

# WAT ZIJN DE BOUWSTENEN EN VARIABELEN VAN EEN WAARDERINGSPROCES?

Dirk De Weghe – 15 Juni 2021

Accountancy & Advisory

ACCOUNTING & REPORTING TAX & LEGAL  
M&A & FINANCE STRATEGY & PERFORMANCE

## Techlink: Linking technicians

---

- Grootste sectorfederatie voor installateurs in België
  - Meer als 3000 leden installatiebedrijven (werkgevers en zelfstandigen)
  - Vertegenwoordigen 80% van de tewerkstelling binnen de installatiebedrijven
  - Sectorraden Nationaal
    - Sectorraad Elektrotechniek (PSC 149.01 en PC 200)
    - Sectorraad HVAC & Sanitair (PC 124 en PC 200)
  - Lokale verankering met provinciale werking in elke provincie
  - Nationaal team van 15 personen
- Maakt deel uit van de koepelorganisatie Confederatie Bouw



## Techlink: Linking technicians

---

- Techlink is de eerste én enige federatie in België die installatiebedrijven van alle technieken verbindt, versterkt en vertegenwoordigt
  - Zowel elektrotechniek als HVAC & Sanitair
- Techlink neemt zijn verantwoordelijkheid op als sectorleider door een voortrekkersrol op te nemen in de energietransitie en de veranderende maatschappelijke context waarin installateurs in de toekomst moeten werken.
- Techlink ondersteunt en begeleidt alle Belgische installateurs doorheen de onvermijdelijke energietransitie
  - Events, infosessies, opleidingen en masterclasses
  - Install Day (175 exposanten en 3300 bezoekers in 2019)
  - Overleg met stakeholders
- Sociaal, juridisch en technisch advies
- Lobbywerk



## Onze spreker:

---



Dirk De Weghe  
Senior Manager | M&A Finance  
@Deloitte Accountancy



# Inleiding

# Inleiding

## Vooranalyse waardering

- Waarderen van een onderneming is geen exacte wetenschap. Er bestaat **geen 'perfecte' waarderingmethode**
- **Veelheid aan methoden** die elk hun waarde kunnen hebben in specifieke situaties
- **Grondige kennis onderneming** primeert (activiteit, organisatie, financiële cijfers, ...)
- **Elke onderneming is uniek** en bijgevolg ook de waardering van die onderneming
- Uitgangspunt: **budget** of op basis van historische cijfers een **inschatting** maken van het budget



Kritische analyse van de basisgegevens is een must

# Waarderingsmethoden

# Waarderingsmethoden

## Inleiding

- **Veelheid aan methoden** die elk hun waarde kunnen hebben in specifieke situaties
- 3 courante waarderingsmethoden

1

**Substantiële waarde  
methode**

- Statische methode
- Op basis van verleden
- Holding, Immoventnootschap

2

**Discounted Cash Flow  
methode**

- Dynamische methode
- Op basis van vandaag/toekomst
- Industriële of dienstverlenende onderneming

3

**Multiples  
methode**

- Dynamische methode
- Op basis van vandaag/toekomst
- Industriële of dienstverlenende onderneming

- **Case study** – Peeters NV
  - Gegevens: Historische jaarrekening van Peeters NV per:
    - 31 december 201X
    - 31 december 201X-1
    - 31 december 201X-2
    - 31 december 201X-3



# Waarderingsmethoden

## Substantiële waarde

### Activa-gedreven

**Basis = boekhoudkundig eigen vermogen**

### Correcties op activa en passiva

- Marktwaaarde vastgoed
- Verkoopswaaarde machines
- Inbaarheid vorderingen
- Rekening houdend met latente belastingen

**Resultaat = gecorrigeerd eigen vermogen**



1

Substantiële waarde  
methode

# Waarderingsmethoden

## Substantiële waarde

<b>Substantiële waarde – Peeters NV</b>	
<i>000 EUR</i>	
Boekwaarde 31/12/201X	14.635
Correcties actief	
Waarde R&D projecten	500
Meerwaarde gebouwen	11.500
Meerwaarde installaties, machines en uitrusting	2.500
Meerwaarde voorraden	1.000
Afwaaarding debiteuren	-350
Totaal actief correcties	15.150
Correcties passief	
Saneringsverplichting	-500
Totaal passief correcties	-500
Belastinglatenties Activa	-3.788
Belastinglatenties Passief	125
Totaal latente belastingen	-3.663
<b>Substantiële waarde</b>	<b>25.622</b>

