

UNIVERSITEIT GENT

FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE

ACADEMIEJAAR 2014 – 2015

**WAARDERING VAN EEN ONDERNEMING.
LITERATUURSTUDIE EN EMPIRISCHE
TOETSING.**

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van

Master of Science in de Handelswetenschappen

Julie De Kezel

onder leiding van

Prof. Els De Wielemaker

UNIVERSITEIT GENT

FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE

ACADEMIEJAAR 2014 – 2015

**WAARDERING VAN EEN ONDERNEMING.
LITERATUURSTUDIE EN EMPIRISCHE
TOETSING.**

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van

Master of Science in de Handelswetenschappen

Julie De Kezel

onder leiding van

Prof. Els De Wielemaker

PERMISSION

Ondergetekende verklaart dat de inhoud van deze masterproef mag geraadpleegd en/of gereproduceerd worden, mits bronvermelding.

Julie De Kezel

WOORD VOORAF

Deze masterproef heeft als doel de determinanten te bepalen die noodzakelijk zijn voor het waarderen van een onderneming. In de uitgebreide literatuurstudie worden de verschillende waarderingsmethodes besproken die kunnen dienen tot de berekening van de waarde van een onderneming. Vervolgens worden deze methodes één voor één empirisch getoetst aan de hand van een waarderingstool die opgesteld werd.

In de eerste plaats wil ik mijn promotor Prof. Els De Wielemaker bedanken voor de kans die ze mij geboden heeft om deze masterproef te schrijven. Haar praktische feedback droeg ongetwijfeld bij aan de volledigheid van deze masterproef.

In het bijzonder ook een oprecht woord van dank aan Bart Vermoesen, zaakvoerder van Warfid, voor de tijd die hij heeft genomen om deze masterproef na te lezen en het verstrekken van informatie voor de empirische toetsing. Ook Michiel De Schaepmeester wil ik bedanken voor zijn nuttige inbreng bij het opstellen van deze empirische toetsing.

Ten slotte wil ik nog mijn ouders bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun. Hun enthousiasme omtrent de accountancy en fiscaliteit en hun deskundig advies waren bovendien een bron van inspiratie bij het schrijven van deze masterproef.

Julie De Kezel

INHOUDSOPGAVE

Woord vooraf	I
Inhoudsopgave	II
Lijst van gebruikte afkortingen	V
Lijst van tabellen en figuren	VII
Inleiding	1
Literatuurstudie	4
Hoofdstuk 1: De waarderingscontext	4
1.1 Context	4
1.2 Verzamelen en bewerken van gegevens	5
1.2.1 Rentevoet.....	5
1.2.2 Risicopremie.....	6
1.2.3 Kost van het eigen vermogen.....	8
1.2.4 Risicoperiode.....	11
1.2.5 Kapitaalkost.....	11
1.2.6 Restwaarde	15
1.2.7 Methode	16
Hoofdstuk 2: Waarderingsmethodes.....	18
2.1 Vermogensgerichte benadering.....	19
2.1.1 Eigen vermogenswaarde.....	19
2.1.2 Substantiële waarde	20
2.2 Inkomensgerichte benadering	27
2.2.1 Rendementswaarde.....	27
2.2.2 EBITDA-methode	31
2.2.3 Kasstroommethode (Discounted Cash Flow)	33
2.2.4 EVA methode.....	46

2.3 Hybride methodes	49
2.3.1 Standaardmethode	49
2.3.2 Goodwillmethode	51
2.3.3 Overwinstmethode	54
2.4 Marktgerichte benadering	55
2.4.1 Vergelijkbare ondernemingen	56
2.4.2 Beursratio's	57
2.4.3 Standaardratio's	62
2.5 Alternatieve methodes	63
2.5.1 Schmalenbach of gemiddelde methode	63
2.5.2 Retail methode	64
2.5.3 Berliner methode	64
2.5.4 Bush methode	65
2.5.5 Barnay en Calba methode	65
2.5.6 Peumans methode	65
2.5.7 U.E.C. methode	66
2.5.8 Gref methode	66
2.5.9 Lopende permanente goodwill afschrijving	67
2.5.10 Fidex methode	67
2.5.11 Gemiddelde overwinst methode	67
2.5.12 Kapitalisatie overwinst	68
2.5.13 Leake methode	68
2.5.14 Kapitalisatie vrije cash flow	68
2.5.15 Solomon methode	69
Hoofdstuk 3: Resultaten	71

Toelichting bij de waarderingstool	74
Hoofdstuk 1: De waarderingscontext	74
1.1 Algemene bedrijfsinformatie	74
1.2 Balans en resultatenrekening.....	75
1.3 Financiële analyse.....	75
1.4 Bijlagen.....	76
Hoofdstuk 2: Waarderingsmethodes	76
Algemeen besluit	77
Beperkingen, implicaties en suggesties voor verder onderzoek	79
Lijst van geraadpleegde werken	IX
Bijlage: Waarderingstool.....	IX

LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN

APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
BBP	Bruto Binnenlands Product
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Discounted Dividend Model
DFCF	Discounted Free Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EVA	Economic Value Added
FCF	Free Cash Flow
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to the Firm
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
KMO	Kleine of Middelgrote onderneming
NACE	Nomenclature statistique des activités économique dans la Communauté européenne
NAICS	North American Industry Classification System
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
OLO	Obligation Linéaire - Lineaire Obligatie
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity

ROIC	Return On Invested Capital
SIC	Standard Industrial Classification
TA	Total Assets
U.E.C.	Union Européenne des Experts Comptables
WACC	Weighted Average Cost of Capital

LIJST VAN TABELLEN EN FIGUREN

Tabel 1: Berekening van de liquidatiewaarde	4
Tabel 2: Berekening van de risicopremie	7
Tabel 3: Berekening van de kost van het eigen vermogen	9
Tabel 4: Berekening van de WACC.....	13
Tabel 5: Sensitiviteitsanalyse voor de WACC	14
Tabel 6: Overzicht van de verschillende modellen en de nodige gegevens om de waarde van een onderneming te bepalen.....	17
Tabel 7: Berekening van de eigen vermogenswaarde van BVBA X	20
Tabel 8: Berekening van het gecorrigeerd netto-actief	23
Tabel 9: Correcties op het netto-actief	24
Tabel 10: Berekening van de substantiële waarde van BVBA X	26
Tabel 11: Berekening van EBIT en EBITDA op basis van het Belgische jaarrekeningschema	31
Tabel 12: Waarde van BVBA X volgens de EBITDA-methode	32
Tabel 13: Kasstroommodellen.....	33
Tabel 14: Kasstroom uit de bedrijfsactiviteiten.....	40
Tabel 15: Kasstroom uit de investeringsactiviteiten.....	41
Tabel 16: Kasstroom uit de financieringsactiviteiten	42
Tabel 17: Waarde van BVBA X volgens de DCF methode	43
Tabel 18: Sensitiviteitsanalyse waarde van de onderneming in functie van oneindige groei en WACC	44
Tabel 19: Berekening van de operationele belastingen.....	47
Tabel 20: Berekening van de NOPAT	47
Tabel 21: Berekening van het geïnvesteerde vermogen	47
Tabel 22: Berekening van de ROIC.....	48
Tabel 23: Berekening van de EVA	48
Tabel 24: Waarde van BVBA X volgens de EVA methode	49
Tabel 25: Waarde van BVBA X volgens de goodwillmethode	53
Tabel 26: Meest gebruikte beursratio's in de praktijk	58
Tabel 27: Standaardratio's voor Belgische ondernemingen	62
Tabel 28: Overzicht van de ondernemingswaarden van BVBA X volgens de alternatieve methodes.....	70
Tabel 29: Overzicht uitkomsten van de waarderingsmethodes voor BVBA X.....	72
Tabel 30: Overzicht van de voor- en nadelen van elke waarderingsmethode.....	78

Figuur 1: Aangelegde voorziening volgens de Belgische GAAP	22
Figuur 2: Aangelegde voorziening volgens IFRS	22

Geen gegevens voor lijst met afbeeldingen gevonden.

INLEIDING

Wanneer men een onderneming wenst te evalueren en men tracht uit te zoeken welke waarderingmethode best te gebruiken, zal men al snel ontdekken dat er een overweldigend aantal waarderingstechnieken bestaan. Sommige methodes zijn eenvoudig, zoals de vergelijkende methodes, anderen zijn ingewikkelder, zoals het discounted cash flow model. Welke methode dient men nu te gebruiken? Helaas bestaat er niet één enkele methode die het best gebruikt wordt voor elke situatie (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Elke onderneming is anders en elke sector heeft unieke eigenschappen die variërende waarderingstechnieken vereisen. In deze masterproef zullen de waarderingmethodes die het meest voorkomen in de literatuur en in de praktijk gedefinieerd en geïllustreerd worden. Er zal eveneens een aanduiding gegeven worden van wanneer men best welke methode gebruikt en waar de verschillende geïllustreerde modellen tekort schieten.

Waarderingsmethodes zijn niet recent ontstaan. Williams stelde in 1938 al dat de waarde van een onderneming berekend kan worden door de som te nemen van de waarde van alle investeringsprojecten van die onderneming (Williams, 1938). Modigliani en Miller legden in 1958 reeds de fundamentele van een theorie vast om ondernemingen en aandelen te waarderen in een wereld van onzekerheid (Modigliani & Miller, 1958). Sindsdien zijn er ontelbare waarderingmethoden en modellen ontstaan met elk hun specifieke formules, mogelijkheden en beperkingen, pro's en contra's, en ... verschillende uitkomsten. Er zal dus geval per geval een subjectieve keuze moeten gemaakt worden van de te gebruiken waarderingmethode (Pouseele B. , 2013 a). Deze waarderingmethoden worden in de literatuur op verschillende manieren ingedeeld. Sommigen spreken van directe en indirecte methodes (Ferris & Pettitt, 2013), anderen onderscheiden intrinsieke en vergelijkende methodes (Groessens, 2010), methodes op basis van de vermogensgerichte benadering, inkomensgerichte benadering en marktgerichte benadering (Pouseele B. , 2013 a), boekhoudkundige en economische methodes, etc.

Fundamenteel wordt de waarde van een onderneming bepaald vanuit twee invalshoeken: de substantiële waarde en de rendementswaarde. Wanneer men de bedrijfsactiva van een onderneming vermindert met de schulden, zal men de substantiële waarde bekomen. Deze is dus gebaseerd op de historische gegevens van de onderneming. De rendementswaarde daarentegen zal de winstgevendheid van de onderneming als basis nemen en zal dus gebaseerd zijn op de verwachte toekomstige gegevens (Pouseele B. , 2013 a).

Zowel in het kader van fusies en overnames, kapitaalverhogingen en beursintroducties is de waardebeoordeling van een onderneming van groot belang (Keuleneer & Verhoog, 2003). Voor de koper zal de ondernemingswaarde een indicatie geven over de hoogste prijs die hij voor de onderneming zal moeten betalen. Voor de verkoper aan de andere kant zal de waarde aangeven tegen welke prijs hij bereid zal zijn om zijn onderneming te verkopen. Voor beursgenoteerde bedrijven zijn er nog een aantal andere redenen waarom het voordelig is de waarde van een onderneming te kennen. De aandeelhouders kunnen namelijk de waarde die ze gekregen hebben vergelijken met de marktwaarde van deze aandelen en beslissen of ze hun aandelen al dan niet willen verkopen. Investeerders kunnen ook de waarden van verschillende ondernemingen vergelijken om te beslissen in welke onderneming ze zullen investeren. Voor beursintroducties is het interessant de waarde van een onderneming te kennen om te bepalen tegen welke prijs de aandelen aangeboden zouden moeten worden (Fernández, 2002 b).

Vooraleer de verschillende waarderingmethodes te illustreren zal een hoofdstuk gewijd worden aan de beschrijving van de waarderingcontext. Het hoofdstuk geeft een beeld van de nodige gegevens die verzameld moeten worden en welke gegevens bewerkt dienen te worden alvorens men ze in de waarderingmodellen kan implementeren.

In het tweede hoofdstuk zullen vervolgens de verschillende methodes om een onderneming te waarderen besproken worden. De methodes zullen ingedeeld worden volgens drie soorten benaderingen. Een eerste benadering is de vermogensgerichte benadering, met methodes zoals de eigen vermogenswaarde en de substantiële waarde, die zich op historische gegevens van de onderneming baseren. De tweede benadering is de inkomensgerichte benadering, met methodes zoals de rendementswaarde, de EBITDA-methode, de kasstroommethode en de EVA methode, die de verwachte inkomsten als basis voor de berekening zullen gebruiken. De derde soort benadering is de marktgerichte benadering. Deze zal gebruik maken van beursratio's (voor beursgenoteerde ondernemingen) en van standaardratio's (voor niet-beursgenoteerde ondernemingen).

Naast deze drie soorten zullen nog drie hybride methodes en vijftien alternatieve methodes besproken worden. De hybride methodes (de standaardmethode, de goodwillmethode en de overwinstmethode) maken gebruik van gegevens uit de eerste twee benaderingen. De alternatieve methodes ten slotte maken gebruik van gegevens uit de vermogensgerichte benadering, de inkomensgerichte benadering en gegevens die berekend werden door de hybride methodes.

Naast een uitgebreide literatuurstudie bestaat deze masterproef ook uit de creatie van een waarderingstool waarmee de waarde van ondernemingen berekend kan worden. De data voor deze empirische toetsing werden verzameld bij een KMO uit de drukkerijsector. In de tool dient men de gepubliceerde jaarrekening van deze BVBA in te geven, alsook enkele basisgegevens zoals de risicovrije

intrestvoet, de marktrente, de bèta coëfficiënt, de annuïteitsfactor, de groeivoet en dergelijke meer. Vervolgens wordt er rekening gehouden met enkele correcties die men kan opgeven zodat een herwerkte balans en resultatenrekening ontstaan die een getrouw beeld van de onderneming weergeven. Als basis voor de waardebeoordeling werd uitgegaan van de balans en resultatenrekeningen van de vennootschap over de voorbije boekjaren, meer bepaald de balans en resultatenrekening per 31 december 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 en 2013. Vervolgens werden de balans en resultatenrekening voor de komende vijf boekjaren voorspeld.

Na het invoeren van deze basisgegevens wordt de waarde van de onderneming automatisch berekend volgens de 25 waarderingmethoden die in deze masterproef besproken worden. De verschillende methodes en hun uitkomsten zullen geïncorporeerd worden in de literatuurstudie door ze als korte cases te bespreken. Na de literatuurstudie volgt een hoofdstuk waarin de waarderingstool wordt toegelicht. De uiteindelijke volledige waarderingstool zal vervolgens te vinden zijn als laatste deel van deze masterproef bij "Bijlage: Waarderingstool".

LITERATUURSTUDIE

HOOFDSTUK 1: DE WAARDERINGSCONTEXT

Voordat men aan een waardering van een onderneming begint, dient men eerst twee aspecten te verduidelijken. Ten eerste dient de context waarbinnen de waardering wordt uitgevoerd uiteengezet te worden. Gaat het om een herstructurering, een acquisitie, een uitkoop van een vennoot, de bepaling van de ruilverhouding bij fusies, een inbreng in natura, een quasi-inbreng? Ten tweede dient men te verduidelijken welke documenten en financiële informatie ter beschikking gesteld worden (Groessens, 2010).

1.1 CONTEXT

De context waarbinnen een waardering wordt uitgevoerd is van groot belang. Wanneer het bijvoorbeeld gaat over een fusie, is niet alleen de waarde van de over te nemen onderneming van belang. Bij een fusie zal ook rekening moeten gehouden worden met de synergiën die ontstaan wanneer twee of meerdere bedrijven samengevoegd worden (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

Het is ook mogelijk een waardering uit te voeren met het oog op de liquidatie van de onderneming. In dat geval wordt niet uitgegaan van de 'going-concern'-gedachte maar zal de waarde van de onderneming berekend worden in het geval de individuele activa verkocht en de passiva vereffend worden (Palepu, Healy, & Peek, 2013). De liquidatiewaarde kan in situaties waar onderhandeld wordt over de overnameprijs dienen als ondergrens van de prijszetting. Een mogelijke berekening van een liquidatiewaarde van de drukkerij die in deze masterproef besproken zal worden (hierna genoemd "BVBA X") is als volgt:

Actief	Balanswaarde	Opbrengst%	Opbrengst
Vaste activa	1.868.026,76	75%	1.401.020,07
Voorraden	538.000,00	60%	322.800,00
Debiteuren	1.513.423,28	90%	1.362.080,95
Liquide middelen	1.067.347,71	100%	1.067.347,71
- Totaal vreemd vermogen			2.621.308,77
- Liquidatiekosten en overige (notaris, bedrijfsrevisor, ...)			10.000,00
- Liquidatiebelasting (25%) op :			
Eigen vermogen excl. kapitaal excl. liquidatiekosten	2.335.739,60	25%	583.934,90
Liquidatiewaarde			938.005,06

Tabel 1: Berekening van de liquidatiewaarde

De drukkerij die in deze masterproef zal besproken worden als empirische toetsing zal echter gewaardeerd worden voor een overname. Men zal in dit geval dus geen rekening moeten houden met eventuele synergiën of met de liquidatiewaarde.

1.2 VERZAMELEN EN BEWERKEN VAN GEGEVENS

Als eerste stap bij een waardebeoordeling van een onderneming dient men vijf variabelen vast te leggen: de rentevoet, de risicopremie, de kost van het eigen vermogen, de risicoperiode, de kapitaalkost en de restwaarde. Deze zullen van beslissend belang zijn bij het vaststellen van de waarde van een onderneming (Tiest, 2009; Fernández, 2002 b; Van Der Elst & Van Looke, 2009).

Ten tweede zal beslist moeten worden welke methode men wenst te gebruiken om de waardering uit te voeren. Afhankelijk van de gekozen methode zullen de nodige gegevens verzameld worden. Voor een waardering aan de hand van methodes met een vermogensgerichte benadering zullen historische gegevens verzameld worden die het vermogen van een onderneming weergeven. Wanneer men methodes met een inkomensgerichte benadering gebruikt zullen de toekomstige inkomsten van de onderneming voorspeld moeten worden. Methodes met een marktgerichte benadering ten slotte zullen zich baseren op de beursratio's van andere vergelijkbare ondernemingen of op standaardratio's (Pouseele B. , 2013 a).

1.2.1 RENTEVOET

Om de toekomstige opbrengsten te actualiseren zal de risicovrije rentevoet gebruikt worden. Een kleine wijziging in de rentevoet van actualisering kan op termijn een cruciale rol spelen in de bepaling van de verkoopprijs van een onderneming (Pouseele B. , 2013 a). Ook voor de verdiscontering wordt diezelfde rentevoet gebruikt. Wanneer men rekening wenst te houden met de invloed van de inflatie of de munterosie omdat de prijs van een onderneming bijvoorbeeld pas op een later tijdstip zal betaald worden, kan men eveneens een indexcijfer verwerken in de rentevoet. De inflatie bijvoorbeeld kan als volgt geïncorporeerd worden in de rentevoet (Tiest, 2009):

$$i_n = i_{n-1} * (1 + \text{inflatie})$$

De risicovrije rentevoet wordt gerelateerd aan de laatste uitgifte van de lineaire obligatielening (OLO), uitgegeven door de staat (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Deze risicovrije rentevoet zal dan vaak aangevuld worden met een risicopremie om het rendement voor te stellen dat de investeerders voor hun financiering zullen eisen (*cf. infra 7*) (Groessens, 2010).

Voor de waardering van BVBA X werd als risicovrij percentage de OLO op 10 jaar genomen die op tijdstip van waardering (26 april 2015) 0,43% bedraagt (De Tijd, 2015).

1.2.2 RISICOPREMIE

Het totale risico van een aandeel omvat drie soorten risico's: algemene risico's, marktrisico's en ondernemingsgebonden risico's:

- **algemene risico's** worden veroorzaakt door bijvoorbeeld een oorlog, een beurscrash, een natuurramp, etc.
- **het marktrisico** is het risico dat veroorzaakt wordt door factoren die een invloed zullen hebben op de resultaten van alle ondernemingen. Denk maar aan de interestvoeten, het inflatiepercentage, de wisselkoersen, de conjunctuurencyclus, gewijzigde concurrentie-situaties of wijzigingen in de bestaande afzetmarkten. Wanneer de waarde van de dollar ten opzichte van de euro sterk daalt bijvoorbeeld, zal dat als gevolg hebben dat de prijzen van uitgevoerde goederen naar de USA stijgen. Deze verminderde export zal resulteren in een daling van de resultaten van alle ondernemingen in de sector.
- **ondernemingsgebonden risico's** tenslotte hebben verband met de vestigingsplaats van de onderneming, het managementteam, vergunningen en dergelijke meer. Voorbeelden van deze ondernemingsspecifieke factoren zijn: een onverwacht succes van de lancering van een nieuw product, onvoorziene problemen met het managementteam, onvoorziene stakingen, etc. (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

De risicopremie ontstaat uit het verschil tussen het gemiddelde rendement op de aandelenmarkt en het risicovrije rendement. Ze stelt het verwachte marktrendement bovenop een risicovrije belegging voor. Het is evident dat naarmate het marktrisico van een aandeel groter is, de risicopremie ook groter zal zijn (Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Wanneer men deze risicopremie berekent over een heel lange periode, bekomt men historisch een percentage van 6,5% (Copeland, Koller, & Murrin, 2000). Dit zal echter een overschatting geven van het verwachte rendement aangezien in dit gerealiseerde rendement enkel de 'survivors' overblijven. Nadat men een correctie toepast voor deze 'survivorship bias' bekomt men een percentage van 4 à 5% (Keuleneer & Verhoog, 2003). Een andere studie vatte honderd boeken over financiering en waarderingen samen en kwam tot de conclusie dat de risicopremie steeds gelegen is tussen 3% en 10% (Fernández, 2008).

