



## Waarderingsmethodieken en het Small Firm Effect

*Consento Corporate Finance*

*Het op juiste wijze waarderen van uw onderneming, of uw beoogde investering, is door de huidige onzekere tijden actueler dan ooit. De theorie over waarderingsmethoden- en technieken is door de jaren heen ruim beschreven in de literatuur. Maar hoe gaan Nederlandse professionals in de praktijk om met het waarderen van bedrijven. En hoe houden zij hierin rekening met specifieke kenmerken van een kleine onderneming ten opzichte van een grote, beursgenoteerde onderneming: het zogenaamde 'Small Firm Effect'.*

Deze twee vragen stonden centraal in een brede enquête die door Consento Corporate Finance B.V. gehouden is onder Nederlandse professionals, waaronder banken, Corporate Finance adviesbureau's en investeringsmaatschappijen. Maar liefst 58 benaderde partijen hebben inzage gegeven over hun werkwijze op het gebied van bedrijfwaarderingen en hun gedachten over het small firm effect.

*"De DCF methode waardeert een onderneming op basis van de potentie"*

Met betrekking tot de meest gehanteerde waarderingsmethoden steken de 'DCF' ('Discounted Cash Flow') methode en de 'Multiple' methode met kop en schouders boven alternatieve methoden uit.

De DCF methode waardeert een onderneming op basis van de potentie om in de toekomst kasgelden te genereren (Cash Flow), en drukt die toekomstige kasstromen uit in een huidige (discounted) waarde. Het houdt daarmee, via de zogenaamde kostenvoet, rekening met de tijds waarde van geld (één euro vandaag is meer waard dan één euro volgend jaar).

De Multiple methode kijkt naar (veelal historische) boekhoudkundige cijfers, zoals omzet of winst en laat hier een vermenigvuldigingsfactor ('multiple') op los om tot een waarde te komen.

90% van de respondenten gebruikt de DCF methode, en 80% de multiple methode. Dit betekent dat een overgroot deel van de ondervraagde partijen meerdere methoden naast elkaar gebruikt, en niet afgaat op één methodiek.

De DCF methodiek wordt hierbij meestal als de leidende methodiek gebruikt, omdat deze methode als enige methodiek rekening houdt met drie aspecten; toekomst, risico en tijd. In de DCF methode wordt gerekend met een gemiddelde planningsperiode van 5 jaar. Dit wil niet zeggen dat de jaren daarna (de lange termijn) niet in ogenschouw wordt genomen. Ruim 90% van de ondervraagden werkt namelijk met een zogenaamde continue waarde, waardoor de waarde van de onderneming na de planningsperiode toch wordt meegenomen. Vaak wordt hierin verondersteld dat de onderneming na de specifieke planningsperiode een stabiele situatie heeft bereikt en het laatste planningsjaar als uitgangspunt dient voor de jaren daarna.



Wanneer gebruik gemaakt wordt van de Multiple methode, dan wordt de operationele winst (het resultaat vóór rentelasten, belastingen, afschrijvingen en amortisatie) door 87% van de respondenten als basis gebruikt. Na deze 'EBITDA' multiple volgen de EBIT multiple, de Omzet multiple en de Winst multiple in volgorde van gebruik. Om de te hanteren multiples in te schatten, wordt meestal gebruik gemaakt van (al dan niet) publiek toegankelijke bronnen en ervaringscijfers.

Hoewel de waarderingsmethodiek voor een grote onderneming hetzelfde kan zijn als voor een kleine onderneming, geeft 80% van de respondenten aan een kleine onderneming wel degelijk anders te waarderen dan een grote onderneming en dus rekening te houden met het 'Small Firm Effect'.

Voordat de vraag beantwoord kan worden waarom en hoe nu rekening gehouden wordt met specifieke kenmerken van kleine(re) ondernemingen, is het van belang om gevoel te krijgen bij wat men in het veld onder een kleine onderneming verstaat. Hier zijn meerdere criteria voor te gebruiken, maar de meest gebruikte zijn de omzet en het aantal medewerkers (uitgedrukt in FTE). De gemiddelde grenswaarden die voor deze criteria gebruikt worden zijn € 45 miljoen omzet en 131 FTE.

*"Iets minder dan de helft (48,9%) geeft aan de multiple te verlagen met 19% tot 31%."*

Op de vraag 'waarom' men kleine ondernemingen anders waardeert dan grote ondernemingen worden zeer veel verschillende factoren genoemd. De top 10, in volgorde van belangrijkheid, zijn:

1. Afhankelijkheid van het management
2. Spreiding van de activiteiten
3. Afhankelijkheid van de leveranciers en afnemers
4. Illiquiditeit
5. Kwetsbaarheid
6. Reputatie/Merknaam
7. Toetredingsbarrières en toetredingskansen
8. Groeimogelijkheden/Innovatie
9. Informatie asymmetrie
10. Continuïteit

Maar waar komt het Small Firm effect terug in de waarderingsmethodiek, en hoe groot is het effect? Dat is uiteraard afhankelijk van de gekozen waarderingsmethodiek:

- Ruim tweederde van de respondenten (66,7%) geeft aan een correctie te maken in de kostenvoet (met een gemiddelde aanpassingen tussen de 4% en 9%).
- Iets minder dan de helft (48,9%) geeft aan de multiple te verlagen met 19% tot 31%.
- 20% van de respondenten maakt een correctie door middel van aanpassing op de totale waarde van de onderneming en passen een discount toe van 22% tot 37%.



- Ruim 15% maakt de aanpassingen in de prognoses van de kasstromen.
- Een kleine 7% geeft aan een correctie in zowel de kasstromen als de kostenvoet te maken.

Hoewel kleine ondernemingen gewaardeerd worden met dezelfde methodieken als die voor grote ondernemingen, blijkt de waardering gemiddeld tussen de 20% en 40% lager uit te vallen dan die van grote ondernemingen.