# Waarderingsmethoden

## Verdisconteerde kasstroom

2

Discounted Cash Flow methode

### Op basis van rendement

- Toekomstige vrije operationele kasstroom op basis van genormaliseerde historische cijfers of gebudgetteerde cijfers
- Toekomstige vrije operationele kasstroom gaan actualiseren
- Actualiseren van de berekende kasstroom aan de hand van verdisconteringsvoet
- Verdisconteringsvoet = de gewogen gemiddelde kapitaalskost (WACC)



### De WACC

- Onderneming wordt typisch gefinancierd met eigen middelen en schulden
- Beide worden geacht een vergoeding te genereren
- Vergoeding voor eigen middelen = typisch rond 15 %
- Vergoeding voor schulden = intrestvoet = 2 à 3 %
- De WACC is dan het gewogen gemiddelde van de twee vergoedingen (tussen 8 à 12 %)

## Waarderingsmethoden

### Verdisconteerde kasstroom (DCF)

Peeters NV - WACC = 8,64 %								
000 EUR	201X	201X+1	201X+2	201X+3	201X+4	201X+5	Perpetuïteit waarde	SOM
Operationele winst (EBIT)	3.976	4.705	4.516	4.343	4.427	4.517	4.517	31.000
Afschrijvingen	1.095	1.000	1.500	2.000	2.000	2.000	2.000	11.595
Operationele cashflow (EBITDA)	5.071	5.705	6.016	6.343	6.427	6.517	6.517	42.595
Belastingen 25 %	-1.351	-1.599	-1.535	-1.476	-1.505	-1.535	-1.535	
Investeringsen	-1.508	-1.500	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	
Verandering werkkapitaal	-1010	-1160	600	-1050	-52	-1805	0	
Vrije operationele kasstroom	1.202	1.446	3.081	1.817	2.870	1.177	2.982	14.573
Kapitalisatie							34.525	
Discountfactor	1	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64	0,64	
Actuele waarde	1.202	1.331	2.610	1.417	2.061	778	22.817	32.215
<b>Ondernemingswaarde DCF</b>	<b>32.215</b>							
Netto financiële schuld	-6.406							
Aandeelhouderswaarde DCF	25.809							

# Waarderingsmethoden

## Multiples

3

Multiples  
methode

Berekenen van de ondernemingswaarde op basis van peer multiples

- Parameter x multiple
- Historische data omtrent deals in het verleden (deal multiples)
- Beursgenoteerde ondernemingen (market multiples)

### Mogelijke parameters

- EBITDA
- EBIT
- Omzet

### Voorbeeld

EBITDA x Multiple = Ondernemingswaarde

+ Kaspositie

– Financiële schulden

= Aandeelhouderswaarde



# Waarderingsmethoden

## Multiples methode

### We hebben een 'peer groep' van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven van de VS, Europa en Azië opgesteld

- Een 'peer groep' is nooit volledig vergelijkbaar met Peeters NV omdat er geen beursgenoteerde bedrijven bestaan die exact dezelfde activiteiten, geografische spreiding en financiële cijfers hebben

### Zoals kan afgeleid worden uit de tabel, zijn de 'peer groep' bedrijven in 201X gemiddeld gequoteerd aan

- 6,26 x EBITDA
  - 8,38 x EBIT
- } zonder eliminatie van extreme waarden

### Omdat Peeters NV niet beursgenoteerd is en er een verhoogde kans op illiquiditeit van aandelen is, moet een vermindering toegepast worden