De risicopremie is nodig om het extra rendement te berekenen waarop een aandeel in functie van haar marktrisico recht heeft. Ze wordt dus berekend door het verschil tussen de marktrente en de risicovrije

rente te nemen. De risicovrije rente bedraagt de OLO op 10 jaar (*cf. infra 5*). Als marktrisico wordt de gemiddelde EURIBOR op 12 maanden van de voorbije tien jaar berekend aangezien deze op dit moment bijna nihil (0,17%) en dus niet representatief is. Het gemiddelde van 2005 tot en met 2014 bedraagt 2,21% op tijdstip van waardering (26 april 2015) (De Tijd, 2015).

Voor de berekening van de risicopremie van BVBA X dient bovenop het verschil tussen de marktrente en de risicovrije rente ook nog rekening gehouden te worden met een illiquiditeitstoeslag en een toeslag voor kleine ondernemingen. Hoewel het gebruikelijk is een illiquiditeitstoeslag van 2% te hanteren (Pouseele B. , 2013 b), zal voor BVBA X een toeslag van 2,5% geïmplementeerd worden. Dit omdat de drukkerijsector een achteruitgang kent de laatste jaren als gevolg van de opkomst van digitale marketing en sociale media. De toeslag voor kleine ondernemingen geldt als vergoeding ter compensatie van de niet-diversificatie van het risico en de kwetsbaarheid van de kleine onderneming (*cf. infra 9*) (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012; Van der Heijden, 1999). Voor BVBA X zal deze 1,5% bedragen.

Wanneer men deze vier gegevens samen neemt wordt voor BVBA X een risicopremie van 5,78% bekomen. Dit betekent dat investeerders voor een investering in BVBA X 5,78% meer rendement zullen eisen dan voor een risicovrije belegging. Als we deze risicopremie vergelijken met het historische percentage –dat gelegen is tussen de 4 en 6,5% (Keuleneer & Verhoog, 2003; Copeland, Koller, & Murrin, 2000) – merken we op dat de risicopremie van BVBA X relatief hoog is. Dit is onder andere te wijten aan de relatief hoge illiquiditeitstoeslag (2,5% ten opzichte van de gebruikelijke 2% (Pouseele B. , 2013 b)) door de opkomst van de digitale marketing en bijgevolg de achteruitgang van de drukkerijsector. Een andere oorzaak is de zeer lage huidige risicovrije rentevoet (0,43%). De berekening wordt weergegeven in tabel 2.

Risicopremie	
Risicovrije rentevoet (OLO 10 J)	0,43%
Marktrente	2,21%
Illiquiditeitstoeslag	2,50%
Extra toeslag: kleine onderneming	1,50%
Risicopremie =	2,21% - 0,43% + 2,50% + 1,50% = 5,78%

Tabel 2: Berekening van de risicopremie

1.2.3 KOST VAN HET EIGEN VERMOGEN

De kost van het eigen vermogen wordt berekend aan de hand van het *Capital Asset Pricing Model*. Het CAPM is een model dat het vereiste rendement voor de aandeelhouders zal voorstellen. Het model stelt voor welk rendement de aandeelhouders zouden verkrijgen wanneer ze in gelijkaardige ondernemingen, met een gelijkaardig risico, zouden investeren.

De kost van het eigen vermogen bestaat uit drie elementen:

- De vergoeding op een risicovrije belegging op lange termijn, die gebruikelijk wordt gelijkgesteld aan de vergoeding van de lineaire overheidsobligatie op 10 jaar en dit op tijdstip van waardering. Als referentiebron wordt verwezen naar http://www.tijd.be/beurzen/Ave_yield_10_yield.510138581. Op datum van het opmaken van onderhavig waarderingsrapport bedroeg de OLO op 10 jaar 0,43 % (De Tijd, 26/04/2015);
- De tweede factor betreft de risicopremie. Dit is een marktgegeven en geeft weer wat de normale extra vergoeding is van de totale aandelenmarkt ten opzichte van de risicovrije intrestvoet. Het is dus de premie die geëist wordt door de markt opdat de markt bereid is te investeren in niet risicovrije aandelen. Ter zake wordt de marktrisicopremie gelijk gesteld aan de Euribor op 12 maand (http://www.tijd.be/beurzen/Euribor_12_months.190118380). Op datum van het opmaken van onderhavig waarderingsrapport bedroeg de Euribor op 12 maand : 0,17%. Gelet op de uitzonderlijk lage interbancaire rente, is in dit rapport de gemiddelde Euribor over de voorbije 10 jaar genomen, nl. 2,21 %. Ten slotte dient nog de illiquiditeitstoelag (2,5%) en de toeslag voor kleine ondernemingen (1,5%) toegevoegd te worden om tot een risicopremie van 5,78% te komen.
- Een derde factor betreft de zogenoemde β -factor, die de gevoeligheid van een aandeel ten opzichte van de markt weergeeft. Ze vergelijkt aldus het inherente risico van het aandeel met het gemiddelde risico op de markt (Groessens, 2010; Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Het is de indicator voor de risicograad van de sector waarin de vennootschap haar activiteiten voert. Ze geeft weer in welke mate de koers van een aandeel stijgt of daalt ten opzichte van de marktkoers. Hoe groter deze factor, hoe gevoeliger de koers van een aandeel bij wijzigingen in de markt. De markt heeft namelijk een bètafactor die gelijk is aan 1. Wanneer de bètafactor van een onderneming groter is dan 1 betekent dit dat de koers van het specifieke aandeel gevoeliger is voor bewegingen op de markt en de potentiële belegger een hoger rendement zal eisen. Een bèta van 1,2 bijvoorbeeld zal als gevolg hebben dat wanneer de markt met 1% stijgt, het individuele aandeel met 1,2% zal stijgen (Pouseele B. , 2013 a). De β -factor voor ondernemingen die geen publieke

notering hebben, wordt bepaald door vergelijking met gelijkaardige genoteerde ondernemingen. In het geval van de BVBA X, een drukkerij, bedraagt de β -factor 1,18.

De kost van het eigen vermogen wordt aan de hand van dit model als volgt voorgesteld:

$$C_{EQ} = R_0 + \beta (R_m - R_0)$$

waarbij

C_{EQ} = de kost van het eigen vermogen (vereiste rendement voor de aandeelhouders)

R_0 = de risicovrije rente

R_m = het gemiddelde marktrendement

Kost eigen vermogen

Bèta		1,18
Risicovrije rentevoet (OLO 10 J)		0,43%
Marktrente		2,21%
Illiquiditeits toeslag		2,50%
Extra toeslag:	kleine onderneming	1,50%
Risicopremie		5,78%

$$\text{Kost EV} = 0,43\% + 1,18 \times 5,78\% = 7,25\%$$

Tabel 3: Berekening van de kost van het eigen vermogen

Hoewel het CAPM in de literatuur en in de praktijk de meest gebruikte methode is om de kosten van het eigen vermogen te bepalen (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000; Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012), beweren Keuleneer en Verhoog (2003) dat niet enkel het systematisch risico ten opzichte van de markt het vereiste rendement zal verklaren, maar dat er ook andere factoren zijn die een invloed op dit vereiste rendement zullen hebben. Zo ontstond de *Small firm premium*-theorie. Deze stelt dat naarmate een onderneming kleiner is, het vereiste rendement groter zal zijn (Keuleneer & Verhoog, 2003). Een veel besproken artikel in de literatuur, "The cross-section of expected stock returns" van Fama en French (1992), gaat zelf uit van de extreme stelling dat de β geen enkele waarde had om de rendementen te verklaren maar dat deze uitsluitend verklaard konden worden door de grootte van de onderneming (Fama & French, 1992). Gebaseerd op de small firm premium-theorie werd gevonden dat voor investeringen in kleine ondernemingen over een lange termijn op jaarbasis gemiddeld een 13% hoger rendement vereist wordt dan bij grote ondernemingen (Reinganum, 1992). Er bestaan drie redenen waarom een kleiner bedrijf risicovoller zal zijn: ten eerste heeft het een hogere kans om failliet te gaan, ten tweede beschikt het over minder informatie en gaat het dus met hogere onzekerheid en informatieverzamelingskosten gepaard en ten slotte zijn de aandelen minder liquide (Van der Heijden,

1999). Gebaseerd op deze theorie werd bij de berekening van de risicopremie van BVBA X een toeslag voor kleine ondernemingen toegevoegd.

Een andere variant om rendementen te verklaren is de *Arbitrage Pricing Theory*. Dit is een multifactor-model dat analoog is aan het CAPM. Het CAPM verklaart het rendement aan de hand van één risicofactor: de gevoeligheid van de onderneming ten opzichte van het marktrendement (β). De APT zal in tegenstelling tot het CAPM gebruik maken van meerdere risicofactoren om het systematisch risico te bepalen en de rendementen te verklaren: inflatie op korte en lange termijn, index van industriële productie, reële intrestvoet op korte termijn, kredietrisico, onvoorziene veranderingen in het BBP en dergelijke meer. (Chen, Roll, & Ross, 1986; Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Wanneer we n variabelen als verantwoordelijk voor het marktrisico beschouwen, bekommen we volgende formule voor de berekening van het rendement van een aandeel:

$$C_{EQ} = R_0 + \beta_1 (R_{m1} - R_0) + \beta_2 (R_{m2} - R_0) + \dots + \beta_n (R_{mn} - R_0)$$

waarbij

C_{EQ} = de kost van het eigen vermogen (vereiste rendement voor de aandeelhouders)

R_0 = de risicovrije rente

" R_{m1} = het vereiste rendement van een portfolio van aandelen dat zeer gevoelig is voor een economische variabele 1 en ongevoelig is voor alle andere beschouwde economische variabelen in het model

β_1 = de gevoeligheid van het rendement van een aandeel voor het rendement van portfolio 1 van aandelen (de bèta van portfolio 1 is uiteraard gelijk aan 1 en gelijk aan 0 voor alle andere economische variabelen)

R_{mn} = het vereiste rendement van een n -de portfolio van aandelen dat zeer gevoelig is voor een n -de economische variabele en ongevoelig is voor alle andere beschouwde economische variabelen in het model

β_n = de gevoeligheid van het rendement van een aandeel voor het rendement van het n -de portfolio van aandelen (de bèta van de n -de portfolio is uiteraard ok gelijk aan 1 en gelijk aan 0 voor alle andere economische variabelen)" (Van Der Elst & Van Loocke, p.21, 2009)

Deze theorie is beter in staat om rendementen te verklaren dan het CAPM aangezien er meerdere marktrisicofactoren gebruikt worden om het vereiste rendement te berekenen (Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Ze wordt echter minder vaak gebruikt in de praktijk aangezien deze methode een stuk complexer is en omdat de factoren die nodig zijn om de risicopremie op deze manier te berekenen niet altijd gekend zijn (Keuleneer & Verhoog, 2003).

1.2.4 RISICOPERIODE

De bepaling van de termijn heeft een belangrijke invloed op de actualisering van bedragen naar hun actuele waarde. Naarmate de termijn langer wordt, zal de actuele waarde namelijk kleiner worden. Bij een lange termijn wordt de restwaarde zodanig klein dat men in deze gevallen de restwaarde zal weerhouden en zal opteren voor een formule die steunt op een onbeperkte periode (Tiest, 2009).

Ook bij beschouwingen inzake risico is de termijn van groot belang. Hoe groter de termijn die men zal hanteren, hoe hoger het risico zal worden. Ten slotte is de termijn nog van belang bij de bepaling van prijsevoluties binnen bepaalde budgetten (Tiest, 2009).

Indien in going-concern benaderd, is de tijdshorizon theoretisch oneindig. Dit is in de praktijk echter niet correct aangezien geen enkele bedrijfsopbrengst eeuwig durend is en aangezien toekomstige opbrengstenstromen niet blijvend hun oorsprong vinden in het ondernemerschap van de huidige ondernemer. Daarom neemt men voor een moeilijke prognose best een termijn van 3 tot 4 jaar. Voor een eenvoudige prognose is de meest gebruikelijke termijn 7 tot maximaal 10 jaar (Van Der Elst & Van Looke, 2009). In veel waarderingmethoden stelt deze risicoperiode de periode voor tijdens dewelke de overnemer de aankoopsom zal moeten terugverdienen of rentabiliseren (Pouseele B. , 2013 a). In de empirische toetsing nemen we een periode van 5 jaar als risicoperiode aangezien de moeilijkheidsgraad van deze prognose neutraal is.

1.2.5 KAPITAALKOST

Wanneer we de kapitaalkost van een onderneming voorstellen, moeten we rekening houden met het feit dat een onderneming niet enkel met gewoon aandelenkapitaal (eigen vermogen) gefinancierd wordt, maar ook met andere financieringsbronnen (vreemd vermogen). De kapitaalkost zal dus berekend moeten worden aan de hand van een gewogen gemiddelde van de verschillende financieringsbronnen, rekening houdend met het gewicht van deze vermogensbronnen in de totale financiering van de onderneming (Van Der Elst & Van Looke, 2009; Pouseele B. , 2013 a). De gewogen gemiddelde kapitaalkost (*weighted-average cost of capital*) stelt het rendement voor dat aandeelhouders eisen op hun investering (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Dit zal overeen komen met het verwachte rendement op het eigen vermogen bij interne financiering en met de netto-interestvoet op financiële schulden bij externe financiering. De gewogen gemiddelde kapitaalkost is het gewogen gemiddelde van de marktwaarde van de verschillende componenten van het kapitaal van de onderneming (Gupta & Synn, 2010).

De gewogen gemiddelde kapitaalkost (WACC) wordt via volgende formule berekend (Hawawini & Viallet, 2010; Miles & Ezzel, 1980):

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times C_{EQ} + \frac{D}{D + E} \times (1 - t) \times C_D$$

waarbij

E = waarde van het eigen vermogen

D = waarde van het vreemd vermogen

C_{EQ} = kost van het eigen vermogen (vereiste rendement voor de aandeelhouders)

C_D = kost van het vreemd vermogen (intrestvoet waaraan de onderneming leningen kan aantrekken)

t = belastingvoet in de vennootschapsbelasting

De kost van het vreemd vermogen moet berekend worden na belastingen (1 – t) aangezien interest een aftrekbare kost is (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

De financieringswijze van de onderneming is relevant bij de berekening van de actualisatievoet volgens de WACC methode. Deze zal namelijk verschillen naargelang de onderneming zich met eigen vermogen financiert of een financiering aangaat via leningen bij derden (Truong, Partington, & Peat, 2008). In de berekening van de WACC wordt rekening gehouden met een weging van de kosten van het eigen vermogen en deze van het vreemd vermogen volgens hun relatieve proporties. Deze relatieve proporties stellen de gewenste kapitaalstructuur voor die een onderneming zal aanhouden (Keuleneer & Verhoog, 2003).

De WACC van BVBA X wordt als voorbeeld berekend in tabel 4. De huidige verhouding van het eigen vermogen en het vreemd vermogen op het totale vermogen bedraagt respectievelijk 54,35% en 45,65%. De uiteindelijke WACC die bekomen wordt bedraagt 6,65%, wat overeenkomt met de sectorspecifieke WACC van 6,69% dat voortkwam uit een studie naar de kapitaalkost per sector (Damodaran, 2015).

Kost eigen vermogen

Bèta	1,18
Risicovrije rentevoet (OLO 10 J)	0,43%
Marktrente	2,21%
Illiquiditeitstoelag	2,50%
Extra toeslag: kleine onderneming	1,50%
Risicopremie	5,78%

$$\text{Kost EV} = 0,43\% + 1,18 \times 5,78\% = 7,25\%$$

Kost vreemd vermogen

Betaalde interesten	152.813
Openstaande financiële schulden	1.928.883
Gemiddelde interestvoet	7,92%
Gemiddeld belastingtarief - stel	25%
Kapitaalkost VV na belastingen	5,94%

Verhouding EV/VV

<u>Huidige marktwaarde eigen vermogen</u>	
Substantiële waarde	2.296.578

<u>Huidige verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen</u>		
Substantiële waarde	2.296.578	54,35%
Openstaande financiële schulden	1.928.883	45,65%
Totaal vermogen	4.225.461	100%

<u>Normale verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen</u>	
Eigen vermogen	54,35%
Openstaande financiële schulden	45,65%
Totaal vermogen	100%

Berekening WACC

WACC =	54,35%	x	7,25%	+	45,65%	x	5,94%
	%		kost EV		%VV/TV		kost VV na belastingen
	EV/TV						

WACC =	6,65%
---------------	--------------

Tabel 4: Berekening van de WACC

Om de invloed van de belangrijkste parameters op de uitkomst van de WACC na te gaan kan een sensitiviteitsanalyse uitgevoerd worden. Deze geeft de bèta weer in een range van 1,03 tot 1,33 en de risicopremie in een range van 5,03% en 6,28%. Hieruit blijkt dat de WACC bij veranderlijke bèta en risicopremie steeds een waarde tussen de 5,76% en de 7,67% zal aannemen. Wanneer we de openstaande financiële schulden in verhouding met het totaal vermogen laten variëren tussen de 31% en de 61% terwijl we het eigen vermogen in vergelijking met het totaal vermogen laten variëren van

39% tot 69% zien we dat de WACC nooit lager zal zijn dan 4,67% terwijl ze de waarde van 8,63% nooit zal overschrijden. De sensitiviteitsanalyse wordt weergegeven in tabel 5.

Sensitiviteitsanalyse van de WACC aan de hand bèta, risicopremie, verhouding eigen vermogen tov totaal vermogen en verhouding vreemd vermogen tov totaal vermogen

Beta & risicopremie

Beta:	1,18
Risicopremie:	5,78%

		Beta						
		1,03	1,08	1,13	1,18	1,23	1,28	1,33
Risicopremie	5,03%	5,76%	5,90%	6,04%	6,17%	6,31%	6,45%	6,58%
	5,28%	5,90%	6,05%	6,19%	6,33%	6,48%	6,62%	6,76%
	5,53%	6,04%	6,19%	6,34%	6,49%	6,64%	6,79%	6,94%
	5,78%	6,18%	6,34%	6,50%	6,65%	6,81%	6,97%	7,12%
	6,03%	6,32%	6,49%	6,65%	6,81%	6,98%	7,14%	7,30%
	6,28%	6,46%	6,63%	6,80%	6,97%	7,14%	7,32%	7,49%
	6,53%	6,60%	6,78%	6,96%	7,13%	7,31%	7,49%	7,67%

Verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen

Eigen vermogen in %	54%
Openstaande financiële schulden in %	46%
	100%

		Openstaande financiële schulden in verhouding met totaal vermogen						
		61 %	56%	51%	46%	41%	36%	31%
Eigen vermogen in verhouding met totaal vermogen	39%	6,45%	6,16%	5,86%	5,56%	5,26%	4,97%	4,67%
	44%	6,81%	6,52%	6,22%	5,92%	5,63%	5,33%	5,03%
	49%	7,18%	6,88%	6,58%	6,29%	5,99%	5,69%	5,39%
	54%	7,54%	7,24%	6,95%	6,65%	6,35%	6,05%	5,76%
	59%	7,90%	7,61%	7,31%	7,01%	6,71%	6,42%	6,12%
	64%	8,26%	7,97%	7,67%	7,37%	7,08%	6,78%	6,48%
	69%	8,63%	8,33%	8,03%	7,74%	7,44%	7,14%	6,84%

Tabel 5: Sensitiviteitsanalyse voor de WACC

1.2.6 RESTWAARDE

Wanneer men voor de waardering van ondernemingen een waarderingmethode met een beperkte looptijd hanteert, is het gebruikelijk om een restwaarde te weerhouden die de waarde zal weergeven na het verstrijken van deze beperkte looptijd. Dergelijke methodes zullen gebruikt worden wanneer er hoge onzekerheid is over de toekomst en men maar over een beperkt aantal jaren een voorspelling kan maken. Aangezien deze restwaarde het voortgezet rendement voorstelt, komt deze methode in feite neer op een alternatief voor een methode met een onbeperkte looptijd.

