bedoel er zijn een aantal mogelijke toekomst en dat is altijd moeilijk natuurlijk om de toekomst te vatten in 1 regel, die recht doet aan alle omstandigheden, dat is wel een hele uitdaging. Maar bij zulke bedrijven is het wel lastiger, maar dat weet je pas achteraf he, dus euh.. kijk uiteindelijk ben jij aan het kijken naar hoe kan ik een betere voorspelling krijgen in de waarde van een onderneming, even op basis van die DCF methode, die nu gebruik maakt van een zeg maar 3 tot 5 jaar, te overzien, redelijk gedetailleerd in te vullen en dan de aanname dat er een bepaalde groei is en die oneindig is. Links om of rechtsom, of je nou wel of niet die technologie of technisch intensieve bedrijven te maken hebt uhh, de uitdaging blijft hetzelfde denk ik. Het risico is alleen hoger, maar of die inherent hoger is dan bij stabiele bedrijven dat vraag ik me af. De uitdaging zit hem in het feit dat je gewoon gebruik maakt van die terminal value. want je moet bepaalde aannames doen, tegelijkertijd zit de uitdaging hem ook in het feit dat je hoe langer je die eerste periode maakt, dat dan ook de voorspellende waarde van die laatste paar jaar weinig toevoegt. want daar zit ook een risico in.

### Deelvraag 3

*Bij startende ondernemingen zijn de methoden moeilijker te gebruiken, omdat kort samengevat verleden, present en toekomst totaal niet met elkaar te vergelijken zijn. Hoe wordt er omgegaan met deze onzekerheid?*

*- Het laatste jaar van je DCF berekening zou je dan kunnen gebruiken als stabiele jaar voor het verdere vervolg van het bedrijf.*

*- kunnen we de expected growth rate per aandeel bijvoorbeeld gebruiken om een bedrijfswaardering nauwkeuriger te bepalen.*

*jonge bedrijven hebben hoger investeringsrisico maar ook growth rate ligt dan hoger.*

*- gemiddelde kostenvoet die wordt gebruikt wordt hoger naarmate het risico van investeren groter wordt? van toepassing op startende ondernemingen?*

**Nou goed er is de laatste 2 of 3 jaar een aantal technische bedrijven, zelfs spin-offs hier van de universiteit failliet gegaan. Ik denk dat als je 3 jaar geleden een waardering had gemaakt dat euhh de bomen tot in de hemel groeiden. Dat heeft trouwens ook nog te maken met zijn het bedrijven die al een omzet hebben, een product op de markt of zijn het bedrijven die nog in de voorfase zitten, bedrijven die nog in ontwikkeling zijn die uhh nog klanten moeten zien te vinden. Als klanten dus niet bereid zijn om producten aan te schaffen, en stel als je die kunt vinden en vervolgens kun je niet over die zogenaamde valley of death heen, dat je op een gegeven moment de eersten die geïnteresseerd zijn in gadgets die zijn bediend en vervolgens vind je niet een grotere groep klanten die afnemen. We hebben daar recent een voorbeeld van gezien. Een bedrijf dat relatief kort bestond, wel wat producten had ook veelvuldig gefinancierd vanuit subsidies, maar niet in staat was om op een gegeven moment zeg maar de serieuze sprong te maken, dat is een beetje moeilijk inschatten. Ik weet niet of je daar een specifieke regeling in te vinden is.**



---

## Deelvraag 4

*Bij de WACC wordt uitgegaan van een gemiddelde kostenvoet waarbij de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen gelijk blijft? maar in de toekomst kan dit veranderen door nieuwe investeringen en het aflossen van bankleningen enzovoort? Dit heeft gevolgen voor de uitkomst van formules. Wordt hier rekening mee gehouden in de berekening van bedrijfswaarde?*

**Dat zou kunnen, dat hoeft niet per definitie. Ik neem aan dat ik als kopende partij een berekening maak, die ziet er altijd anders uit als die van de verkopende partij. want ik gebruik inderdaad m'n eigen situatie, en als ik dus andere kosten voor mijn kapitaal heb, dan gebruik ik, dan moet ik daar rekening mee houden. Maar uiteindelijk, het gaat er niet om dat er verschillen zijn, want die zijn er. Het gaat er om dat die verschillen overbrugbaar zijn. dat je dus op een gegeven moment een bepaalde waardering berekend, waar partijen elkaar op een of andere manier ergens zouden moeten kunnen vinden, en of dat nou in het midden is, of links of rechts, dat hangt af van die onderhandelingsmacht. of onderhandelingen eigenlijk, dus ik weet niet of dat heel veel invloed heeft. Als ik een waardering zou schrijven, met welke potentiële koper en zijn wacc, moet ik dan rekening houden, Ik denk niet dat ik daar rekening mee moet houden. dat is zijn eigen verantwoordelijkheid, ook al omdat de waardering de toegevoegde waarde van zeg maar een bedrijf wat overgenomen wordt, is afhankelijk van de koper. soms is dat een bedrijfsopvolger, een familiebedrijf, soms is dat een strategische koper, en die moet zijn eigen berekening maken denk ik, en heeft ook dus te maken met andere input. Je kan als verkopende partij denk ik nooit een waardering maken waarmee je rekening houdt met alle mogelijke type kopers. De beredenering die je achter je berekening zet, daar denk je over na, maar over het algemeen heeft dat verlagende consequenties, waarom zou ik zulke dingen in mijn waardering rapport zetten als verkoper. Ik doe dat op basis van datgene wat ik door de verkopende partij aangeboden krijg, dat moet onderbouwd worden. Zeg maar dat de waarderingproblematiek van de koper, ik zou me kunnen voorstellen dat die zijn eigen waardering maakt. en nogmaals gaat het over vraag en aanbod, en kunnen we dat bij elkaar brengen of niet.**