- Deze vermindering varieert tussen 20 à 30 %

	Ondernemingswaarde (OW)	OW/Omzet	OW/EBITDA	OW/EBIT
Bedrijf	In miljoen EUR	201X	201X	201X
Bedrijf A	44 834.47	0,89x	6,36x	9,45x
Bedrijf B	6 290.63	0,53x	8,34x	9,21x
Bedrijf C	21 855.16	1,19x	8,17x	13,93x
Bedrijf D	1 574.68	0,11x	3,65x	5,78x
Bedrijf E	1 120.97	0,13x	5,03x	7,38x
Bedrijf F	28 357.99	0,32x	6,14x	6,04x
Bedrijf G	3 044.83	0,33x	6,10x	6,90x
	Gemiddelde	0,50	6,26	8,38
	Discount 20 %	0,38	5,01	6,70

# Waarderingsmethoden

## Multiples methode

Multiple Waardering – Peeters NV		
000 EUR		
	EBITDA	EBIT
Peeters (201X)	5.071	3.976
Correcties		
Verkopen particulieren	-	-
Huur magazijn	250	250
Niet operationele uitgaven	100	100
Bezoldiging echtgenote	100	100
<b>Totaal correcties</b>	<b>450</b>	<b>450</b>
Peeters (201X) - genormaliseerd	5.521	4.426
Marktmultiples @ discount	5,01x	6,70x
Ondernemingswaarde multiples	27.660	29.672
Netto financiële schuld	-6.406	-6.406
Aandeelhouderswaarde Multiples	21.254	23.266

## Waarderingsmethoden: conclusie Peeters NV

Conclusie <i>000 EUR</i>	Waarde	Gewicht	Bijdrage
Substantiële waarde	25.622	1/3	8.541
Verdisconteerde kasstroom	25.809	1/3	8.603
Multiples methode EBITDA	21.254	1/3	7.085
<b>De gewogen indicatieve waarde bedraagt zo:</b>			<b>24.229</b>



## Waarderingsmethoden en consensus prijs

	Principe	Voordelen	Nadelen
<b>Substantiële waarde</b>	“Ik betaal niet meer dan de werkelijke waarde van de activa en passiva.”	▲ Eenvoudige methode	▼ Toekomst wordt niet in acht genomen
<b>Verdisconteerde kasstroom</b>	“Ik betaal niet meer dan de actuele waarde van de toekomstige cashflows – rekening houdend met het bijhorende risico om ze te realiseren.”	▲ De methode houdt rekening met de toekomst	▼ Veel variabelen: discontovoet, investeringen ...
<b>Multiples methode</b>	“Ik betaal niet meer dan wat anderen betalen voor gelijkaardige bedrijven.”	▲ Marktconform ijkpunt	▼ Moeilijk om vergelijkbare bedrijven te vinden ▼ Transactie multiples vaak niet beschikbaar en/of betrouwbaar

# Waarde vs. prijs

## Waarde versus prijs

Prijs zelden gelijk aan waarde onderneming

**Waarde als gevolg van mathematische berekeningen**

**Prijs als gevolg van onderhandelingen tussen koper en verkoper**

**Verschil als gevolg van:**

- Niet-financiële aspecten
- Alternatieven voor partijen
- Financieringsmogelijkheden en terugbetalingscapaciteit
- Risico's en garanties
- Onderhandelen



# Directe en indirecte waardeinstuwers

# Directe en indirecte waardebestuwers

Direct: financiële parameters

## **Omzet**

### **Brutomarges**

### **EBITDA**

### **EBIT**

- Analyse kosten en opbrengsten

## **Niveau werkkapitaal**

- Impact op een genormaliseerde kaspositie

## **Liquiditeit/kasstroom**

## **Schuldgraad**

## **Waarde van activa (vastgoed, machines, etc.)**

### **Herwaarderingsmeerwaarden**





## **Investeringen**

- Rendement voldoende hoog?



## Directe en indirecte waardebestuwers

Direct: niveau werkkapitaal

	Klanten- krediet	Leveranciers- krediet	Voorraad	Behoeftes netto- bedrijfskapitaal
Dagen	83,2	47,6	381,8	
K EUR	5.532	1.825	14.195	17.902
<i>Schuldafbouw voor een bedrag van 1.005 K EUR</i>				- 1.005
				
<i>Nodige nettobedrijfskapitaalacties om afbouw te compenseren</i>				
	- 10	+ 1	- 8	
				
Dagen	73,2	48,6	373,8	
K EUR	4.867	1.863	13.897,6	16.897

## Directe en indirecte waardebestuwers

Wat zijn de indirecte waardebestuwers?