Wanneer men aanneemt dat een infrastructuur op het einde van de rendementsperiode in het bezit van de aandeelhouder blijft, zal de restwaarde berekend worden op basis van een vermogenswaarde. Ze zal dan bestaan uit de verdisconteerde substantiële waarde na correcties plus de niet uitgekeerde resultaten. De basisformule van de restwaarde op basis van de vermogenswaarde is als volgt:

$$\text{Restwaarde} = \frac{SW_m}{(1 + (i + r))^m}$$

waarbij

SW_m = de substantiële waarde in het laatste jaar (m), na winstuitkering

m = aantal jaren tot de winstuitkering

i = rentevoet voor actualisatie

r = risicograad

Wanneer de restwaarde berekend wordt op basis van een rendementswaarde geldt de volgende formule:

$$\text{Restwaarde} = \text{Gemiddelde verwachte winst na dividenduitkeringen} * \frac{1 + \text{groeiwoet}}{WACC - \text{groeiwoet}}$$

Op deze restwaarde dient nog een actualisatie toegepast te worden tegen een rente die geschikt lijkt voor het laatste jaar van de beperkte looptijd (Tiest, 2009). Aangezien vaak niet ver in de toekomst kan voorspeld worden, wordt het belang van de restwaarde vaak buitenproportioneel en zullen modellen die gebruik maken van een restwaarde een hogere waarde uitkomen dan de overige modellen (Pouseele B. , 2013 a).

Voor BVBA X zal een restwaarde gebruikt worden bij de berekening van de ondernemingswaarde volgens de DCF methode. Aangezien de DCF methode een inkomensgerichte waarderingmethode is, zal de formule van de restwaarde op basis van de rendementswaarde gebruikt worden.

Gezien de verwachte kasstroom van het laatste jaar van de risicoperiode van 5 jaar 191.429 euro bedraagt (cf. *infra 41*) zal de restwaarde er als volgt uitzien:

$$191.429 * \frac{1 + 2\%}{6,65\% - 2\%} = 4.196.371$$

1.2.7 METHODE

Zoals reeds aangehaald, zal de waardebepaling van een onderneming fundamenteel gebaseerd zijn op ofwel de substantiële waarde van de onderneming, die berekend wordt aan de hand van de historische gegevens die door de onderneming beschikbaar worden gesteld, ofwel op de rendementswaarde van een onderneming, die zich meer baseert op de verwachte toekomstige resultaten van de onderneming. Een aantal modellen gebruiken een combinatie van beide soorten gegevens om de waarde van een onderneming te bepalen.

In onderstaande tabel zal een overzicht weergegeven worden van de verschillende modellen die besproken zullen worden en de gegevens die nodig zijn om de waardebepaling van een onderneming uit te voeren volgens de respectievelijke modellen.

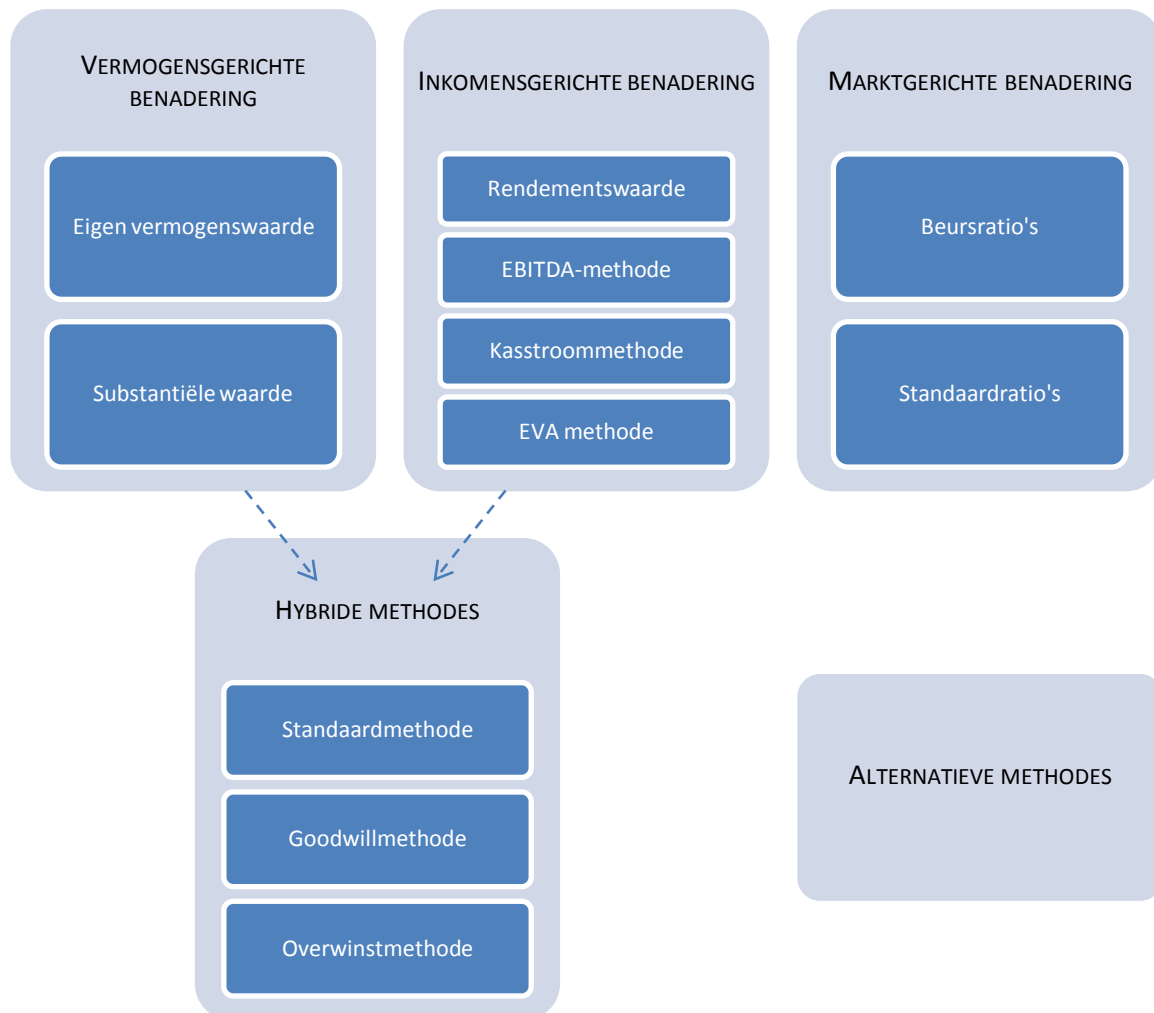
Modellen	Gegevens nodig om de waarde van de onderneming te bepalen
Vermogensgerichte benadering	
Eigen vermogenswaarde	Waarde van het kapitaal, de uitgiftepremies, de reserves, het overgedragen resultaat en eventuele kapitaalsubsidies
Substantiële waarde	Eigen vermogenswaarde en eventuele latente meer- en minderwaarden
Inkomensgerichte benadering	
Rendementswaarde	Toekomstige winstcapaciteit, annuïteitsfactor en substantiële waarde
EBITDA-methode	De resultatenrekening
Kasstroommethode	Toekomstige kasstromen uit bedrijfsactiviteiten, investeringsactiviteiten en financieringsactiviteiten, WACC
EVA methode	Netto operationele winst na belastingen, geïnvesteerd kapitaal en WACC
Hybride methodes	
Standaardmethode	Substantiële waarde, gemiddelde winst, annuïteitsfactor
Goodwillmethode	Substantiële waarde, gemiddelde winst, risicovrije rente,

	marktrisico
Overwinstmethode	Substantiële waarde, risicovrije rente, genormaliseerde nettowinst
Marktgerichte benadering	
Beursratio's	EBITDA, cash flow of winst, beursmultiples
Standaardratio's	Jaaromzet
Alternatieve methodes	
Alternatieve methodes gebaseerd op substantiële waarde en rendementswaarde	Substantiële waarde, rendementswaarde, vreemd vermogen op lange termijn
Alternatieve methodes gebaseerd op goodwill of overwinst	Goodwill of overwinst, gemiddelde winst, interest, substantiële waarde

Tabel 6: Overzicht van de verschillende modellen en de nodige gegevens om de waarde van een onderneming te bepalen (eigen reproductie)

HOOFDSTUK 2: WAARDERINGSMETHODES

Waarderingsmethodes kunnen op verschillende manieren gegroepeerd worden (*cf. supra 1*). In dit hoofdstuk zullen ze ingedeeld worden volgens de vermogensgerichte-, de inkomensgerichte- en de marktgerichte benadering.



De vermogensgerichte benadering (die zich baseert op de substantiële waarde) en de inkomensgerichte benadering (die zich baseert op de rendementswaarde) bevatten intrinsieke methodes. Intrinsieke methodes zijn gebaseerd op de financiële informatie die vrijgegeven wordt door de onderneming zelf. Deze informatie kan voortvloeien uit de jaarrekeningen, de interne en gedetailleerde rekeningen, de toelichtingen en prospectieve informatie opgesteld door de onderneming zelf (Groessens, 2010). Dit kunnen zowel statische, dynamische als gemengde gegevens zijn. Als statisch gegeven wordt vaak het gecorrigeerd eigen vermogen van een onderneming gebruikt. Voorbeelden van dynamische gegevens zijn de cash flow en het resultaat van de onderneming (Pouseele B. , 2013 a). Vervolgens worden enkele

hybride (gemengde) methodes besproken, die bestaan uit een combinatie van de vorige twee soorten methodes.

De marktgerichte benadering (die zich baseert op multiples) bevat vergelijkende methodes waarbij de waardering van een onderneming gebaseerd is op vorige, gelijkaardige transacties die de onderneming heeft uitgevoerd of op de beurswaarde van vergelijkbare ondernemingen.

Ten slotte zijn er nog enkele traditionele waarderingsmethodes die de waarde van een onderneming bepalen aan de hand van vuistregels zoals bijvoorbeeld een percentage van de omzet, zeven keer de EBITDA, etc. Deze methodes worden nog frequent gebruikt voor het waarderen van KMO's of vrije beroepen maar zijn sterk verouderd in vergelijking met de hiervoor vermelde waarderingsmethodes. Deze traditionele methodes zullen dus enkel nog gebruikt worden wanneer de intrinsieke en de vergelijkende methodes te complex of te omslachtig zijn (door bijvoorbeeld een gebrek aan informatie) (Groessens, 2010).

2.1 VERMOGENSGERICHTE BENADERING

Een eerste categorie methodes die onderscheiden kunnen worden zijn gebaseerd op de waarde van het eigen vermogen of op de substantiële waarde van een onderneming. Aangezien deze methodes gebaseerd zijn op de waarde van de bezittingen van een onderneming worden ze vaak statische methodes genoemd. Deze methodes nemen de cijfers uit de boekhouding als berekeningsbasis.

2.1.1 EIGEN VERMOGENSWAARDE

De meest eenvoudige methode om de waarde van een onderneming te berekening is aan de hand van het eigen vermogen. De diverse rubrieken van het passief die geen schulden aan derden bevatten vormen het eigen vermogen van een onderneming. Dit eigen vermogen zal dus bestaan uit: kapitaal, herwaarderingsmeerwaarden, reserves, overgedragen resultaten en kapitaalsubsidies (De Lembre, Everaert, & Verhoeve, 2014). Men spreekt ook soms over het netto-actief van de vennootschap of over de intrinsieke waarde van de aandelen (Tiest, 2009).

De eigenvermogenswaarde wordt berekend aan de hand van gegevens die afgeleid werden uit de balans op een zo recent mogelijke datum volgens de volgende formule:

Eigen vermogen

= totale activa – totale schulden – voorzieningen en uitgestelde belastingen

De waarde van het eigen vermogen kan ook berekend worden door de som te nemen van het kapitaal, de uitgiftepremies, de reserves, het overgedragen resultaat en de kapitaalsubsidies. In tabel 7 wordt de eigen vermogenswaarde van BVBA X berekend. Door deze eenvoudige formule toe te passen kan men al snel een eerste beeld van de waarde van de onderneming krijgen, namelijk 2,4 miljoen euro.

Kapitaal	56.250,00
+ Uitgiftepremie	0,00
+ Reserves	2.274.833,82
+ Overgedragen resultaat	70.905,78
+ Kapitaalsubsidies	0,00
= Eigen vermogenswaarde	2.401.989,60

Tabel 7: Berekening van de eigen vermogenswaarde van BVBA X

Hoewel de waardering op basis van het eigen vermogen fiscaal en juridisch geaccepteerd is en voor weinig discussie vatbaar is, heeft deze methode toch enkele beperkingen. Er zal volgens deze waardering namelijk geen rekening gehouden worden met een handelsnaam of een opgebouwd klantenbestand aangezien hiervoor geen historische kostprijs bestaat en niet onmiddellijk een huidige marktprijs voorhanden is. Bovendien houdt deze methode geen rekening met de dynamiek van een onderneming. Belangrijke parameters zoals de groei, het risico, de rentabiliteit en dergelijke meer zullen niet in deze methode verwerkt worden. Ten slotte is deze methode een te strenge parameter voor onder-gekapitaliseerde bedrijven, sterk groeiende bedrijven en winstgevende bedrijven (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

2.1.2 SUBSTANTIËLE WAARDE

De substantiële waarde van een onderneming is de actuele bedrijfseconomische waarde van de activa verminderd met de actuele bedrijfseconomische waarde van de passiva. Men spreekt ook soms over het gecorrigeerd netto actief. Men zal het netto actief van een onderneming (de eigen vermogenswaarde) berekenen op een gegeven tijdstip, vervolgens zullen op deze cijfers zowel opwaartse als neerwaartse correcties toegepast worden. Een deels afgeschreven onroerend goed wordt bijvoorbeeld geherwaardeerd naar zijn werkelijke verkoopwaarde, onverkoopbare voorraden worden afgewaardeerd, etc. Zo wordt het boekhoudkundig plaatje van de balans herwerkt tot een correcter bedrijfseconomisch gegeven (Pouseele B. , 2013 a). Er kan gesteld worden dat de vermogenswaarde de minimumprijs voorstelt die betaald zal moeten worden bij de verkoop van een onderneming (Groessens, 2010).

Ondernemingen bevatten twee soorten middelen. Ten eerste zijn er de ondernemingsgebonden middelen zoals installaties, machines, voorraden en dergelijke meer. Deze middelen zijn noodzakelijk voor de bedrijfsvoering en zullen in rekening gebracht worden voor hun gebruikswaarde. Ten tweede beschikt een onderneming over niet-ondernemingsgebonden middelen zoals bijvoorbeeld luxueuze auto's, overtollige voorraden en verhuurde eigendommen. Deze middelen zijn niet vereist voor de bedrijfsuitvoering en zullen in rekening gebracht worden voor hun realisatiewaarde (Pouseele B., 2013 a).

De methode van het gecorrigeerd netto actief baseert zich, zoals de naam het zelf zegt, op het boekhoudkundig netto-actief van de onderneming, gecorrigeerd voor verschillen tussen de boekwaarde van de activa en passiva en hun marktwaarde. Opwaartse correcties worden doorgevoerd wanneer de marktwaarde van de activa hoger is dan de boekwaarde, wanneer er latente opbrengsten zijn, wanneer de voorzieningen, passiva en kosten overschat werden, etc. Neerwaartse correcties aan de andere kant kunnen voortvloeien uit een lagere marktwaarde van de activa dan de boekwaarde, latente kosten, onderschattingen van voorzieningen en passiva, etc. (Groessens, 2010). Zo bekomt men de volgende formule voor de substantiële waarde:

$$\textit{Substantiële waarde} = \textit{totale gecorrigeerde activa} - \textit{totale gecorrigeerde schulden}$$

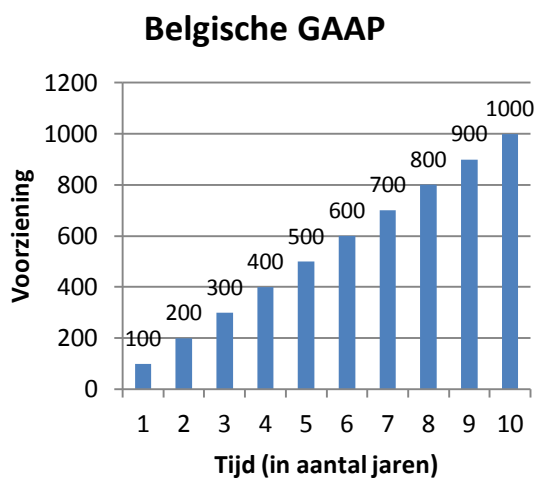
Om van de boekwaarde naar de substantiële waarde te komen zal men vaak een correctie voor de oprichtingskosten moeten toepassen. Deze hebben namelijk geen enkele bedrijfseconomische waarde aangezien zij niet realiseerbaar zijn en omdat ze geen marktwaarde hebben. Een uitzondering geldt evenwel voor recent opgestarte ondernemingen aangezien de verwerver van de onderneming deze oprichtingskosten dan uitspaart. Een andere correctie die vaak wordt toegepast is een correctie op de immateriële vaste activa.

Immateriële vaste activa hebben slechts een waarde als men kan aantonen dat ze een meeropbrengst genereren. Concessies, octrooien, licenties, knowhow en merken bijvoorbeeld zullen geen bedrijfseconomische waarde hebben behalve wanneer ze apart realiseerbaar zijn. Materiële vaste activa aan de andere kant, zullen gewaardeerd worden via recente schattingsverslagen. Financiële vaste activa zullen dan weer volgens de beurskoers gewaardeerd worden (indien de onderneming beursgenoteerd is).

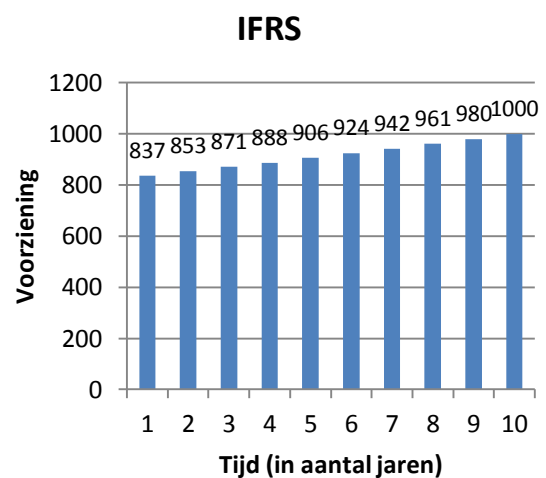
Op de vorderingen van een onderneming zullen ook een aantal correcties moeten toegepast worden. Men zal moeten kijken of er geen twijfel bestaat over de inbaarheid van de openstaande saldi. Wanneer het gaat over vorderingen in vreemde valuta zullen bovendien wisselconversies moeten toegepast worden.

Ten slotte zullen ook op de voorzieningen voor risico's en kosten correcties moeten toegepast worden. Men zal moeten kijken of de voorzieningen volledig en reëel zijn. De voorzieningen op lange termijn zullen bij de waardering moeten geactualiseerd worden over de vermoedelijke periode van aanwending.

Het is niet onbelangrijk om aan te halen dat er verschillen in de jaarrekening zullen zijn naarmate men andere boekhoudnormen hanteert. Zo zal er bijvoorbeeld een verschil zijn tussen de voorzieningen die geboekt worden volgens de Belgische GAAP regels en deze waarop de IFRS principes gehanteerd werden (Van Der Elst & Van Looke, 2009). Hier dient men rekening mee te houden bij het uitvoeren van de correcties. Wanneer men bijvoorbeeld over 10 jaar een dak moet herstellen voor 1.000 euro zal deze voorziening volgens de IFRS principes vandaag al te zien zijn, weliswaar geactualiseerd. Men zal namelijk de actuele waarde van 1.000 euro over 10 jaar boeken in het eerste jaar (Mackenzie, et al., 2014). De aangelegde voorzieningen volgens de Belgische GAAP regels daarentegen zullen er helemaal anders uitzien. Er zal elk jaar, gedurende 10 jaar, 100 euro als voorziening voorkomen. Het verschil tussen jaar_n en jaar_{n-1} zal 100 euro zijn wanneer de voorzieningen volgens de Belgische boekhoudnormen geboekt worden en zal gelijk zijn aan de waarde van de interest¹ wanneer de voorzieningen volgens de IFRS principes geboekt worden (Van Der Elst & Van Looke, 2009). Dit voorbeeld zal verduidelijkt worden in grafieken 1 en 2.



Figuur 1: Aangelegde voorziening volgens de Belgische GAAP (eigen reproductie)



Figuur 2: Aangelegde voorziening volgens IFRS (eigen reproductie)

Aangezien de jaarrekening van BVBA X opgesteld werd volgens de Belgische boekhoudnormen zullen de voorzieningen voor risico's en kosten er uitzien zoals voorgesteld door figuur 1.

¹ Hypothese: we nemen een interestvoet van 2%. In jaar 1 zal dan $\frac{1000}{(1+0,02)^9} = 837$ euro aangelegd worden, in jaar 2 zal $\frac{1000}{(1+0,02)^8} = 853$ euro aangelegd worden, enzovoort.