## Deelvraag 5

*Zou er een verschil kunnen bestaan tussen verschillende culturen wat betreft de gemiddelde genomen voorspellingsperiode van de DCF?*

- *Verskil in korte en lange termijn planningen van bedrijven in bijvoorbeeld Duitsland en de VS*
  - *snellere doorloop van personeel*
  - *bonussen*
  - *Hofstede*
  
- *Angelsaxische model vs. Rijnlands model*

**Durf ik niet te zeggen, wat ik wel weet, is euhm, kijk voor waardering moet je natuurlijk normalisatie toepassen, kijk dus de genormaliseerde inkomsten en de**

---

uitgaven, dus dat je geen extremen of incidenten krijgt. Op het moment dat het natuurlijk op een of andere manier bonussen uitgaan, dat heeft dan consequenties, dat is hetzelfde als je op een gegeven moment zegt bij starters die uhh zeggen ik gebruik als managementteam in het eerste jaar geen salaris, daarmee krijg je natuurlijk een heel vertekend beeld want in een vergelijkbare situatie zouden anderen wel een salaris vragen, dus dat consequenties voor de waardering. En misschien dat het op een of andere manier, ondanks dat het misschien verschillende systemen zijn (VS & Duitsland) dat dat elkaar toch opheft. Euhm, denk ik. Het probleem zit hem hier ook gewoon dat je de toekomst voorspelt, en daar zitten een aantal onzekerheden in, en ik denk dat het relatief moeilijk, ook bij de optie theorie, daar zitten een aantal opties in, dat het moeilijk te ondervangen is. En uiteindelijk gaat het erom van nou ja laten we 1 of de minst problematische van een aantal berekeningen nemen, of misschien wel een combinatie en dan vijf uitkomsten bij elkaar optellen en dan door 5. dan maakt het mij niet zo heel veel uit welke berekeningsmethode er wordt gehanteerd, uiteraard zullen de uitkomsten zijn, verschillen in uitkomsten, maar oké dan het feit dat er een andere waarde uitkomt heeft voor mij geen consequenties, zo lang ik geen prijs hoeft te betalen. Waarde is toch op papier, ook papieren winsten zijn op papier. zelfde als met huizen die onder water staan, dat is een papieren verlies. zolang er niet door de bank wordt verzocht om bij te storten, dan maakt mij dat persoonlijk niet zo heel veel uit, wat men van de waarde van mijn huis vindt. Het speelt pas op het moment dat het om een transactie zou gaan. Kijk en op het moment dat je met name naar die DCF methode kijkt en je hebt het over uhh okey, een voorspellende want als een eerste fase van een x aantal jaar en dan een terminal value, is of het risico meer naar de eerste fase halen, en minder naar de laatste of omgekeerd. Want wat is een terminal value van een bedrijf die na vier jaar wordt verkocht.

## Deelvraag 6

*Restwaarde: In hoeverre is er sprake van Harvesting. Bij hoge mate van harvesting kan de restwaarde na het berekenen van DCF wel eens 0 zijn. Is dit wel eens voorgekomen en hoe wordt er in zo'n situatie omgegaan met de bedrijfswaardering?*

in principe veranderd het niet, want als je normaliseert zou dat effect opgeheven moeten worden. hogere winsten worden genormaliseerd. Je houdt meer winsten over in de laatste perioden, maar je investeert niet. Dus je hebt op korte termijn resultaten ten koste van de toekomst. Dat heeft toch effect op de waardering, dat wordt daar toch op een of andere manier in meegenomen, want daar is toch het hele fenomeen normalisatie voor bedoeld. Want winst is een boekhoudkundige truc, dus je kan winst inderdaad ogenschijnlijk ophogen door inderdaad minder investeringen te doen, maar op een of andere manier moet je er vanuit gaan dat je om op een bepaald winstniveau uit te komen zul je toch een bepaalde investering moeten doen en als je dat dus niet doet, dan betekent dat dat je korte termijn winsten krijgt ten koste van toekomstige winsten. Volgens mij moet je dat op een of andere manier uit de berekening kunnen halen. Dat vergt wel redelijk wat kennis, dan is de vraag of dat altijd aanwezig is, maar dat zou je er op zich uit moeten kunnen halen. Het mooiste zou zijn als je daarbij vergelijkende cijfers hebt, dan kun je het sneller zien. Vanuit het verleden, maar ook van andere bedrijven. Zolang het geen publieke bedrijven zijn, is het natuurlijk moeilijk om aan die cijfers te komen. Maar op zich harvesting is korte termijn succes ten koste van het lange termijn

---

**succes en dat zou je er door normalisatie toch enigszins moeten uit halen, maar ik zou me wel kunnen voorstellen dat daar een, ja dat er een grijs gebied is. He dat je daar toch op een of andere manier toch wel een optimale situatie zou kunnen creëren voor de verkoper.**

- *wel eens meegemaakt?*
- *restwaarde vervalt?*