1

### **Slechte timing in functie van product life-cycle**

Evolutie van het product of de dienst: toekomst domineert verleden

Innovatie gedefinieerd en aantoonbaar

2

### **Onprofessionele organisatie van het bedrijf**

Zijn er frequente en betrouwbare informatiestromen aanwezig?

Is er een relevante rapportering aanwezig?

Transparantie en procedures

Groepsstructuur

3

### **Onvoldoende spreiding van leveranciers- en klantenbestand**

Pareto-principe

Alternatieven mogelijk?

4

### **Claims**

Mogelijke schikkingen?

# Financierbaarheid



# Financierbaarheid

## Niet-bancaire component

Eigen inbreng: een essentiële component van uw overnamefinanciering

### Afhankelijk van de activiteit (sector) en activa die wordt gefinancierd

- Percentage eigen inbreng relatief hoog: 25 % à 40 % (afhankelijk van de overnameprijs/EBITDA-multiple)
- Hoe minder (tastbare) activa, hoe hoger de benodigde eigen inbreng
- Risicogevoeligheid sector

### Tips

- Leg tijdig een spaarpotje aan
- Breng tijdig uw toekomstige (middel)langetermijn behoeften in kaart

### Financieren van groei met beperkte eigen middelen

- Quasi eigen inbreng wordt ook beschouwd als bancaire eigen inbreng
- Mogelijke alternatieven op eigen liquide middelen:
  - Mezzaninefinanciering (door PMV)
  - win-win lening via familie, vrienden en kennissen
  - (achtergestelde) lening bij professionele investeerders (belang van het netwerk)
  - “Vendor loan”
  - “Earn out”



# Financierbaarheid

## Bancaire component

### Bancaire financiering

- **Gunstig klimaat** van aanhoudende lage markttrentes en een hoge liquiditeit in de markt
- De 'afstand' tussen het krediet (bij de holding) en de cashflow voor terugbetaling (bij de target)
- **Aftrekbaarheid van interesten** op niveau van de holding



### Elementen van de financieringsaanvraag

- **Financieringstermijn:**
  - ✓ Aandelen max. op **7 jaar**
  - ✓ Korte vs. lange termijn financiering
- Breng de **totale financieringsbehoefte** in kaart
- Geef de **terugbetalingscapaciteit** aan (representatieve, stabiele kasstromen)
- **Interest**
  - ✓ Kies de juiste renteformule (vast/variabel/termijn)
- **Zekerheden (waarborgen)**
  - ✓ Overweeg welke waarborgen u wenst te verlenen (bepaling netto risico)
  - ✓ Aanwezigheid tastbare activa
  - ✓ Volmacht voor de zekerheden zijn goedkoper dan effectieve inschrijving
  - ✓ Indien zelf weinig waarborgen: mogelijke alternatieven
    - Tweede waarborgregeling PMV (tot 75 %)
    - Waarborgregeling Europees Investeringsfonds (tot 50 %)
- **Kapitaalaflossing**
  - ✓ Opstartfase of post-overnameperiode financieel zwaar, kapitaaluitstel geeft u de nodige ademruimte
- **Aflossingsplan**
  - ✓ Diverse scenario's van omzetsdaling, marge-evolutie
- **Vervangingsinvesteringen**
- **Covenanten:**
  - ✓ Financiële en niet-financiële
- Financiering van de groei van het bedrijfskapitaal

# Adviseurs tijdens proces

# Adviseurs

Nood aan gespecialiseerd advies



## Overnamebemiddeling

- Procesbegeleiding
- Vorbereiding en oriëntering
- Opsporen en benaderen targets
- Onderhandelen
- Due diligence
- Afronden transactie



## Financieel

- Pre- en post-acquisitie advies
- Waardebepaling
- Vorbereiding dossier
- Financiering en structurering



## Juridisch

- Pre- en post-acquisitie advies
- Vertrouwelijkheids-overeenkomst
- Intentieverklaring
- Verkoopovereenkomst
- Aandeelhouders-overeenkomst
- Bijstand risico en opportuniteitsanalyse
- Financiering en structurering



## Fiscaal en btw-technisch

- Pre- en post-acquisitie advies
- Financiering en structurering
- Bijstand risico en opportuniteitsanalyse

# Adviseurs

## Aandachtspunten

Stel concrete vragen aan uw accountant

### Tijdens de voorbereiding

- Is onze rapportering voldoende professioneel? Zijn hier nog mogelijkheden voor verbetering?
- Hoe passen we een overname in de huidige structuur van de onderneming/groep?
- Welke is de jaarlijkse vrije cashflow die we kunnen gebruiken om overnames te financieren?