Uit dit voorbeeld kan men afleiden dat het mogelijk is dat ondernemingen die rapporteren volgens verschillende boekhoudnormen, ook een verschillende waardering van hun onderneming zullen bekomen. Aangezien dit buiten het domein van deze masterproef valt, wordt hier niet verder op ingegaan. Deze bemerking wordt echter wel opgenomen in de suggesties voor verder onderzoek (*cf. infra 81*).

Een eenvoudig voorbeeld zal meer duidelijkheid scheppen over hoe men het gecorrigeerd netto-actief (de substantiële waarde) van een onderneming bekomt. Stel dat een onderneming een actief heeft van 1.250.000 EUR en een opeisbaar passief van 1.000.000 EUR. De onderneming heeft een latente meerwaarde op haar gebouw ten belope van 60.000 EUR. Verder heeft de onderneming al 4 jaar een lot met goederen in voorraad staan ter waarde van 50.000 EUR. Men schat de verkoopwaarde van dat lot op 30.000 EUR. Ten slotte zijn er leveranciersschulden van 12.100 EUR (inclusief 21% BTW). Daarvan slaat 6.050 EUR op schulden aan een leverancier die failliet verklaard werd en waarop de curator nooit aanspraak heeft gemaakt. Het gecorrigeerd netto-actief kan als volgt berekend worden:

Actief:	1.250.000 EUR
Opeisbaar Passief:	<u>- 1.000.000 EUR</u>
Niet-gecorrigeerd netto-actief	250.000 EUR
<i>Correcties op het actief:</i>	
Latente meerwaarde gebouw ² :	+ 60.000 EUR
Niet-buikbare voorraad:	- 20.000 EUR ³
<i>Correcties op het passief:</i>	
Handelsschulden:	+ 5.000 EUR ⁴
Totaal van de correcties	+ 45.000 EUR
Fiscale impact	<u>- 15.300 EUR⁵</u>
Finale waardering = gecorrigeerd netto-actief	279.700 EUR

**Tabel 8: Berekening van het gecorrigeerd netto-actief
(eigen reproductie)**

² Hypothese: netto boekwaarde = 130.000 EUR en marktwaarde = 190.000 EUR.

³ Niet-buikbare voorraad = 50.000 EUR – 30.000 EUR = 20.000 EUR.

⁴ Handelsschulden = 6.050 EUR / 1,21 = 5.000 EUR.

⁵ 45.000 EUR * 34% VennB = 15.300 EUR, voor zover er geen overgedragen fiscale verliezen, notionele interestaftrek of aftrekbare DBI-overdrachten bestaan (Groessens, 2010).

Als tweede voorbeeld zal in tabel 10 de substantiële waarde van BVBA X berekend worden. Op de balans staan Installaties, machines en uitrusting voor 255.890,63 euro. Door de opkomst van digitale marketing vond echter een achteruitgang van de drukkerijmarkt plaats. Bijgevolg is ook de realisatiewaarde van de installaties, machines en uitrusting op de tweedehandsmarkt gedaald. Bovendien is er een onherstelbaar defect aan een drukpers waardoor deze in geval van verkoop amper nog iets zal opbrengen. De drukpers staat echter nog aan boekwaarde op de balans terwijl de realisatiewaarde beduidend lager zal zijn. De realisatiewaarde van de installaties, machines en uitrusting van BVBA X is slechts 144.218,26 euro, waardoor er een latente minderwaarde ontstaat van 111.672,37 euro. Het meubilair aan de andere kant blijkt meer waard te zijn dan de boekhouding weergeeft, namelijk 19.000 euro. Door een waterlek in het magazijn is 10% van het papier dat in voorraad stond vernield, waardoor de restwaarde slechts 350.100 euro bedraagt. BVBA X kreeg een brief van de curator met de mededeling dat het faillissement van één van haar klanten afgesloten wordt en dat de vordering oninbaar zal zijn. Het gaat om een oninbare handelsvordering van 3.000 euro. De meer- en minderwaarden worden in tabel 9 weergegeven.

Materiële vaste activa 2013	Netto- boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
IMU	255.890,63	144.218,26	-111.672,37
Meubilair en rollend materieel	17.274,61	19.000,00	1.725,39
Voorraden	389.000,00	350.100,00	-38.900,00
Handelsvorderingen	1.408.702,27	1.405.702,27	-3.000,00

Tabel 9: Correcties op het netto-actief

Wanneer men deze correcties in rekening brengt op de eigen vermogenswaarde bekomt men een substantiële waarde van BVBA X van 2.296.578,27 euro, zoals weergegeven in tabel 10:

	Bruto	Belasting- effect	Netto
* Kapitaal	56.250,00	0,00	56.250,00
* Uitgiftepremie	0,00	0,00	0,00
* Reserves	2.274.833,82	0,00	2.274.833,82
* Overgedragen resultaat	70.905,78	0,00	70.905,78
* Kapitaalsubsidies	0,00	0,00	0,00
Eigen vermogenswaarde	2.401.989,60		2.401.989,60

Vaste activa			
* Minderwaarde op oprichtingskosten	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden op immateriële vaste activa	-7.842,96	2.665,82	-5.177,14
* Meer/minderwaarden op materiële vaste activa	-109.946,98	37.370,98	-72.576,00
A. Terreinen & gebouwen	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	-111.672,37	37.957,44	-73.714,93
C. Meubilair & rollend materieel	1.725,39	-586,46	1.138,93
D. leasing & soortgelijke rechten	0,00	0,00	0,00
E. Overige materiële vaste activa	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden op financiële vaste activa	0,00	0,00	0,00

Vlottende activa			
* Meer/minderwaarden vorderingen op meer dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden voorraden en bestellingen in uitvoering	-38.900,00	13.222,11	-25.677,89
* Meer/minderwaarden vorderingen op ten hoogste 1 jaar	-3.000,00	1.019,70	-1.980,30
* Meer/minderwaarden geldbeleggingen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden liquide middelen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden overlopende rekeningen	0,00	0,00	0,00

Eigen vermogen			
* Meer/minderwaarden eigen vermogen	0,00	0,00	0,00

Voorzieningen en uitgestelde belastingen			
* Meer/minderwaarden voorzieningen en uitgestelde belastingen	0,00	0,00	0,00

Vreemd vermogen			
* Meer/minderwaarden schulden op meer dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden schulden op minder dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden overlopende rekeningen	0,00	0,00	0,00

Latente meer- / minderwaarden	-159.689,94	54.278,61	-105.411,33
--------------------------------------	--------------------	------------------	--------------------

Gecorrigeerde substantiële waarde zonder goodwill	2.242.299,66	54.278,61	2.296.578,27
--	---------------------	------------------	---------------------

Latente belastingvoet andere activa	33,99%
-------------------------------------	--------

Latente belastingvoet onroerende goederen	17,00%
Latente belastingvoet financiële vaste activa	0,00%

Tabel 10: Berekening van de substantiële waarde van BVBA X

De methode van het gecorrigeerd netto-actief laat toe om te waarderen wat een onderneming in haar bezit heeft. Een voordeel van deze statische methode is dat deze vrij eenvoudig toe te passen is. De vermogenswaarde van een onderneming op een gegeven ogenblik kan gemakkelijk bepaald worden (Groessens, 2010). Bovendien wordt ze niet of weinig beïnvloed door toekomstige, onzekere gebeurtenissen (Pouseele B. , 2013 a).

Helaas zijn er ook enkele beperkingen verbonden aan het gebruik van deze methode. Aangezien hier geen rekening wordt gehouden met de winstgevende capaciteit of met de potentiële rendabiliteit van de onderneming is dit geen op zich staande waarderingmethode. In de meeste gevallen zal zij dienen te worden aangevuld met andere methodes, die zich voornamelijk op rendement baseren (Tiest, 2009). Dit heeft ook als gevolg dat de uitvoering van deze methode zich beperkt tot enkele types van ondernemingen. De relevantie zal zich beperken tot ondernemingen die geen reële activiteit uitoefenen, waaronder ondernemingen die uitsluitend vaste activa in eigendom hebben zoals patrimoniumvennootschappen, passieve holdingmaatschappijen of portefeuillemaatschappijen (Groessens, 2010). Een andere reden voor het feit dat het gecorrigeerd netto-actief geen exclusieve basis vormt voor het waarderen van een vennootschap komt voort uit de wettelijke boekhoudnormen, die niet zijn opgesteld in functie van het uitdrukken van de bedrijfseconomische waarde van de vennootschap voor een potentiële koper. In het beste geval zal dit gecorrigeerd netto-actief een weergave zijn van het bedrag dat de aandeelhouders in de onderneming geïnvesteerd hebben, rekening houdend met de niet-uitgekeerde winsten (Tiest, 2009). Bovendien wordt bij de berekening van de substantiële waarde geen rekening gehouden met eventuele synergiën en waardecreatie die voortkomen uit de gezamenlijke inzet van de verschillende activa (Pouseele B. , 2013 a). Ten slotte houdt de vermogensgerichte methode geen rekening met de toekomst maar is zij uitsluitend gebaseerd op het verleden (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

De substantiële waarde is een degelijk fundament voor bedrijven met een laag rendement, zoals agrarische bedrijven en kleine ondernemingen in onstabiele sectoren. Voor winstgevende of groeiende bedrijven is de substantiële waarde echter vaak een te strenge parameter (Pouseele B. , 2013 a).

2.2 INKOMENSGERICHTE BENADERING

“A buyer is not looking to buy real estate or machinery, he is looking to buy into a source of profits.”

– Karl Schranz (2007)

Naast de vermogensmethode bestaan er verschillende methodes gebaseerd op de rendements- of rentabiliteitswaarde, of nog, de opbrengstwaarde van de onderneming. In tegenstelling tot de vermogensmethode, die alleen het verleden in rekening brengt, houden deze dynamische methodes wel rekening met de groeiperspectieven van een onderneming en de capaciteit om rendementen te genereren. De waarde van de onderneming zal volgens de dynamische methodes gelijk zijn aan de verwachte rentabiliteit die de onderneming zal voortbrengen (Pouseele B. , 2013 a). Vervolgens nemen de dynamische methodes ook immateriële elementen, zoals kennis en cliënteel, op in de waardering waardoor het potentieel van de onderneming vollediger wordt weergegeven (Groessens, 2010).

2.2.1 RENDEMENTSWAARDE

De rendementswaarde baseert zich op de actualisatie van de toekomstige resultaten van een onderneming. Deze resultaten worden vervolgens gecorrigeerd voor inflatie en niet-recurrente elementen zoals meer- of minderwaarden om de genormaliseerde resultaten te verkrijgen (Groessens, 2010). De waardering van een onderneming wordt volgens deze methode gezien als een investeringsbeslissing. Dit heeft als gevolg dat de waarde van een onderneming nooit hoger zal zijn dan de huidige waarde van alle toekomstige inkomsten die deze onderneming zal genereren. Men zal deze inkomsten afleiden uit de resultaten die in het verleden behaald werden en op basis van toekomstprognoses veronderstellen dat deze resultaten ook in de toekomst kunnen worden gerealiseerd (Pouseele B. , 2013 a).

Voor de toepassing van deze methode zijn, naast de normale winstcapaciteit (het te actualiseren genormaliseerd resultaat), nog twee variabelen nodig: de actualisatievoet (i) en de actualisatieperiode (t). Deze twee variabelen zullen verschillen naarmate de benadering die men volgt.

A) DE ZUIVERE RENDABILITEITSMETHODE

- DE ACTUALISATIEPERIODE

In de zuivere rendabiliteitsmethode is de actualisatietermijn gelijk aan “oneindig”. Ze gaat uit van een eeuwigdurende en constante winst. De beperkingen van deze benadering zijn dat ze enkel kan gehanteerd worden bij stabiele toekomstige nettowinsten. Bovendien mogen er geen bijkomend

bedrijfskapitaal of uitbreidingsinvesteringen nodig zijn en mag de financieringsverhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen niet wijzigen (Pouseele B. , 2013 a).

- DE ACTUALISATIEVOET

Een eenvoudige manier om de actualisatievoet te bepalen wordt voorgesteld door Pouseele (2013 a). Een vereiste om gebruik te maken van de zuivere of de oneindige rendabiliteitsmethode is het maken van de veronderstelling dat de actualisatieperiode oneindig is, met andere woorden dat er een continue haalbare winst is. Deze methode wordt verantwoord door de going concern-gedachte die de continuïteit van de onderneming veronderstelt (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Ze stelt dat de actualisatievoet (ook discontovoet of kapitalisatievoet genoemd) het percentage voorstelt waartegen de winstcapaciteit contant gemaakt moet worden om de waarde van de onderneming te bepalen. Stel dat de normale nettowinst van een onderneming 240.000 euro bedraagt op basis van resultaten uit het verleden en toekomstprognoses. Wanneer men uitgaat van een rendementseis van 12%, zal de eenvoudige rendementswaarde op basis van die winstcapaciteit gelijk zijn aan $240.000 \text{ euro} / 12\% = 2.000.000 \text{ euro}$. Wanneer we de rendementseis verhogen naar 15% zal de rendementswaarde 1.600.000 euro bedragen. Naarmate de rendementseis hoger wordt, zal de geactualiseerde waarde kleiner worden (Pouseele B. , 2013 a).

$$\text{Rendementswaarde} = \frac{\text{normale winstcapaciteit}}{i}$$

waarbij

i = actualisatievoet

De actualisatievoet bekomt men aan de hand van volgende formule:

$$\text{Actualisatievoet} = \text{risicovrije rente} + \beta * \text{risicopremie}$$

Voor BVBA X bekomt men aan de hand van deze formule een actualisatievoet van 7,26%. Wanneer men de normale winstcapaciteit van BVBA X van 232.778,80 dan deelt door de actualisatievoet van 7,26%, bekomt men een zuivere rendementswaarde van 3,2 miljoen. Deze rendementswaarde is uitdrukkelijk hoger dan de uitkomsten van de andere methodes aangezien de zuivere rendementsmethode uitgaat van de onrealistische hypothese dat de looptijd van de onderneming oneindig is.

B) DE ALGEMENE RENDABILITEITSMETHODE

- DE ACTUALISATIEPERIODE

De algemene rendabiliteitsmethode is een variante van de zuivere rendabiliteitsmethode. Ze gaat echter niet uit van het going concern-principe maar berekent de waarde van een onderneming aan de hand van de actuele waarde van de winstcapaciteit gedurende een beperkte periode, verhoogd met de liquidatiewaarde op het einde van deze periode. Om te hypothetische voorspellingen te vermijden is het beter om de actualisatieperiode zo beperkt mogelijk te houden. Wanneer jonge ondernemingen gewaardeerd worden is het aan te raden een periode van 3 jaar te hanteren. Bij meer mature bedrijven is een periode van 5 jaar aan te raden en voor heel stabiele bedrijven kan men een periode van 8 of 10 jaar toepassen (Pouseele B. , 2013 a). Dit is echter ook afhankelijk van de business waarin de te waarderen onderneming actief is. Hoe meer deze evolueert, des te meer het aangewezen is een kortere actualisatieperiode te nemen aangezien toekomstige gebeurtenissen moeilijker te voorzien zijn (Groessens, 2010).

- DE ACTUALISATIEVOET

De actualisatie-, disconto-, verdisconterings- of kapitalisatievoet is het percentage dat gebruikt wordt om toekomstige inkomsten contant te maken (Pouseele B. , 2013 a). Het actualisatiepercentage wordt ook vaak de rendementseis genoemd. Ze stelt namelijk het rendement voor dat de aandeelhouders van de onderneming eisen. Deze moet minstens gelijk zijn aan de risicovrije rente (de OLO rente⁶ in België) omdat een investeerder anders een risicoloze belegging zou verkiezen. Bovenop de risicovrije rente zal een risicopremie toegevoegd worden afhankelijk van de ondernemingsactiviteit en de verwachtingen van de markt (Groessens, 2010). Deze risicopremie is een extra vergoeding die de belegger eist omdat hij een niet-risicoloze investering aangaat. Ze zal meestal tussen de 50% en 200% liggen van de risicovrije rente en zal hoger zijn naarmate het risico van een onderneming toeneemt. Dit risicoprofiel zal hoger zijn bij ondernemingen die pas opgestart zijn, in de horecasector opereren, met veel concurrentie in aanraking komen, afhankelijk zijn van hun klanten, etc. (Pouseele B. , 2013 a).

De actualisatievoet kan ook bepaald worden volgens de WACC methode, die in hoofdstuk 1 werd voorgesteld (*cf. supra 13*).

⁶ OLO's ('Obligation Linéaire - Lineaire Obligatie') zijn obligaties uitgegeven door de Belgische staat en hebben gestandaardiseerde kenmerken. De rentevoet van OLO's wordt in het algemeen als benadering genomen voor de risicovrije rentevoet (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000; Tiest, 2009).

De berekening van de waarde van een onderneming gebeurt door de actuele waarde van de winstcapaciteit gedurende een beperkte periode te verhogen met de substantiële waarde op het einde van de periode (Pouseele B. , 2013 a).

Rendementswaarde

$$= \textit{normale winstcapaciteit} * \frac{1 - (1 + i)^{-t}}{i} + \textit{substantiële waarde} * \frac{1}{(1 + i)^{t+1}}$$

waarbij

i = actualisatievoet

t = de periode waarover geactualiseerd wordt

Voor de berekening van het algemene rendement van BVBA X gebruiken we een periode van 5 jaar aangezien het een stabiel bedrijf is. Als actualisatievoet wordt de calculatierente van 7,26% gebruikt, die eerder al werd berekend. We bekomen een algemene rendementswaarde van 2.456.556,01 euro.

$$232.778,80 * \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-5}}{7,26\%} + 2.296.578,27 * \frac{1}{(1 + 7,26\%)^6} = 2.456.556,01$$

2.2.2 EBITDA-METHODE

Een tweede inkomensgerichte methode om de waarde van een onderneming te bepalen is de EBITDA – methode. Aangezien de EBITDA minder makkelijk gemanipuleerd kan worden dan de winst van een onderneming, wordt deze als een betere variabele beschouwd (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

De voorganger van EBITDA, *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), is gelijk aan de operationele winst of het operationele verlies van een onderneming. Ze stelt dus de omzet voor, verminderd met de kosten van de gewone bedrijfsuitvoering, de financiële baten en lasten en vóór belastingen. Deze maatstaf houdt geen rekening met de kapitaalstructuur van de onderneming.

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) is gelijk aan EBIT maar zonder aftrek van de niet-kaskosten (afschrijvingen en waardeverminderingen) (Keuleneer & Verhoog, 2003).

Deze maatstaven kunnen volgens de technische nota van de CBN als volgt berekend worden op basis van het Belgische jaarrekeningschema:

<i>Omschrijving</i>	<i>Code in de jaarrekening</i>
Winst/verlies van het boekjaar, voor belastingen	9903
- Opbrengsten uit financiële vaste activa	750
- Opbrengsten uit vlottende activa	751
- Andere financiële opbrengsten	752/9
+ Kosten van schulden	650
+ Waardeverminderingen op vlottende activa	651
+ Andere financiële kosten	652/9
= EBIT	
+ Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	630
+/- Waardeverminderingen op voorraden, op bestellingen in uitvoering en op handelsvorderingen: toevoegingen (terugnemingen)	631/4
+ Uitzonderlijke afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	660
- Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa	760
= EBITDA	

Tabel 11: Berekening van EBIT en EBITDA op basis van het Belgische jaarrekeningschema (CBN, 8 september 2010)

BVBA X kan nu gewaardeerd worden door de EBITDA te vermenigvuldigen met een sectorspecifieke multiple. Voor ondernemingen die bijvoorbeeld de productie van voeding en dranken als kernactiviteit hebben zal deze standaardmultiple 5 à 7 bedragen. De EBITDA van ondernemingen in cyclische sectoren

en grondstoffen zal met 4 à 5 moeten vermenigvuldigd worden (Pouseele B. , 2013 a). Voor BVBA X, uit de drukkerijsector, geldt een multiple van 2,5. De waarde volgens de EBITDA-methode wordt berekend in tabel 12.

	2014	2015	2016	2017	2018
Winst (verlies) van het boekjaar, voor belastingen	74.488	121.545	170.594	221.739	275.090
- Opbrengsten uit financiële vaste activa	120.040	126.042	132.344	138.962	145.910
- Opbrengsten uit vlottende activa	0	0	0	0	0
- Andere financiële opbrengsten	0	0	0	0	0
+ Kosten van schulden	160.453	168.476	176.900	185.745	195.032
+ Waardeverminderingen op vlottende activa	0	0	0	0	0
+ Andere financiële kosten	0	0	0	0	0
= EBIT	114.901	163.979	215.150	268.522	324.212
+ Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	743.377	737.215	731.103	725.042	719.032
+/- Waardeverminderingen op voorraden , op bestellingen in uitvoering en op handelsvorderingen	575	604	634	666	699
+ Uitzonderlijke afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	23.716	24.902	26.147	27.455	28.828
- Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa	0	0	0	0	0
= EBITDA	882.570	926.700	973.035	1.021.685	1.072.771

	2014	2015	2016	2017	2018	Totaal
EBITDA	882.570	926.700	973.035	1.021.685	1.072.771	4.876.761
Wegingscoëfficiënt	10%	15%	20%	25%	30%	100%
Gewogen EBITDA	88.257	139.005	194.607	255.421	321.831	999.121

Multiple	2,5
----------	-----

Berekening waarde per aandeel	
EBITDA-methode	= 999121,49 * 2,5
Waarde van de onderneming	2.497.803,73
- Financiële schulden op LT	1.457.389,45
- Financiële schulden op KT	471.493,75
+ Liquide middelen	977.872,35
+ Geldbeleggingen	89.475,36
Marktwaarde eigen vermogen incl. derden	1.636.268,24
- Minderheidsbelangen	0,00
Marktwaarde eigen vermogen	1.636.268,24
: aantal uitstaande aandelen	186
Waarde per aandeel	8.797,14

Tabel 12: Waarde van BVBA X volgens de EBITDA-methode

2.2.3 KASSTROOMMETHODE (DISCOUNTED CASH FLOW)

De methode van de verdisconteerde vrije kasstromen is de meest gebruikte waarderingmethode. Ze komt uit de investeringstheorie en wordt zowel voor het waarderen van individuele projecten als voor ondernemingen in hun totaliteit gebruikt. De waarde van een onderneming zal volgens de kasstroommethode bestaan uit de huidige waarde van de toekomstige kasstromen die ter beschikking zullen staan van de aandeelhouders (Pouseele B. , 2013 a).

Er bestaan vier soorten kasstroommethodes (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000):

- 1) het Dividend Discount Model
- 2) de Free Cash Flow to Equity
- 3) de Free Cash Flow to the Firm
- 4) de Adjusted Present Value

Model	Verwachte kasstroom	Discontovoet	Resultaat
Dividend Discount Model (DDM)	Verwachte dividenden	Kost van het eigen vermogen	Waarde van het eigen vermogen
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	Vrije cash flow van het eigen vermogen	Kost van het eigen vermogen	Waarde van het eigen vermogen
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	Vrije cash flow van het totale vermogen	WACC	Totale waarde van de onderneming
Adjusted Present Value (APV)	Verwachte kasstroom	WACC	Totale waarde van de onderneming

Tabel 13: Kasstroommodellen
(Ross, Westerfield, & Jordan, 2000)

A) DISCOUNTED DIVIDEND MODEL

Een vaak gebruikte methode om de toekomstige dividenden te actualiseren is het Discounted Dividend Model (D.D.M.). Deze methode stelt dat de rendementswaarde van een onderneming gelijk is aan de contante waarde van het genormaliseerde toekomstige dividend plus een eventuele einduitkering.

$$\text{Waarde van een aandeel} = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

waarbij

D_i = het geschatte dividend voor jaar i

k = de jaarlijkse actualisatie rente

Voor de toepassing van dit model moet men de assumptie maken dat k hoger is dan de risicovrije rente aangezien er onzekerheid is over de grootte van de dividenden. De dividenden zullen bijvoorbeeld tijdelijk wegvallen wanneer een onderneming verlies maakt (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

Aangezien de meeste aandeelhouders niet van plan zijn om hun aandeel tot in het oneindige te houden, maar ze deze na enige tijd met winst proberen verkopen kan de formule omgevormd worden tot:

$$\text{Waarde van een aandeel} = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{P_3}{(1+k)^3}$$

waarbij

D_i = het geschatte dividend voor jaar i

k = de jaarlijkse actualisatie rente

P_3 = de gemiddelde pay-out ratio

De gemiddelde pay-out ratio zal aangeven welk deel van de nettowinst vroeg of laat ten goede zal komen van de aandeelhouders. Men kan deze ratio weerhouden van de beurs of van een specifieke sector (Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Wanneer men kijkt naar deze ratio op de beurs kunnen we een sterke daling waarnemen. Terwijl de pay-out ratio in 1971 nog 100% bedroeg, was dit in 1990 nog maar 65%. Globaal blijkt dat ondernemingen in de periode 1971-1990 ongeveer 80% van hun nettowinst hebben uitgekeerd. Opmerkelijk is dat het bedrag van de uitgekeerde dividenden door Belgische vennootschappen in 1971 gelijk was aan 14,4 miljard BEF terwijl dit in 1990 opliep tot 100 miljard BEF. De daling van de pay-out ratio kan dus verklaard worden ten eerste door een grotere stijging van de behaalde nettowinsten van de ondernemingen in vergelijking met de stijging van de uitgekeerde dividenden (Charles, 1993) en ten tweede doordat ondernemingen tegenwoordig fiscaal gunstigere alternatieven (zoals kapitaalverminderingen, inkoop eigen aandelen, holdingstructuren,...) zoeken om kapitalen aan de aandeelhouders uit te keren (Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Aan het einde van het derde kwartaal van 2014 bedroeg de Dividend Pay-out Ratio volgens de Standard & Poor's rating nog 32%, wat wel een stijging was ten opzichte van de mediaan van de periode 2004-2014 (29%). Het is vanzelfsprekend dat deze ratio zal verschillen van onderneming tot onderneming. Terwijl Procter & Gamble bijvoorbeeld een pay-out ratio had van 61,0% in 2014, was deze bij Apple Inc. amper 28,1%.

Desalniettemin keerde Apple Inc. in 2014 dividenden uit voor \$ 11.126 per aandeel, terwijl dit bij Procter & Gamble slechts \$ 7.009 per aandeel was (Butters, 2014).

- MODEL VAN GORDON EN SHAPIRO

De bekendste variant op het Discounted Dividend Model is het model van Gordon en Shapiro. Gordon en Shapiro stelden een Discounted Dividend Model voor met een constante groei. Hier maakt men dus de assumptie dat een dividend jaarlijks toeneemt met een vast groeipercentage (Van Der Elst & Van Loocke, 2009; Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Dit model stelt dat de waarde van een aandeel gelijk is aan⁷:

$$W_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

waarbij

W_0 = de waarde van het aandeel

D_1 = het normatief rendement

k = het door de aandeelhouder vereiste rendement

g = de lineaire groei van het dividend (op lange termijn)

Uit deze formule kan men afleiden dat een onderneming een hogere waarde toegekend zal krijgen wanneer ze hogere dividenden uitbetaalt (D is groter), deze dividenden sneller toenemen (g is groter) of de jaarlijkse actualisatie rente lager is (k is kleiner). De groeivoet van een dividend op lange termijn (g) zal maximum 2 à 3% zijn, wat overeenkomt met de economische groei van de meeste markten op lange termijn. De waarde van k ontstaat uit de interestvoet (OLO) vermeerderd met een risicopremie voor het bedrijfsrisico, het marktrisico en de illiquiditeit van het aandeel (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

Deze formule kan ook gebruikt worden voor de waardering van een onderneming wanneer men de parameter *dividend* vervangt door *opbrengst* (Tiest, 2009).

Een voordeel van het model van Gordon en Shapiro is dat men enkel het dividend voor de eerstvolgende periode moet schatten en geen oneindige reeks dividenden. Helaas is dit argument niet echt meer relevant aangezien ondernemingen steeds minder afhankelijk worden van dividenden. Tegenwoordig is een dividenuitkering slechts één van de vele mogelijkheden om rendementen aan de aandeelhouders toe te kennen. Ondernemingen hebben nu ook andere opties zoals het doorvoeren van

⁷ Toepassing van dit model veronderstelt dat $k > g$ en dat het dividend niet met een grotere groeivoet toeneemt als de winst per aandeel (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

een kapitaalsvermindering of een inkoop eigen aandelen. Bovendien zal de totale waarde van een onderneming aan de hand van deze berekening voor 2/3^e bepaald worden door de waarde van de groeivoet (g) (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

B) DISCOUNTED CASH FLOW-METHODE

Wanneer een onderneming wordt gewaardeerd volgens de kasstroommethode, wordt haar waarde bepaald door de verdisconteerde waarde van alle toekomstige vrije kasstromen die de onderneming zal genereren (Tiest, 2009). Deze free cash flows zijn de financiële kasstromen die de onderneming aan haar aandeelhouders en investeerders kan uitkeren, zonder dat de continuïteit van de onderneming in het gedrang komt.

Er bestaat geen eenduidige definitie voor het begrip *cash flow*. Een berekening die veel voorkomt in de literatuur is als volgt:

Winst van het boekjaar

+ Niet-kaskosten

- Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële vaste activa en materiële vaste activa
- Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen
- Voorzieningen voor risico's en kosten
- Waardeverminderingen op andere vlottende activa
- Uitzonderlijke afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële vaste activa en materiële vaste activa
- Waardeverminderingen op financiële vaste activa
- Voorzieningen voor uitzonderlijke risico's en kosten

- Niet-kasopbrengsten

- Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa
- Terugneming van waardeverminderingen op financiële vaste activa
- Terugneming van voorzieningen voor uitzonderlijke risico's en kosten
- Terugneming van waardeverminderingen op vlottend activa

= Cash Flow

Deze berekening is echter niet volledig. Om de vrije cash flow te bekomen, dient men nog enkele correcties door te voeren:

- Investeringsuitgaven en verhoging van het bedrijfskapitaal
- Terugbetaling van vreemd vermogen
- + Desinvesteringen in activa
- + Het kapitaalbestanddeel van nieuwe leningen

= Free Cash Flow

De Free Cash Flow zal rekening houden met de noodzaak dat een onderneming heeft om blijvende investeringen uit te voeren. Enkel de kasstromen die niet opnieuw dienen geïnvesteerd te worden, zullen vrij zijn en voegen waarde toe voor de aandeelhouders. Zoals blijkt uit de berekening is het in België niet mogelijk om de vrije cash flow onmiddellijk uit het schema van de resultatenrekening af te leiden. Internationaal is dat wel voorzien. Zowel ondernemingen die hun boekhouding volgens de IFRS principes voeren als ondernemingen die de US GAAP regels hanteren, zullen hun cash flow uit de post 'Statement of Cash Flows' kunnen halen (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

Er kunnen twee types free cash flows onderscheiden worden: free cash flow to the firm en free cash flow to equity:

- *Free cash flow to the firm*, de operationele vrije kasstroom, geeft weer hoeveel kasstromen de onderneming ter beschikking heeft om haar schulden en interestlasten terug te betalen aan de schuldeisers en de aandeelhouders.
- *Free cash flow to equity* geeft weer wat de cash flow is na de terugbetaling van de schulden en de interestlasten aan de schuldeisers en wat dus overblijft voor de aandeelhouders (Groessens, 2010; Arzac & Glostén, 2005).

De berekening van deze free cash flows gaat als volgt (Pouseele B. , 2013 a):

Bedrijfsresultaat

- Operationele vennootschapsbelasting
- + Afschrijvingen
- +/- Waardeverminderingen
- +/- Voorzieningen voor risico's en kosten

= Operationele cash flow

+/- (Des)investeringen in vaste activa
+/- Wijzigingen in het netto bedrijfskapitaal

= Free Cash Flow to the Firm

- Interestaflossingen
+ Belastingvoordeel van de interestaflossingen
+/- Netto schuldpositie

= Free Cash Flow to Equity

Bij de berekening van de free cash flow to the firm dient men rekening te houden met twee principes. Ten eerste mogen interestaflossingen en dividenduitkeringen niet in mindering gebracht worden gezien deze al in de WACC opgenomen zijn. Een tweede principe is dat men enkel operationele belastingen in aftrek mag brengen. Belastingaftrekken die voortkomen van interestaflossingen mogen dus niet in mindering gebracht worden (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

- DE ACTUALISATIEVOET

Zoals reeds aangehaald, zal de waarde van een onderneming gelijk zijn aan de verdisconteerde waarde van alle toekomstige vrije kasstromen van de onderneming. Na de berekening van de vrije kasstromen dient deze waarde dus nog verdisconteerd te worden (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Deze verdiscontering gebeurt op basis van de WACC (*cf. supra 13*). In het geval van een waardering gebaseerd op de *free cash flow to the firm* gebruikt men de volledige WACC-formule. Wanneer het echter gaat over *free cash flow to equity* zal men enkel het vereiste rendement voor de aandeelhouders in rekening brengen en is de kost van externe financiering irrelevant (Groessens, 2010).

- DE ACTUALISATIEPERIODE

De free cash-flows worden ingedeeld in twee perioden. Ten eerste is er de nabije toekomst (doorgaans 3 tot 5 jaar) waarvoor een gedetailleerd business plan genomen wordt om de free cash-flows te berekenen. Vervolgens zijn er nog de free cash-flows op lange termijn waarvoor een constante groeivoet wordt toegepast (Groessens, 2010). Meestal bedraagt de actualisatieperiode 5 à 10 jaar en wordt ze best zo groot mogelijk genomen. Na deze actualisatieperiode wordt er een continuïteitswaarde (een eindwaarde) ingevuld. Hiervoor wordt meestal de veronderstelling gemaakt dat de onderneming de voorspelde free cash flow van het laatste jaar van de actualisatieperiode tot in het oneindige zal genereren of dat deze elk jaar zal toenemen met een constante groeivoet. De onderneming dient wel

min of meer een maturiteitsfase bereikt te hebben vooraleer men deze continuïteitswaarde bepaalt (Keuleneer & Verhoog, 2003).

Wanneer men aan deze verdisconteerde free cash flows de restwaarde toevoegt krijgt men de waarde van de business waarin de onderneming actief is. Indien men hieraan de netto cashpositie toevoegt of de netto schuldenlast aftrekt, zal men de waarde van de effecten van de onderneming verkrijgen (Groessens, 2010).

- VOORBEELD

De waarde van BVBA X volgens de Discounted free cash flow methode wordt berekend in onderstaande tabellen. De kasstromen worden volgens drie soorten activiteiten uitgesplitst: bedrijfsactiviteiten, investeringsactiviteiten en financieringsactiviteiten. Wanneer men de bedrijfsactiviteiten en de investeringsactiviteiten samenvoegt wordt de vrije kasstroom bekomen. De totale kasstroom bekomt men door hierbij ook de financieringsactiviteiten toe te voegen.

Voor het laatst gepubliceerde jaar (2013) genereren de bedrijfsactiviteiten een positieve kasstroom van 962.540 euro. De bedrijfsactiviteiten van BVBA X van de voorbije vijf jaar en de komende vijf jaar worden weergegeven in onderstaande tabel. Er wordt een opsplitsing gemaakt tussen de kasstromen uit de activiteiten voor de wijziging in de bedrijfskapitaalbehoefte en deze na wijziging in bedrijfskapitaalbehoefte.

Bedrijfsactiviteiten	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto resultaat van het boekjaar	195.680	253.907	561.127	156.292	79.421	55.533	90.809	127.578	165.918	205.911
+ Niet-Kas kosten										
Afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen	843.834	937.311	681.643	780.430	749.591	743.377	737.215	731.103	725.042	719.032
- Niet-Kasopbrengsten										
Onttrekking/overboeking aan uitgestelde belastingen	30.176	36.849	6.673	6.673	6.673	-333	-350	-368	-386	-406
Kapitaal- en interestsubsidies in resultaat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Betaalde interesten en kosten van schulden	106.238	117.299	155.851	198.575	152.813	160.453	168.476	176.900	185.745	195.032
Kasstroom uit activiteiten vóór wijz. bkb	1.115.576	1.271.668	1.391.948	1.128.625	975.152	959.697	996.849	1.035.949	1.077.091	1.120.381
Variatie bedrijfsactiva										
Voorraden	9.633	-200.605	45.013	42.601	-94.066	-26.900	-28.246	-29.658	-31.140	-32.698
Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	6.694	-119.807	379.780	-116.130	-143.514	-75.671	-79.455	-83.428	-87.598	-91.978
Vorderingen op meer dan 1 jaar	23.927	49.127	44.101	-80.000	80.000	0	0	0	0	0
Geldbeleggingen	0	0	0	-120.000	30.525	-4.474	-4.697	-4.932	-5.179	-5.438
Overlopende rekeningen actief	-11.517	-6.184	-7.756	-27.403	9.686	-2.159	-2.267	-2.380	-2.499	-2.624
Variatie bedrijfspassiva										
Handelsschulden op ten hoogste 1 jaar	-115.174	-46.379	-87.734	-359.267	36.641	22.565	23.694	24.878	26.122	27.428
Ontvangen vooruitbetalingen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	27.280	6.635	6.043	42.635	68.117	12.056	12.658	13.292	13.956	14.654
Overige schulden	2.243	-7.308	-336	0	0	0	0	0	0	0
Overlopende rekeningen passief	-2.874	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kasstroom uit activiteiten na wijz. bkb	1.055.790	947.148	1.771.059	511.061	962.540	885.115	918.536	953.721	990.753	1.029.725

Tabel 14: Kasstroom uit de bedrijfsactiviteiten

De investeringsactiviteiten daarentegen genereren een negatieve kasstroom van 15.224 euro in 2013.

Investeringsactiviteiten	2009	2010	2011	2012	2013
Verwerving activa					
Boekwaarde oprichtingskosten	0	0	0	0	0
Boekwaarde immateriële vaste activa	-36.000	-22.372	16.843	16.843	16.843
Boekwaarde materiële vaste activa	-266.876	-1.076.611	-845.770	765.122	717.524
Afschrijvingen op oprichtingskosten, IMVA, MVA	-843.834	-937.311	-681.643	-780.430	-749.591
Boekwaarde financiële vaste activa	0	0	0	0	0
Waardeverminderingen fin. vaste activa	0	0	0	0	0
Verkoop activa					
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-1.146.710	-2.036.294	-1.510.570	1.534	-15.224

Investeringsactiviteiten	2014	2015	2016	2017	2018
Verwerving activa					
Boekwaarde oprichtingskosten	0	0	0	0	0
Boekwaarde immateriële vaste activa	-392	-412	-432	-454	-477
Boekwaarde materiële vaste activa	-192.066	-102.612	-107.742	-113.130	-118.787
Afschrijvingen op oprichtingskosten, IMVA, MVA	-743.377	-737.215	-731.103	-725.042	-719.032
Boekwaarde financiële vaste activa	0	0	0	0	0
Waardeverminderingen fin. vaste activa	0	0	0	0	0
Verkoop activa					
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-935.835	-840.239	-839.277	-838.626	-838.296

Tabel 15: Kasstroom uit de investeringsactiviteiten

Uit de som van de kasstroom uit de bedrijfsactiviteiten en de kasstroom uit de financieringsactiviteiten volgt dat de vrije kasstroom voor BVBA X in 2013 gelijk was aan 947.316 euro.

Vrije kasstroom										
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
-90.920	-1.089.145	260.489	512.595	947.316	-50.720	78.298	114.443	152.127	191.429	

Ten slotte genereren de financieringsactiviteiten nog een negatieve kasstroom van 627.930 euro, waaruit volgt dat de totale kasstroom van BVBA X in 2013 gelijk is aan 319.386 euro.

Financieringsactiviteiten	2009	2010	2011	2012	2013
Daling/Stijging financiële schulden op lange termijn	265.799	1.040.487	458.038	-504.926	-391.366
Daling/Stijging financiële schulden op korte termijn	182.354	141.282	-195.860	-91.741	-83.751
Kapitaalverhoging/verlaging	0	0	0	0	0
Uitgekeerde dividenden	-7.200	0	0	0	0
Uitgekeerde tantièmes	0	0	0	0	0
Ingekochte eigen aandelen	0	0	0	0	0
Betaalde interesten en kosten van schulden	-106.238	-117.299	-155.851	-198.575	-152.813
Andere					
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	334.714	1.064.470	106.327	-795.243	-627.930

Financieringsactiviteiten	2014	2015	2016	2017	2018
Daling/Stijging financiële schulden op lange termijn	72.870	76.513	80.339	84.356	88.573
Daling/Stijging financiële schulden op korte termijn	23.574	24.753	25.991	27.291	28.655
Kapitaalverhoging/verlaging	0	0	0	0	0
Uitgekeerde dividenden	0	0	0	0	0
Uitgekeerde tantièmes	0	0	0	0	0
Ingekochte eigen aandelen	0	0	0	0	0
Betaalde interesten en kosten van schulden	-160.453	-168.476	-176.900	-185.745	-195.032
Andere					
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-64.009	-67.210	-70.570	-74.098	-77.804

Tabel 16: Kasstroom uit de financieringsactiviteiten

Totale kasstroom										
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
243.794	-24.675	366.816	-282.648	319.386	-114.730	11.088	43.874	78.029	113.625	

Dezelfde berekeningen worden gemaakt voor de prognoseperiode van de komende 5 jaar aan de hand van de prognose balans en –resultatenrekening. Voor deze vrije kasstromen dient de waarde verdisconteerd te worden met de WACC om de huidige waarde van deze kasstromen te bekomen. De waarde van de vrije cash flow van de prognoseperiode is gelijk aan 4.196.371 euro. De waarde van de perpetuele cash flow (de restwaarde) is gelijk aan 2.851.248 euro. Deze perpetuele cash flow bekomen we aan de hand van de volgende formule (cf. supra 15):

$$\text{Restwaarde} = \text{waarde laatste jaar} * \frac{1 + \text{groei}}{WACC - \text{groei}}$$

$$191.429 * \frac{1 + 2\%}{6,65\% - 2\%} = 4.196.371$$

Van deze waarden wordt de huidige waarde berekend door de waarde te vermenigvuldigen met (Luehrman T., 1997):

$$\frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Liquide middelen begin boekj.	355.199	598.994	574.318	941.134	658.486	977.872	863.143	874.231	918.104	996.134
Totale kasstroom	243.794	-24.675	366.816	-282.648	319.386	-114.730	11.088	43.874	78.029	113.625
Liquide middelen einde boekj.	598.994	574.318	941.134	658.486	977.872	863.143	874.231	918.104	996.134	1.109.759

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Restwaarde
Vrije cashflow	-90.920	-1.089.145	260.489	512.595	947.316	-50.720	78.298	114.443	152.127	191.429	4.196.371
Huidige waarde	-90.920	-1.089.145	260.489	512.595	947.316	-47.556	68.834	94.335	117.575	138.721	2.851.248

De uiteindelijke waarde van de onderneming bekomt men door de som van de huidige waarden van de toekomstige vrije cash flows van 2014 tot en met 2018 te nemen (371.908,23) en daarbij de huidige waarde van de restwaarde op te tellen (2.851.248,38). Hieruit volgt dat de totale waarde van de onderneming volgens de DCF methode gelijk is aan 3.223.156,61 euro. Merk op dat de waarde van een onderneming volgens de verdiscontering van de vrije operationele cash flows heel wat hoger is dan de boekwaarde van het eigen vermogen (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012).