### Tijdens het overnameproces

- Kan je op basis van de voorziene synergie en de timing hiervan, een business plan opstellen om de banken te helpen overtuigen?



## Contactgegevens

**Deloitte.**  
Private



Karel Vercruysse  
Director M&A & Finance  
+ 32 475 33 12 23  
kvercruysse@deloitte.com



Dirk De Weghe  
Senior Manager M&A & Finance  
+ 32 498 08 64 44  
ddweghe@deloitte.com



Shana Van den branden  
Specialist Tax & Legal  
+ 32 476 21 55 06  
svandenbranden@deloitte.com



# Deloitte.

## Private

### Accountancy & Advisory

ACCOUNTING & REPORTING TAX & LEGAL  
M&A & FINANCE STRATEGY & PERFORMANCE

De inhoud en de lay-out van deze presentatie zijn de exclusieve eigendom van Deloitte Accountancy (hierna “Deloitte”) en/of zijn medewerkers en worden beschermd door het auteursrecht en andere relevante intellectuele eigendomsrechtswetten en verdragen. Geen enkele reproductie in om het even welke vorm of via om het even welk medium is toegestaan zonder de uitdrukkelijke toestemming van Deloitte.

Deze presentatie werd opgemaakt in algemene termen en men kan er dan ook voor specifieke situaties niet op steunen.

Hoewel Deloitte de betrouwbaarheid van de gegeven informatie nagaat, is dergelijke informatie algemeen en kan Deloitte in geen geval aansprakelijk worden gesteld voor mogelijke fouten die kunnen optreden ten gevolge van het gebruik of de interpretatie van deze informatie zonder de bijstand van Deloitte.

De informatie die in deze presentatie is vervat, is gebaseerd op de wet, reglementeringen, rechtspraak, concrete gevallen, rulings en andere bronnen die bestaan op het moment van de presentatie. Bijgevolg kunnen latere wijzigingen in of aan het voorgaande (waarvoor Deloitte geen verantwoordelijkheid draagt om de lezer/gebruiker ervan te informeren) leiden tot de ongeldigheid van de informatie vervat in de presentatie.

Toepassing van de vervatte principes zal afhangen van de specifieke toepasselijke omstandigheden en we raden aan dat U professioneel advies vraagt vooraleer te handelen of u te onthouden van enige handeling op basis van de inhoud van deze presentatie. Deloitte zal de lezer/gebruiker graag bijstaan om hem te adviseren hoe de principes vervat in deze presentatie toe te passen in specifieke situaties. Deloitte aanvaardt geen zorgvuldigheidsplicht of aansprakelijkheid voor enig verlies veroorzaakt aan een persoon die handelt of die zich onthoudt van enige handeling als gevolg van enige informatie vervat in deze presentatie.

#### About Deloitte

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”), its global network of member firms, and their related entities (collectively, the “Deloitte organisation”). DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) and each of its member firms and related entities are legally separate and independent entities, which cannot obligate or bind each other in respect of third parties. DTTL and each DTTL member firm and related entity is liable only for its own acts and omissions, and not those of each other. DTTL does not provide services to clients. Please see [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) to learn more.

Deloitte Private is the brand under which firms in the Deloitte network provide services to privately owned entities and high-net-worth individuals.

Deloitte is a leading global provider of audit and assurance, consulting, financial advisory, risk advisory, tax and related services. Our global network of member firms and related entities in more than 150 countries and territories (collectively, the “Deloitte organisation”) serves four out of five Fortune Global 500® companies. Learn how Deloitte’s approximately 330,000 people make an impact that matters at [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com).

© 2021. For information, contact Deloitte Private | Accountancy & Advisory.