Berekening waarde per aandeel	
huidige waarde vrije cash flow prognoseperiode	371.908,23
huidige waarde perpetuele cashflow	2.851.248,38
Waarde van de onderneming	3.223.156,61
- Financiële schulden op LT	1.457.389,45
- Financiële schulden op KT	471.493,75
+ Liquide middelen	977.872,35
+ Geldbeleggingen	89.475,36
Marktwaarde eigen vermogen incl. derden	2.361.621,12
- Minderheidsbelangen	0,00
Marktwaarde eigen vermogen	2.361.621,12
: aantal uitstaande aandelen	186
Waarde per aandeel	12.696,89

Tabel 17: Waarde van BVBA X volgens de DCF methode

Wederom kan men een sensitiviteitsanalyse uitvoeren om de invloed van de belangrijkste parameters (WACC en de oneindige groei) op de waarde van de onderneming te bekijken. Ook al schommelt de WACC tussen 5,90% en 7,40% en de oneindige groei tussen de 1,25% en de 2,75%, toch zal de waarde van de onderneming volgens de DCF methode nooit lager zijn dan 2.414.872 euro en zal ze de waarde van 4.809.901 euro nooit overschrijden.

Sensitiviteitsanalyse								
Waarde van de onderneming in functie van oneindige groei & WACC								
		WACC						
		5,90%	6,15%	6,40%	6,65%	6,90%	7,15%	7,40%
Oneindige groei	1,25%	3.338.077	3.144.195	2.969.435	2.811.134	2.667.103	2.535.523	2.414.872
	1,50%	3.513.692	3.300.043	3.108.506	2.935.856	2.779.464	2.637.168	2.507.171
	1,75%	3.710.466	3.473.600	3.262.531	3.073.304	2.902.734	2.748.225	2.607.639
	2,00%	3.932.467	3.668.067	3.434.058	3.225.532	3.038.583	2.870.064	2.717.409
	2,25%	4.184.880	3.887.467	3.626.252	3.395.059	3.189.040	3.004.335	2.837.836
	2,50%	4.474.412	4.136.921	3.843.086	3.585.011	3.356.593	3.153.045	2.970.552
	2,75%	4.809.901	4.423.059	4.089.623	3.799.315	3.544.334	3.318.653	3.117.539

Tabel 18: Sensitiviteitsanalyse waarde van de onderneming in functie van oneindige groei en WACC

C) ADJUSTED PRESENT VALUE-METHODE

Volgens de adjusted present value-methode is de waarde van een onderneming gelijk aan de 'zuivere' waarde van de operaties vermeerderd met de waarde van alle financiële neveneffecten (Luehrman T. , 1997; Massari, Roncaglio, & Zanetti, 2007). Deze methode expliciteert de waarde van de financiële neveneffecten door ze apart weer te geven in de kasstroomprojecties en correct te verdisconteren. Bij de kasstroommethode werd de waarde van de financiële effecten geïncorporeerd door de waarde van de operaties aan een aangepaste WACC te verdisconteren (Gupta & Synn, 2010). Net omdat het bij deze correctie aan de hand van de WACC vaak fout loopt, heeft de APV-methode een voordeel op de kasstroommethode (Myers, 1974). Een beperking van deze methode is echter wel het accuraat bepalen van de waarde van de financiële neveneffecten, zo worden eventuele faillissementskosten vaak verkeerd ingeschat (Keuleneer & Verhoog, 2003).

We kunnen concluderen dat het gebruik van de kasstroommethode vele voordelen heeft. Ten eerste houdt de methode rekening met de toekomstige kasstromen, waardoor het een toekomstgerichte methode is (Pouseele B. , 2013 a). Ten tweede worden de vrije kasstromen in acht genomen, wat inhoudt dat rekening wordt gehouden met de investeringsbehoeften van de onderneming. Bovendien wordt rekening gehouden met de tijdswaarde van geld doordat gebruik gemaakt wordt van de verdisconteringsvoet. Ten slotte maakt deze methode gebruik van de cash flow van een onderneming en niet van de winst, die gemanipuleerd kan worden (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000; Van Der Elst & Van Looke, 2009).

Als kritiek op de kasstroommethode kan men stellen dat het een heel star model is dat er van uitgaat dat de onderneming over geen enkele flexibiliteit beschikt en haar beslissingen niet meer kan aanpassen wanneer er nieuwe informatie vrijkomt of de omstandigheden wijzigen. In de praktijk kan het

management uiteraard wel inspelen op gewijzigde situaties. Een project kan bijvoorbeeld stopgezet worden wanneer het niet uitdraait zoals verwacht en negatieve kasstromen genereert. Omgekeerd, wanneer een project meer opbrengt dan verwacht, kan men dat project uitbreiden. De verwachte kasstromen zullen dan onderschat zijn, wat tot een onderwaardering van de onderneming leidt. Een oplossing hiervoor is door een onderneming te waarderen aan de hand van de 'uitgebreide DCF-regel'. Deze berekent de waarde van een onderneming door de DCF te vermeerderen met de waarde van alle opties waarover het management beschikt (*real options*-methode). Een nadeel aan deze techniek is dan weer dat het niet evident is deze opties te waarderen en dat de uitvoering van één optie vaak leidt tot de creatie van nieuwe opties en de vernietiging van andere (Keuleneer & Verhoog, 2003).

Vervolgens is een prognose van de toekomstige kasstromen vaak zeer moeilijk. Doordat niet al te ver in de toekomst voorspeld kan worden, is het belang van de restwaardecomponent meer dan 75% van de totale waarde van de onderneming. Bovendien zijn alle veronderstellingen subjectief. Een klein verschil in de voorspellingen kan leiden tot grote verschillen in de berekende waarde van de onderneming. Een oplossing voor dit probleem dat vaak wordt toegepast is dat er 3 scenario's worden opgesteld: een "worst case"-scenario, een "normal case"-scenario en een "best case"-scenario (Pouseele B. , 2013 a). Ten slotte is de DCF-methode niet verdedigbaar in een aantal situaties. In kleine KMO's met minder dan 10 werknemers, waarbij de toekomstige rendabiliteit afhankelijk is van het steeds opnieuw verkrijgen van opdrachten bijvoorbeeld, is het moeilijk een betrouwbare voorspelling van de kasstromen te doen. In dat geval voert men beter een waardering uit op basis van de substantiële waarde van de onderneming (Van Der Elst & Van Loocke, 2009; Pouseele B. , 2013 a).

Een beperking van de dynamische methodes is dat deze zeer gevoelig zijn voor schommelingen in de rentevoeten. Als oplossing voor deze beperking kan men een sensibiliteitsanalyse uitvoeren waarbij men een aantal parameters kan laten variëren zodat men toch op voorhand rekening kan houden met eventuele variaties (*cf. supra 44*). Bovendien zullen deze methodes gepaard gaan met hoge onzekerheid aangezien de informatie verzameld werd uit business plannen en prospectieve budgetten (Groessens, 2010).

2.2.4 EVA METHODE

Een laatste inkomensgerichte waarderingsmethode is de EVA methode. De twee belangrijkste parameters van de EVA methode zijn *return on invested capital* (ROIC) en de *weighted average cost of capital* (WACC). Aan de hand van deze twee parameters wordt voorgesteld hoeveel waarde een geïnvesteerd bedrag in een onderneming zal creëren. Bedrijfsleiders zullen waarde voor hun onderneming creëren wanneer de inkomsten van hun investeringen groter zijn dan de kost om deze investering te financieren. Onderstaand eenvoudig voorbeeld zal meer duidelijkheid scheppen (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

Veronderstel dat een onderneming een netto operationele winst na belastingen (*net operating profit after tax*, ook NOPAT) heeft van 15 miljoen euro. Om deze winst te genereren heeft de onderneming 100 miljoen euro aan activa nodig, wat men het geïnvesteerd kapitaal (*invested capital*) noemt. Om deze activa te financieren gebruikt de onderneming voor 100 miljoen euro aan financieel kapitaal. Om de winst te berekenen die voorkomt uit het kapitaal dat de onderneming geïnvesteerd heeft (*return on invested capital*, ROIC), dient men de netto operationele winst na belastingen (NOPAT) te delen door het geïnvesteerde kapitaal (Hawawini & Viallet, 2010):

$$\text{Rendement van het geïnvesteerde kapitaal (ROIC)} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{geïnvesteerd kapitaal}}$$
$$\frac{15.000.000}{100.000.000} = 15\%$$

Om waarde te creëren dient dit rendement van het geïnvesteerde kapitaal (ROIC) hoger te zijn dan de kost van het kapitaal (de WACC). Het rendement van de investering dient de kost ervan dus te overstijgen. Het verschil tussen de ROIC en de WACC wordt de *return spread* genoemd. Wanneer de WACC gelijk is aan 8% is de *return spread* gelijk aan 7%. Dit wil zeggen dat de investering 7 miljoen euro (7% x 100 miljoen) heeft opgebracht. Dit is wat men de EVA, of de *economic value added*, noemt. Deze economic value added is dus gelijk aan de return spread vermenigvuldigd met het geïnvesteerd vermogen:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{return spread} * \text{invested capital} \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{invested capital} \end{aligned}$$

Voor BVBA X bekomt men de NOPAT door de reeds berekende EBIT te verminderen met de operationele belastingen. De operationele belastingen worden berekend in tabel 19.

Berekening impliciete belastingvoet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vennootschapsbelasting	88.212	122.901	98.875	311	25.028	18.622	30.386	42.649	55.435	68.772
Winst vóór belastingen	252.098	339.960	989.120	148.223	75.188	50.772	96.643	144.447	194.284	246.262
+ Afschrijvingen op goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Belastbare basis	252.098	339.960	989.120	148.223	75.188	50.772	96.643	144.447	194.284	246.262
Implicietete belastingvoet	34,99%	36,15%	10,00%	0,21%	33,29%	36,68%	31,44%	29,53%	28,53%	27,93%
Vennootschapsbelasting	88.212	122.901	98.875	311	25.028	18.622	30.386	42.649	55.435	68.772
+ belastingen op betaalde interesten	37.174	42.405	15.579	417	50.866	58.851	52.972	52.230	52.998	54.466
- belastingen op ontvangen interesten	16.614	37.957	9.774	215	38.054	44.028	39.630	39.075	39.650	40.747
+ belastingen op uitzonderlijke kosten	566	0	496	4	7.518	8.699	7.830	7.720	7.834	8.051
- belastingen op uitzonderlijke opbr.	0	0	34.062	0	0	0	0	0	0	0
- of + uitgestelde belastingen	63.540	26.691	20.018	13.346	6.673	7.006	7.356	7.724	8.110	8.516
Venn.B toerekenbaar aan EBIT	172.878	154.041	91.132	13.862	52.030	49.149	58.914	71.248	84.727	99.057

Tabel 19: Berekening van de operationele belastingen

De netto operationele winst na belastingen (NOPAT) kan dan als volgt berekend worden:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	312.474	352.265	711.400	245.936	136.264	114.901	163.979	215.150	268.522	324.212
- Operationele belastingen	172.878	154.041	91.132	13.862	52.030	49.149	58.914	71.248	84.727	99.057
= NOPAT	139.596	198.224	620.269	232.074	84.234	65.752	105.065	143.902	183.795	225.155
<i>groei-percentage</i>		42%	213%	-63%	-64%	-22%	60%	37%	28%	23%

Tabel 20: Berekening van de NOPAT

Vervolgens dienen de drie parameters uit de EVA formule berekend te worden. We beginnen met de berekening van het geïnvesteerde kapitaal. Om te weten hoeveel kapitaal een onderneming geïnvesteerd heeft dient men het eigen vermogen en het rentedragend vreemd vermogen bij elkaar op te tellen en vervolgens te verminderen met de cashoverschotten. Deze gegevens zijn allemaal af te lezen uit de balans. Het rentedragend vreemd vermogen bekomt men door de som te nemen van drie balansposten: de financiële schulden op meer dan één jaar, de schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen en de financiële schulden op minder dan 1 jaar. De cashoverschotten die in aftrek dienen gebracht te worden bestaan uit de geldbeleggingen en de liquide middelen.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eigen vermogen	1.351.242	1.605.149	2.166.276	2.322.569	2.401.990	2.457.523	2.548.332	2.675.909	2.841.828	3.047.739
+ Rentedragend VV	1.556.721	2.738.490	3.000.668	2.404.000	1.928.883	2.025.327	2.126.593	2.232.923	2.344.570	2.461.798
- Cashoverschotten	598.994	574.318	941.134	778.486	1.067.348	957.092	972.877	1.021.682	1.104.891	1.223.954
= Geïnvesteerd vermogen	2.308.969	3.769.321	4.225.810	3.948.083	3.263.525	3.525.758	3.702.048	3.887.150	4.081.507	4.285.583

Tabel 21: Berekening van het geïnvesteerde vermogen

De tweede en derde parameter die berekend dienen te worden zijn de WACC en de ROIC. De *return on invested capital* bekomt men door de reeds berekende NOPAT te delen door het reeds berekende geïnvesteerde kapitaal. De WACC werd reeds in hoofdstuk 1 berekend (*cf. supra 13*) en bedraagt 6,65%.

WACC	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%
ROIC	6,05%	5,26%	14,68%	5,88%	2,58%	1,86%	2,84%	3,70%	4,50%	5,25%

Tabel 22: Berekening van de ROIC

Na het bekomen van deze drie parameters kan men deze eenvoudigweg voor elke periode invullen in de reeds voorgestelde EVA formule. Doordat de ROIC in de prognose periode lager is dan de constante WACC, bekomt men een negatieve EVA. Dit wil zeggen dat het geïnvesteerde kapitaal meer kost dan dat het opbrengt en BVBA X dus waarde verliest. De perpetuïteit, of restwaarde, bekomt men op dezelfde manier als de restwaarde van de DCF methode, namelijk aan de hand van volgende formule:

$$\text{Restwaarde} = \text{waarde laatste jaar} * \frac{1 + \text{groei}}{WACC - \text{groei}}$$

$$-59.966 * \frac{1 + 2\%}{6,65\% - 2\%} = -1.314.522$$

Van deze waarden wordt de huidige waarde berekend door de waarde te vermenigvuldigen met (Luehrman T. A., 1997):

$$\frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	perpetuïteit
EVA	-14.020	-52.549	339.125	-30.593	-132.889	-168.817	-141.233	-114.711	-87.748	-59.966	-1.314.522
<i>groei</i>		275%	-745%	-109%	334%	27%	-16%	-19%	-24%	-32%	
Huidige waarde						-158.286	-124.162	-94.555	-67.818	-43.455	-893.160

Tabel 23: Berekening van de EVA

De waarde van de onderneming is bijgevolg de som van de huidige waarde van de EVA, vermeerderd met de waarde van het geïnvesteerde kapitaal in 2013 en vermeerderd met de liquide middelen en geldbeleggingen die niet opgenomen waren in het geïnvesteerde kapitaal.

Waardebepaling	
Waardering	
huidige waarde EVA prognoseperiode	-488.276,42
huidige waarde perpetuele EVA	-893.159,83
Geïnvesteed vermogen	3.263.525,09
+ Liquide middelen	977.872,35
+ Geldbeleggingen	89.475,36
Waarde van de onderneming	2.949.436,54
- Minderheidsbelangen	0,00
Marktwaaarde eigen vermogen	2.949.436,54
: aantal uitstaande aandelen	186,00
Waarde per aandeel	15.857,19

Tabel 24: Waarde van BVBA X volgens de EVA methode

2.3 HYBRIDE METHODES

Wanneer we de voorgaande opties samenvoegen en een combinatie nemen van de elementen uit de statische methode en de dynamische methodes verkrijgen we de gemengde ('hybride') methodes. Deze gaan er van uit dat wanneer iemand aandelen van de onderneming koopt, deze koper niet alleen eigenaar wordt van het geïnvesteerd vermogen maar dat ook de opbrengsten die door dit vermogen gegenereerd worden hem toekomen. Deze methodes krijgen veel aanhang in de praktijk doordat ze eenvoudig uit te voeren zijn (Tiest, 2009).

2.3.1 STANDAARDMETHODE

Aangezien de standaardmethode nauw aansluit bij de economische logica kan men stellen dat deze methode in de praktijk vaak gebruikt wordt voor niet-beursgenoteerde private ondernemingen. Niet alleen is het een zeer logische methode, ze is bovendien eenvoudig te gebruiken en de uitkomst sluit vaak aan bij de gemiddelde waarde van een reeks waarden die berekend werden door soms tamelijk gesofisticeerde formules. Vroeger stond de formule die gebruikt wordt in de standaardmethode gekend als de Bekaert-formule. Deze formule voegde driemaal de gemiddelde winst van de drie voorgaande jaren toe aan het substantieel eigen vermogen van de onderneming (Tiest, 2009).

Wanneer men de termijn van drie jaar vervangt door een individueel te bepalen periode bekomt men volgende oorspronkelijke formule:

$$\text{Waarde van de onderneming} = SW + (\text{Gemiddelde winst} \times n)$$

waarbij

SW = substantiële waarde

GW = gemiddelde winst

n = aantal jaren gemiddelde winst

Deze formule heeft als grootste beperking dat ze geen rekening houdt met de actuele waarde van de toekomstige opbrengsten. Men dient een actualisatiefactor, die rekening houdt met de termijn en de intrestvoet, toe te voegen aan de formule om de gemiddelde winst mee te vermenigvuldigen. Om de intrestvoet te bepalen dient met de risicoloze rentevoet, de risicovergoeding en eventueel een inflatiefactor samen te voegen. De formule wordt nu (Tiest, 2009):

$$\text{Waarde van de onderneming} = SW + (\text{Gemiddelde winst} \times a_n)$$

waarbij

SW = substantiële waarde

GW = gemiddelde winst

a_n = actualisatie tegen rentevoet i_a over n jaren

n = aantal jaren geactualiseerde winst

i_a = rentevoet van actualisering of kapitalisering = $i + i_r$

i_r = risicosurplus

In deze formule vullen we de gemiddelde winst van de voorbije drie jaar in om de waarde van BVBA X te bekomen:

$$2.296.578,27 + \frac{561.127,01 + 156.292,48 + 79.420,63}{3} * \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-3}}{7,26\%} = 2.990.384,93$$

2.3.2 GOODWILLMETHODE

Wanneer men het gecorrigeerd netto-actief (de substantiële waarde) neemt dat verkregen werd aan de hand van de statische methode (*cf. supra 25*) en hieraan de gekapitaliseerde *goodwill* toevoegt, verkrijgt men de waarde van de onderneming volgens de goodwill-methode. Wanneer men de waarde van een onderneming berekent via de goodwillmethode, gebruikt men dus zowel de substantiële waarde (vermogensgerichte benadering) als de rentabiliteit van de onderneming (inkomensgerichte benadering) (Pouseele B. , 2013 a). De jaarlijkse opbrengstestroom (vrije cash flows) worden namelijk vergeleken met de substantiële waarde. Het verschil wordt gekapitaliseerd en zal de goodwill vormen (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

De *goodwill* van een onderneming bestaat uit de toekomstige economische voordelen die voortkomen uit zaken die niet individueel geïdentificeerd kunnen worden. Het gaat hier over de reputatie van de onderneming en haar producten, de handelsnaam van de onderneming, het distributienetwerk, haar personeel, haar knowhow, etc. (Munteanu, Tinta, Andrei, & Vatasoiu, 2012). Deze goodwill maakt het aantrekkelijker voor een overnemer om de onderneming over te kopen in tegenstelling tot zelf een nieuwe onderneming op te starten. De verkoper van deze onderneming zal vergoed willen worden voor deze hoge rentabiliteit. Het is namelijk zijn beleid dat er voor zorgde dat de gezonde onderneming tot stand kwam en daar kan de koper uiteraard van mee profiteren.

De waarde van de goodwill kan op vier verschillende manier berekend worden:

1. Algemene formule

De eerste, meest theoretisch onderbouwde manier, stelt de waarde van goodwill gelijk aan het verschil in rendement dat voortkomt uit een investering in de te waarden onderneming en het rendement dat verkregen wordt uit een risicovrije investering (Groessens, 2010; Pouseele B. , 2013 a):

$$Goodwill = \frac{\text{Gemiddelde nettowinst} - i \times \text{de substantiële waarde}}{i_0 + \frac{1}{n}}$$

waarbij

i = de marktrente

i_0 = de risicovrije rente

n = afschrijvingsduur met betrekking tot de goodwill

Aangezien de winst van het boekjaar voor BVBA X sterk op en neer evolueert nemen we voor een representatiever resultaat in deze berekening de gemiddelde winst van de voorbije zes jaar op in plaats van de voorbije 3 jaar. Deze zal 227.371,55 euro bedragen. De berekening van de goodwill ziet er dan als volgt uit:

Gemiddelde winst	227.371,55
Eigen vermogen op 2013	2.401.989,60
Latente meerwaarde "activa & passiva"	-105.411
Substantiële waarde zonder goodwill	2.296.578,27
Niet productieve onroerende goederen (-)	0
Niet opbrengstgenererend financieel vast actief (-)	0
Substantiële waarde van de ingezette middelen	2.296.578,27
Duur van de goodwill (in jaren)	5

$$Goodwill = \frac{227.371,55 - 2,2\% \times 2.296.578,27}{0,43 + \frac{1}{5}} = 864.083,21$$

Deze methode biedt een oplossing voor één van de beperkingen van de statische methode. Namelijk dat deze geen rekening hield met de immateriële goederen van de onderneming die niet werden opgenomen in het boekhoudkundig netto-actief maar die toch waarde creëren voor de onderneming (Groessens, 2010). De goodwillmethode gaat er dus van uit dat een onderneming meer waard is dan de som van haar vermogenscomponenten (Pouseele B. , 2013 a).

2. Alternatieve formule

De waarde van goodwill kan ook berekend worden door de substantiële waarde van de rendementswaarde af te trekken. Wanneer we de goodwill op deze manier berekenen bekomen we een goodwill van 535.755,22 euro.

$$Goodwill = 2.832.333,49 - 2.296.578,27 = 535.755,22$$

3. Stuttgarter-methode

Een derde methode om goodwill te berekenen is de Stuttgarter-methode. Deze methode bepaalt de goodwill door het drievoud te nemen van het verschil tussen de winst en een vergoeding aan rente risicodragend vermogen over de substantiële waarde (Pouseele B. , 2013 b):

$$Goodwill = 3 \times (\text{genormaliseerde nettowinst na belastingen} \\ - \text{vergoeding aan rente risicodragend vermogen over de substantiële waarde})$$

Op deze manier bekomen we een goodwill van 337.152,80 euro voor BVBA X:

$$\text{Goodwill} = 3 \times (279.022,75 - 7,26\% * 2.296.578,27) = 337.152,80$$

4. Sectorgebonden

Een vierde gebruikelijke methode om de waarde van goodwill te berekenen houdt rekening met de sector waarin de onderneming zich bevindt. Men dient de totale activa van de onderneming te vermenigvuldigen met de "Goodwill/Totale activa" van de sector. Deze lijst is te vinden in een studie over goodwill van de *financial executives research foundation* (2011). Voor de papierindustrie geldt een multiple van 7,89%. Wanneer we deze vermenigvuldigen met de totale activa van BVBA X komen we aan een goodwill van 396.864,73 euro (Duff & Phelps, 2011). Ondanks het feit dat dit een goede maatstaf is voor de goodwillwaarde in de hele sector, lijkt deze methode niet echt representatief voor deze specifieke drukkerij.

$$\text{Goodwill} = 7,89\% * 5.029.971,17 = 396.864,73$$

Samengevat

De waarde van de onderneming is volgens de goodwillmethode gelijk aan (Van Der Elst & Van Looke, 2009):

$$\text{Waarde van de onderneming} = \text{Substantiële waarde} + \text{goodwill}$$

Aangezien we hier niet één maar vier methodes gebruikt hebben om de goodwill te berekenen, nemen we het gewogen gemiddelde van de vier voorgestelde methodes. Gezien de eerste methode theoretisch het best onderbouwd is, wordt een hogere wegingsfactor aan deze waarde toegekend. Tabel 25 stelt de gewogen gemiddelde waarde van de goodwill voor, alsook de totale waarde van BVBA X, berekend volgens de goodwillmethode.

		wegingsfactor	
Goodwill - Algemene formule	864.083,21	3	2.592.249,63
Goodwill - Alternatieve formule	535.755,22	1	535.755,22
Goodwill - Stuttgartermethode	337.152,80	1	337.152,80
Goodwill – Sectorgebonden	396.864,73	1	396.864,73
Totaal		6	3.862.022,37
			Gewogen gemiddelde van de goodwill: 643.670,40
<u>Waarde van de onderneming:</u>	Substantiële waarde incl. goodwill:		2.940.248,66

Tabel 25: Waarde van BVBA X volgens de goodwillmethode

Aangezien toekomstige opbrengstenstromen van goodwill niet blijvend hun oorsprong vinden in het ondernemerschap van de huidige ondernemer, dient goodwill over een beperkte periode afgeschreven te worden. Hierover is er veel discussie in de rechtspraak. De fiscus was bijvoorbeeld van mening dat de afschrijving van goodwill van een advocatenkantoor moest gebeuren over een periode van 10 jaar. Het Hof van Beroep van Antwerpen was het hier niet mee eens en stelde dat advocaten in veel gevallen geen vaste band hebben met hun cliënteel aangezien zij meestal eenmalige prestaties leveren. Hun cliënteel is vrij om tijdens of na een rechtsgeding een andere advocaat te raadplegen. Het ingebrachte cliënteel van een advocatenkantoor ondergaat dus een snelle waardevermindering. Het hof van Antwerpen was het daarom niet eens met de fiscus en vond een afschrijvingstermijn van vijf jaar dan ook redelijk (Hof van Beroep van Antwerpen, 24 juni 1997).

2.3.3 OVERWINSTMETHODE

De overwinstmethode, of de *excess earnings* methode, is sterk vergelijkbaar met de goodwillmethode. Deze stelt namelijk dat de substantiële waarde verhoogd moet worden met de gekapitaliseerde overwinst. Deze overwinst ontstaat uit het verschil tussen de jaarlijkse bedrijfseconomische winst van een onderneming en de vergoeding aan een normaal percentage van de substantiële waarde zonder de overwinst. Ze wordt meestal berekend uitgaande van het gewogen genormaliseerd resultaat uit het verleden, dat als realistisch kan worden aanzien voor de toekomst. Indien dat gewogen genormaliseerd resultaat echter niet hoger ligt dan het normale vereiste rendement op de substantiële waarde is er sprake van *badwill* of negatieve goodwill. In dat geval zal er wegens onderrentabiliteit een aftrek op de substantiële waarde worden toegepast aangezien de bedrijfseconomische waarde van het vermogen niet kan worden terugverdiend (Van Der Elst & Van Loocke, 2009). Wanneer er sprake is van negatieve goodwill zal een onderneming volgens de substantiële waarde (vermogensgerichte benadering) veel waard zijn maar volgens de rendementswaardering (inkomensgerichte benadering) niets waard zijn (Pouseele B. , 2013 a). De overwinst van een periode wordt als volgt berekend:

$$\begin{aligned} \text{Overwinst} &= \text{genormaliseerde nettowinst na belastingen} \\ &\quad - \text{substantiële waarde zonder goodwill} \times \text{interestvoet risicoloze belegging} \end{aligned}$$

Voor BVBA X geeft dit volgend resultaat:

$$\text{Overwinst} = 50.160,71 - 2.296.578,27 \times 0,43\% = 40.285,42$$

Deze overwinst dient bij de substantiële waarde gevoegd te worden om de waarde van de onderneming te bekomen:

$$\text{Waarde van BVBA X} = 40.285,42 + 2.296.578,27 = 2.336.863,69$$

2.4 MARKTGERICHTE BENADERING

Het verschil tussen de vermogensgerichte benadering en de marktgerichte benadering is dat de vermogensgerichte benadering de actuele waarde van de verwachte kasstromen van de onderneming weergeeft terwijl de marktgerichte benadering de prijs zal weergeven die zal ontstaan tussen een geïnteresseerde koper en verkoper. Marktgerichte methodes zullen dus eerder prijsbepalend dan waarderend zijn (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000).

De basisgedachte van vergelijkende waarderingsmethoden is: het waarderen van een onderneming gebaseerd op de prijzen van andere gelijkaardige ondernemingen. Net zoals een potentiële koper van een huis beslist over wat hij voor het huis zou betalen door de prijs te vergelijken met deze van gelijkaardige huizen in de buurt, geldt dit ook voor een potentiële koper van een onderneming. Deze methode gaat uit van de assumptie dat de markt (ook al is ze vaak fout wanneer ze een prijs moet toekennen aan een individuele onderneming) het juist heeft wanneer een gemiddelde van veel ondernemingen wordt genomen (Van Loocke, 2009).

Comparatieve methodes berekenen een soort vergelijkende marktwaarde door de cijfers (omzet, winst, EBIT, EBITDA, cash flow) van de onderneming met een multiple te vermenigvuldigen. Er zijn twee soorten multiples: beursratio's en standaardratio's. Beursratio's zijn coëfficiënten die gebaseerd zijn op beurskoersen en zijn dus enkel bruikbaar voor beursgenoteerde ondernemingen. De tweede soort ratio's, standaardratio's, zijn gangbare vuistregels van vergelijkbare ondernemingen en zijn dus anders voor elke sector. Deze standaardratio's zijn wel bruikbaar voor de waardering van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Empirische methodes zoals deze worden meestal bij eenvoudige handelsactiviteiten gebruikt of bij de waardering van goodwill van dienstverleners en vrije beroepen (Pouseele B. , 2013 a).

Aangezien multiples zich baseren op marktgegevens, zal de waarde van een onderneming uiteindelijk door de markt bepaald worden. De multiplemethodes zullen zich baseren op gelijkaardige ondernemingen waarvan de waarde gekend is. In de literatuur zal men dan ook spreken van "*peer group valuation*". Om een waardering aan de hand van multiples uit te voeren zal men vaak een combinatie van verschillende ratio's gebruiken. Er wordt als hypothese gesteld dat gelijkaardige bedrijven ook gelijkaardige multiples zullen hebben. De multiples zullen dus sterk sector-gebonden zijn. Stel dat vergelijkbare ondernemingen gewaardeerd worden aan drie maal de cash flow, zal men deze formule ook toepassen op de te waarderen onderneming (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

2.4.1 VERGELIJKBARE ONDERNEMINGEN

Een eerste probleem dat zich stelt is het vinden van geschikte vergelijkbare ondernemingen. Het is niet voldoende om simpelweg andere ondernemingen uit dezelfde sector of dezelfde industrie te selecteren zonder verder onderzoek (Van Looke, 2009). Een systeem dat men in de VS gebruikt om ondernemingen uit dezelfde branche te selecteren is *the Standard Industrial Classification* (SIC). Sinds 1997 bestaat er echter nog een ander classificatiesysteem, *the North American Industry Classification System* (NAICS), dat de SIC-codes vervangt door een systeem dat een representatiever beeld geeft van de huidige bedrijfstakken. In de Europese Unie, en dus ook in België, wordt een gelijkaardige segmentatie gebruikt, namelijk de *Nomenclature statistique des activités économique dans la Communauté européenne* (NACE) (Palepu, Healy, & Peek, 2013; Mirza, Holt, & Knorr, 2011).

Het groeperen van ondernemingen in verschillende industrietakken is geen gemakkelijke taak aangezien veel ondernemingen zich in meer dan één branche bevinden. Moeten deze ondernemingen dan toegedeeld worden aan de branche waarin ze de hoogste verkoopcijfers hebben behaald? Of in de branche waarin ze de grootste investeringen gedaan hebben? Of de branche dat het grootste aandeel in de winst van de onderneming vertegenwoordigt? Op deze vragen is helaas geen eenduidig antwoord, wat er voor zorgt dat veel bedrijven door verschillende onderzoekers in verschillende industrieën gesystematiseerd worden. Om deze reden is het belangrijk rekening te houden met een aantal dimensies wanneer men geschikte ondernemingen wil selecteren om vergelijkingen met de te waarderen onderneming correct toe te passen. Men dient dus niet alleen de sector te bekijken maar eveneens de bedrijfstak en producten, de grootte van de activa, het aantal werknemers, de groei van de winst en de cash flow (Boatsman & Baskin, 1981). Andere goede maatstaven zijn de *Return On Assets* (ROA) en de *Total Assets* (TA). Wanneer men de te waarderen onderneming namelijk vergelijkt met bedrijven met een gelijkaardige ROA en TA, zullen de waarderingsfouten kleiner zijn (Dittmann & Weiner, 2005).

Ten slotte kan men ook ondernemingen selecteren met gelijkaardige waarderings-parameters zoals de bèta-coëfficiënt, de verwachte groei in de opbrengst van de aandelen, de *Return On Equity* (ROE) en dergelijke meer (Van Looke, 2009).

2.4.2 BEURSRATIO'S

In het algemeen kan men vier soorten ratio's onderscheiden. Een eerste soort zijn de ratio's die gebaseerd zijn op de winst die de onderneming genereert. Wanneer men een aandeel van een onderneming koopt, wordt de prijs van dat aandeel vaak beschouwd als een multiple van de winst per aandeel die de onderneming kan genereren. Dit is wat men de *price/earnings ratio* noemt (Damodaran, 2002). De waarde van een onderneming wordt dan als volgt berekend (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012):

$$\begin{aligned} & \text{Waarde van een onderneming} \\ &= \frac{\text{prijs}}{\text{winst}} (\text{referentiegroep}) * \text{winst (te waarden onderneming)} \end{aligned}$$

Het idee achter de waardering met beursratio's is dat een investeerder evenveel zal willen betalen voor 1 euro winst in onderneming X als in onderneming Y, indien zij een gelijkaardig risicoprofiel en groeiverwachtingen hebben.

Investeerders kijken bovendien ook vaak naar de relatie tussen de prijs die ze betalen voor een aandeel en de boekwaarde van het eigen vermogen van de onderneming als maatstaf voor de over- of onderwaardering. Een alternatief hiervoor is de *replacement cost* van de aandelen. Deze zal een betrouwbaarder beeld van de waarde van de aandelen geven dan de boekwaarde. De ratio "waarde van de onderneming / replacement cost" wordt ook de Tobin's Q genoemd. De tweede soort ratio's baseert zich dus op de boekwaarde of de vervangingswaarde van de onderneming (Van Loocke, 2009).

Een derde soort ratio's geven de waarde van de onderneming weer in vergelijking met de omzet die deze genereert. Voor de waarde van het eigen vermogen bekomt men de *price /sales ratio*, die de marktwaarde van het eigen vermogen deelt door de inkomsten van de onderneming. Voor de waarde van de totale onderneming bekomt men de *enterprise value / sales ratio*, waar de noemer gelijk is aan de operationele activa van de onderneming. Het voordeel van dit soort ratio's is dat het gemakkelijker is om ondernemingen uit verschillende sectoren met elkaar te vergelijken. Deze hebben namelijk verschillende accounting principes waardoor het moeilijker is om hun waarde te vergelijken aan de hand van boekwaarde-ratio's (Van Loocke, 2009).

Ratio's gebaseerd op winst, op boekwaarde en op omzet kunnen gebruikt worden voor de waardering van ondernemingen uit elke sector. Voor het laatste type ratio's is dit niet het geval. Deze baseren zich namelijk op sector specifieke maatregels. Een voorbeeld hiervan zijn internetbedrijven. Deze zullen gewaardeerd worden op basis van het aantal bezoekers dat hun website dagelijks aantrekt (Fernández, 2002 b). Ondernemingen met een lagere marktwaarde per bezoeker zullen aldus als ondergewaardeerd

beschouwd worden. Een beperking van deze methode is dat de sector specifieke ratio's niet veralgemeend kunnen worden voor andere sectoren of voor de totale markt (Fernandez, 2002 a).

In ongeveer 50% van de waarderingen voor een overname zal er een combinatie van de verschillende ratio's en vergelijkbare ondernemingen gebruikt worden (Damodaran, 2002). We zullen verder enkel de ratio's bespreken die in de praktijk het vaakst gehanteerd worden:

Equity Value		Enterprise Value	
Gebaseerd op winst			
P/E	Price earnings ratio	EV/EBITDA	Enterprise value to EBITDA
P/CF	Price to cash flow ratio		
P/FCF	Price to free cash flow ratio	EV/FCF	Enterprise value to free cash flow
P/EG	Price to earnings growth ratio	EV/EG	Enterprise value to earnings growth
Gebaseerd op boekwaarde			
P/BV	Price to book value ratio	EV/BV	Enterprise value to book value
P/AV	Price to asset value ratio		
Gebaseerd op omzet			
P/S	Price to sales ratio	EV/S	Enterprise value to sales
Sector specifiek			
P/Customer	Price to customer ratio		
P/Units	Price to units ratio		
P/Output	Price to output ratio		

Tabel 26: Meest gebruikte beursratio's in de praktijk (Fernandez, 2002 a)

Eerst zullen de ratio's besproken worden die gebaseerd zijn op het eigen vermogen van een onderneming. Vervolgens worden de ratio's besproken die zich op de totale waarde van een onderneming baseren.

A) RATIO'S OP BASIS VAN HET EIGEN VERMOGEN

Ratio's op basis van het eigen vermogen worden het vaakst gebruikt wanneer investeerders een minderheidsparticipatie in een onderneming willen verwerven (Ross, Westerfield, & Jordan, 2000; Palepu, Healy, & Peek, 2013).

- Price earnings ratio

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{totaal netto inkomen}} = \frac{\text{beurswaarde van één aandeel}}{\text{winst per aandeel}}$$

- Price cash flow ratio

$$P/CF = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{netto inkomen voor afschrijvingen en waardeverminderingen}}$$

- Price to sales ratio

$$P/S = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{omzet}} = \frac{\text{beurswaarde van één aandeel}}{\text{omzet per aandeel}}$$

- Price to free cash flow

$$P/FCF = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{operationeel inkomen na interest en belastingen} + \text{afschrijvingen} + \text{waardeverminderingen} - \text{stijging in vereist werkkapitaal} - \text{investerings}}$$

- Price to book value

$$P/BV = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{eigen vermogen dat toekomt aan de aandeelhouders}}$$

- Price to customer

$$P/Customer = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{aantal klanten}}$$

- Price earnings ratio to earnings per share growth

$$P/EG = \frac{P/E}{\text{winsttoename van de aandelen}}$$

- Price to units

$$P/Units = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{aantal geproduceerde eenheden}}$$

- Price to output

$$P/Output = \frac{\text{beurswaarde van de aandelen}}{\text{aantal uitgevoerde eenheden}}$$

De *price to sales ratio* wordt vaak gebruikt om internetbedrijven, telecomoperatoren en apotheken te waarderen, terwijl de *price to book value* vaak gebruikt wordt om banken, immobiliënkantoren en verzekeringsmaatschappijen te waarderen. De *price earnings ratio to earnings per share growth* wordt dan weer gebruikt voor de waardering van ondernemingen in snel groeiende industrieën zoals luxegoederen, gezondheid en technologie. De *price to units ratio* wordt vaak gebruikt om ondernemingen te waarderen die frisdrank of andere verbruiksproducten verkopen. En de *price to output ratio* ten slotte, wordt gebruikt om cementbedrijven te waarderen (Fernandez, 2002 a; Van Looke, 2009).

B) RATIO'S OP BASIS VAN DE TOTALE WAARDE VAN DE ONDERNEMING

Het verschil tussen de ratio's uit de vorige categorie en ratio's op basis van de totale waarde van de onderneming is dat deze laatste rekening houdt met het eigen vermogen plus de financiële schulden terwijl de vorige categorie enkel met het eigen vermogen rekening hield. Volgende ratio's zullen dus in het bijzonder interessant zijn tijdens fusies en overnames (Suozzo, Cooper, Sutherland, & Deng, 2001).

- Enterprise value to EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{\text{waarde van de onderneming}}{EBITDA}$$

- Enterprise value to Free Cash Flow

$$EV/FCF = \frac{\text{waarde van de onderneming}}{\text{operationeel inkomen na interest en belastingen} + \text{afschrijvingen} + \text{waardeverminderingen} - \text{stijging in vereist werkkapitaal} - \text{investeringen}}$$

- Enterprise value to EBITDA growth

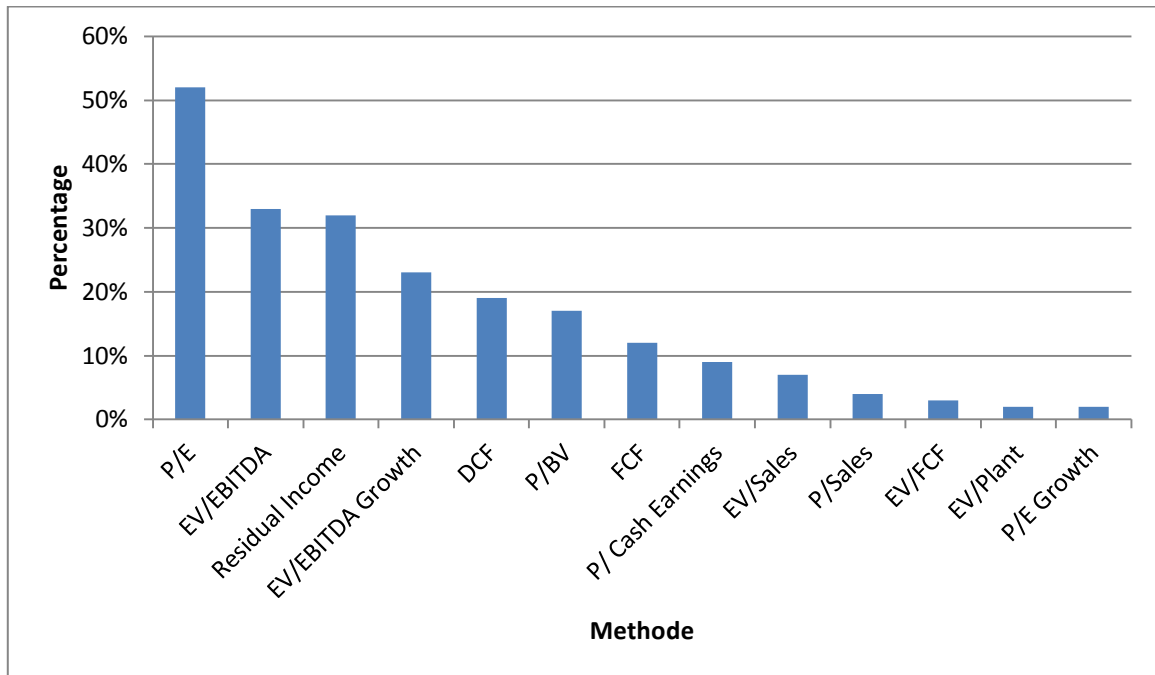
$$EV/EBITDA \text{ growth} = \frac{\text{waarde van de onderneming}}{EBITDA/\text{toename in EBITDA}}$$

- Enterprise value to sales

$$EV/Sales = \frac{\text{waarde van de onderneming}}{\text{omzet}}$$

Hoewel de *enterprise value to EBITDA* een van de meest gebruikte multiples is, heeft het toch enkele beperkingen. Ze houdt namelijk geen rekening met veranderingen in het vereiste bedrijfskapitaal en de investeringsuitgaven van de onderneming. De *enterprise value to EBITDA growth* wordt hoofdzakelijk gebruikt in groei-industrieën zoals gezondheidszorg, technologie en telecommunicatie (Fernandez, 2002 a; Van Looke, 2009).

Wanneer we kijken naar de bevindingen van Morgan Stanley Dean Witters (1999), kunnen we vaststellen dat bij de waardering van Europese ondernemingen de ratiomethodes het meest frequent gebruikt worden, terwijl de Discounted Cash Flow methode pas op de vijfde plaats komt. Bovendien scoren multiples op basis van winst beter dan deze op basis van boekwaarde (Liu, Nissim, & Thomas, August 2000).



Figuur 3: Percentage van onderzoekers die de besproken methodes gebruiken (Fernandez, 2002 a)

De reden voor het intensieve gebruik van deze beursratio's is dat ze een realistisch beeld geven van de marktprijs van de onderneming. Bovendien is het een zeer eenvoudige methode doordat men geen voorspellingen over toekomstige cash flow hoeft te maken. De waardering gebeurt, in tegenstelling tot voorgaande methodes, op basis van objectief vast te stellen gegevens (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012).

Een nadeel is dan weer dat ze enkel toepasbaar is bij de waardering van beursgenoteerde bedrijven en bijvoorbeeld niet voor KMO's. Ten tweede is het niet evident om vergelijkbare ondernemingen te vinden voor de te waarderen onderneming. Deze moeten namelijk dezelfde kapitaalstructuur, groeiverwachtingen en risicoprofiel hebben. Idealiter zijn ze ook nog eens actief op dezelfde geografische markt aangezien de economische groei niet in elk werelddeel hetzelfde is. Ten derde kan de waardering via ratio's sterk afwijken van de DCF-waardering. Dit kan liggen aan het feit dat financiële markten overoptimistisch of, in andere gevallen, te pessimistisch kunnen zijn. Een andere reden is dat ondernemingen in de referentiegroep niet echt vergelijkbaar zijn met de te waarderen onderneming.

Ten slotte is de waardering aan de hand van ratio's gebaseerd op basis van de huidige resultaten. Aangezien het management van een onderneming ook niet onbekend is met de verschillende waarderingmethoden, is het niet ondenkbaar dat zij de winsten en cash flow manipuleren om zo een hogere of lagere waardering te verkrijgen (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012).

2.4.3 STANDAARDRATIO'S

Voor de waardering van KMO's kan men standaardmultiples gebruiken. Men kan de waarde van deze ondernemingen bijvoorbeeld simpel schatten door hun nettowinst maal zes te doen, door hun cash flow maal vier te doen, door de vrije cash flow met zes te vermenigvuldigen. Ook wordt deze vaak berekend door één keer de substantiële waarde op te tellen bij twee keer de nettowinst, of het netto-actief op te tellen bij vijf maal de gemiddelde jaarlijkse nettowinst en dergelijke meer (Pouseele B. , 2013 a).

De gangbare Belgische standaardmultiples voor de waardering van eenvoudige handelsactiviteiten zijn geïnspireerd door lijsten van de Franse fiscus en zijn dus afkomstig uit de fiscale praktijk. In tabel 27 worden een aantal voorbeelden van aanvaardbare vergoedingen voor verschillende types ondernemingen weergegeven die in de praktijk meermaals betaald werden:

Activiteit	Barema
Accountant	Éénmaal de bruto-honoraria op jaarbasis, soms gespreid over een periode van vijf jaar, met als basisregel 20 % van de geïnde honoraria
Advocaten, Bedrijfsrevisoren	Één tot tweemaal het jaarbedrag van de honoraria
Bewakingsfirma	30% - 50% van de jaaromzet
Bioskopen	33 tot 60 maal de wekelijkse ontvangsten
Drukkerij	2 tot 2,5 maal de gemiddelde winst
Grootwarenhuis	15% - 20% van de jaaromzet
Restaurants	70% - 110% van de jaaromzet

Tabel 27: Standaardratio's voor Belgische ondernemingen
(Informatie en portaalsite voor ondernemers en KMO - www.mesotten.be, geraadpleegd op 6 april 2015)

Voor BVBA X kwamen we al aan een gemiddelde winst voor de voorbije zes jaar van 227.371,55 euro. Wanneer we deze gemiddelde winst maal twee doen, bekomen we een barema van 454.743,11. Dit dient nog bij de substantiële waarde opgeteld te worden, om finaal een ondernemingswaarde van 2.751.321,37 te bekomen.

Deze vergoedingen gelden uiteraard enkel voor eenvoudige handelsactiviteiten van gemiddelde kwaliteit en kunnen snel veranderen naargelang de marktomstandigheden. Bovendien zijn materiële vaste activa, voorraden, vorderingen en liquiditeiten niet opgenomen in deze standaardvergoedingen. Deze zullen afzonderlijk gewaardeerd worden en moeten aan de prijs worden toegevoegd (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

Aangezien deze berekeningen niet bedrijfseconomisch onderbouwd kunnen worden, zijn het eerder ervaringstechnieken dan echte waarderingsmethodes (Pouseele B. , 2013 a). Bovendien baseren multiples zich op de historische cijfers van een onderneming en veronderstellen ze dat de toekomstige resultaten gelijk zijn aan het gemiddelde van de resultaten die de afgelopen jaren behaald werden. Dit zal resulteren in een onderwaardering van bijvoorbeeld snelgroeiende bedrijven (Pouseele B. , 2013 a).

Aan de andere kant hebben ratiomethodes ook enkele voordelen. Ze zijn namelijk relatief gemakkelijk te gebruiken. Bovendien worden ze als zeer succesvol beschouwd in verschillende vergelijkende empirische studies (Kaplan & Ruback, 1995; Gilson, Hotchkiss, & Ruback, 2000). Ten slotte zullen de ratiomethodes resulteren in dezelfde nauwkeurigheid als de Discounted Cash Flow methode aangezien elke multiple een functie is van dezelfde kernvariabelen als deze die in de DCF methode gebruikt worden: toekomstige cash flow, groei en risico (Van Loocke, 2009; Bradbury, Ferguson, & Berkman, 2000).

2.5 ALTERNATIEVE METHODES

Hoofdstuk twee sluit af met nog vijftien alternatieve methodes die vaak gebruikt worden bij het waarderen van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze alternatieve methodes zijn eveneens gebaseerd op de intrinsieke gegevens die door de onderneming zelf verstrekt werden (Bruggeman, 2003). De eerste zes methodes die besproken worden nemen het gewogen gemiddelde van de substantiële waarde en de rendementswaarde en kennen vervolgens “gewichten” toe aan beide waarderingsmethodes. De volgende acht methodes die besproken worden zullen de waarde van de goodwill of de overwinst in rekening brengen. De resterende twee alternatieve methodes zullen zich baseren op de cash flow en de gemiddelde winst van de onderneming.

2.5.1 SCHMALENBACH OF GEMIDDELTE METHODE

Deze methode neemt eenvoudigweg het gemiddelde van de substantiële waarde en de rendementswaarde (Van Der Elst & Van Loocke, 2009; Pouseele B. , 2013 a):

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{substantiële waarde} + \text{rendementswaarde}}{2}$$

Voor BVBA X geeft de Schmalenbach methode volgende waarde:

$$\frac{2.296.578,27 + 2.456.556,01}{2} = \mathbf{2.376.567,14}$$

2.5.2 RETAIL METHODE

De retail methode vindt zijn fundamenteën in de Schmalenbach methode maar zal resulteren in een iets lagere uitkomst. Deze methode maakt namelijk gebruik van een niet-gedwongen liquidatiewaarde in plaats van de substantiële waarde. Deze liquidatiewaarde wordt bepaald op 75% van de substantiële waarde. De overige 25% van de substantiële waarde wordt als liquidatiekost beschouwd. Deze methode wordt vaak gebruikt voor de waardering van kleinere ondernemingen (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{liquidatiewaarde} + \text{rendementswaarde}}{2}$$
$$\frac{75\% * 2.296.578,27 + 2.456.556,01}{2} = \mathbf{2.089.494,86}$$

Een alternatieve formule die vaak voorgesteld wordt is de volgende:

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{Gemiddelde winst} * a_n}{2}$$

Bovenstaande formule gaat niet uit van een eeuwige actualisatieperiode maar veronderstelt een beperkte duurtijd (n). De totale waarde van de onderneming bekomt men door de actuele waarde van de toekomstige winsten te halveren. De totale waarde wordt dus "verdeeld" tussen de koper en de verkoper van de onderneming.

2.5.3 BERLINER METHODE

Deze methode vindt zijn oorsprong in Duitsland en wordt frequent gebruikt voor niet-genoteerde aandelen. Ze bepaalt de rendementswaarde door de winst te kapitaliseren aan een rentevoet van 5,5% (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{substantiële waarde} + \left(\frac{\text{gemiddelde nettowinst} * 100}{5,5} \right)}{2}$$

$$\frac{2.296.578,27 + \left(\frac{279.022,75}{5,5\%}\right)}{2} = 3.684.859,55$$

2.5.4 BUSH METHODE

De Bush methode is gelijkaardig aan de gemiddelde methode maar zal twee keer zoveel belang toekennen aan de rendementswaarde (Pouseele B. , 2013 a; Van Impe, 2005):

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{substantiële waarde} + 2 * \text{rendementswaarde}}{3}$$

$$\frac{2.296.578,27 + 2 * 2.456.556,01}{3} = 2.403.230,10$$

2.5.5 BARNAY EN CALBA METHODE

De methode van Barnay en Calba werkt net op dezelfde manier als de Bush methode maar laat de gebruiker zelf de wegingscoëfficiënten kiezen in functie van het relatieve belang dat men aan de substantiële waarde en aan de rendementswaarde wil geven. De algemene formule van Barnay en Calba ziet er uit als volgt (Barnay & Calba, 1968):

$$\text{Waarde van een onderneming} = x * \text{substantiële waarde} + y * \text{rendementswaarde}$$

Wanneer men voor de waardebepaling van BVBA X 30% kiest voor de parameter x en 70% voor de parameter y , bekomt men volgende ondernemingswaarde:

$$30\% * 2.296.578,27 + 70\% * 2.456.556,01 = 2.408.562,69$$

2.5.6 PEUMANS METHODE

Voor de berekening van de waarde van een onderneming volgens de Peumans methode dient men de bruto substantiële waarde en de bruto rendementswaarde in rekening te brengen. De bruto substantiële waarde bekomt men door het vreemd vermogen op lange termijn aan de substantiële waarde toe te voegen. De winst om de bruto rendementswaarde te bepalen is de winst vóór financiële lasten en na belastingen. Men berekent dus eerst het totaal geïnvesteerd vermogen, waarna men het vreemd vermogen op lange termijn in mindering brengt (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

$$\begin{aligned} \text{Waarde van een onderneming} \\ = & \frac{\text{bruto substantiële waarde} + \text{bruto rendementswaarde}}{2} \\ & - \text{vreemd vermogen op lange termijn} \end{aligned}$$

Het vreemd vermogen van BVBA X is terug te vinden in de balans en bedraagt 1.457.389,45 euro. Aangezien de gemiddelde taxatievoet gelijk is aan 25%, dienen de substantiële waarde en de rendementswaarde gedeeld te worden door (1-0,25) om hun bruto waarde te bekomen.

Aldus bekomen we als totale waarde van BVBA X volgens de Peumans methode:

$$\frac{\frac{2.296.578,27}{(1-0,25)} + \frac{2.456.556,01}{(1-0,25)}}{2} - 1.457.389,45 = \mathbf{1.711.366,73}$$

2.5.7 U.E.C. METHODE

De Union Européenne des Experts Comptables (U.E.C.) methode zal uitgaan van een bruto overwinst die berekend wordt door de financiële lasten van het vreemd vermogen bij de jaarlijks gemiddelde winst te tellen en deze vervolgens te vermeerderen met de bruto substantiële waarde (eigen vermogen + vreemd vermogen op lange termijn). Deze methode bepaalt dus niet enkel de waarde van het eigen vermogen maar zal de waarde van het eigen en langdurig in de onderneming geïnvesteerde vermogen bepalen (Fernández, 2002 b).

Waarde van een onderneming

$$= \text{bruto substantiële waarde} + (\text{bruto overwinst} * a_n) \\ - \text{vreemd vermogen op lange termijn}$$

$$\frac{2.296.578,27}{(1-0,25)} + \left(\frac{40.285,42}{(1-0,25)} * \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-5}}{7,26\%} \right) - 1.457.389,45 = \mathbf{1.823.437,90}$$

2.5.8 GREF METHODE

De Gref methode zal de waarde van de goodwill afschrijven over een beperkte looptijd (n). Voor het restant van de levensduur zal men de geactualiseerde zuivere rendabiliteitswaarde toevoegen vanaf het jaar volgend op het laatste jaar waarin de goodwill werd afgeschreven (Van Impe, 2005).

Waarde van een onderneming

$$= (\text{gemiddelde winst} - (\text{afschrijvings\% op de goodwill} * \text{goodwill})) * a_n \\ + \frac{\text{gemiddelde winst}}{i} * \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$(279.022,75 - (20\% * 643.670,40)) * \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-5}}{7,26\%} + \frac{279.022,75}{7,26\%} * \frac{1}{(1 + 7,26\%)^5} \\ = \mathbf{3.321.160,55}$$

2.5.9 LOPENDE PERMANENTE GOODWILL AFSCHRIJVING

De jaarlijks haalbare winst wordt verminderd met de afschrijvingen op de verworven meerwaarde. Kenmerkend aan deze methode is dat deze vermindering constant wordt verondersteld en dus als eeuwigdurend beschouwd wordt (Van Impe, 2005).

Waarde van een onderneming

$$= \frac{(\text{gemiddelde winst} - (\text{afschrijvings\% op de goodwill} * \text{goodwill}))}{i}$$
$$\frac{(279.022,75 - (20\% * 643.670,40))}{7,26\%} = \mathbf{2.071.248,42}$$

2.5.10 FIDEX METHODE

De Fidex methode, ook wel de goodwill afschrijving of de bedrijfseconomische waarderingmethode genoemd, berekent de waarde van een onderneming op de volgende manier:

*Waarde van een onderneming = substantiële waarde + a_n * goodwill*

$$2.296.578,27 + \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-5}}{7,26\%} * 643.670,40 = \mathbf{4.917.604,12}$$

Via de annuïteitsfactor (a_n) is het mogelijk de leeftijdsduur (n) van de meerwaarde te bepalen, alsook om een rentevoet te kiezen die niet noodzakelijk gelijk is aan de rentevoet die gebruikt werd om de vergoeding over de substantiële waarde te bepalen. Deze methode stelt de waarde van een onderneming dus gelijk aan de netto substantiële waarde vermeerderd met de actuele waarde van een in de tijd beperkte goodwillopbrengst (Pouseele B. , 2013 a).

2.5.11 GEMIDDELDE OVERWINST METHODE

De gemiddelde overwinst methode voegt de helft van de toekomstige verwachte overwinst toe aan de substantiële waarde om zo de totale waarde van de onderneming te bekomen (Van Loocke, 2009).

*Waarde van een onderneming = substantiële waarde + $\frac{1}{2}$ * overwinst*

$$2.296.578,27 + \frac{1}{2} * 40.285,42 = \mathbf{2.316.720,98}$$

2.5.12 KAPITALISATIE OVERWINST

De kapitalisatie overwinst methode zal de verwachte overwinst kapitaliseren aan dezelfde intrestvoet als deze waarmee de normale vergoeding over de substantiële waarde ingecalculeerd wordt en zal vervolgens dit resultaat bij de substantiële waarde optellen (Van Impe, 2005):

$$\text{Waarde van een onderneming} = \text{substantiële waarde} + \frac{\text{overwinst}}{i}$$

$$2.296.578,27 + \frac{40.285,42}{7,26\%} = \mathbf{2.851.783,93}$$

2.5.13 LEAKE METHODE

De methode van Leake berekent de waarde van een onderneming op dezelfde manier als de kapitalisatie overwinst methode met als enige uitzondering dat de Leake methode de waardedaling van de verwachte overwinst systematisch laat dalen over n jaren (Pouseele B. , 2013 a):

$$\text{Waarde van een onderneming} = \text{substantiële waarde} + \frac{\text{overwinst}}{i} * \left(1 - \frac{a_n}{n}\right)$$

$$2.296.578,27 + \frac{40.285,42}{7,26\%} * \left(1 - \frac{1 - (1 + 7,26\%)^{-5}}{7,26\%}}{5}\right) = \mathbf{2.399.624,44}$$

2.5.14 KAPITALISATIE VRIJE CASH FLOW

Voor de toepassing van deze methode dient men ook op dezelfde manier te werk te gaan als bij de kapitalisatie overwinst methode maar zal in plaats van de overwinst echter de vrije cash flow gekapitaliseerd worden (Van Impe, 2005). Gezien de vrije cash flow van BVBA X van het laatste jaar zeer hoog is (947.316 euro) en dit zou resulteren in een onrealistische ondernemingswaarde van meer dan 13 miljoen, wordt voor de berekening het gewogen gemiddelde van de vrije kasstroom van de laatste 5 jaar genomen:

Gewogen gemiddelde vrije kasstroom

$$= (10\% * -90.920) + (15\% * -1.089.145) + (20\% * 260.489) + (25\% * 512.595) \\ + (30\% * 947.316) = 291.977,39$$

$$\text{Waarde van een onderneming} = \frac{\text{vrije cash flow}}{i}$$

$$\frac{291.977,39}{7,26\%} = \mathbf{4.023.974,10}$$

2.5.15 SOLOMON METHODE

Ten slotte is er de Solomon methode. Deze methode zal zich niet baseren op het uitgekeerde deel van de nettowinst maar baseert zich op de nettowinst zelf. De methode houdt bovendien rekening met de groeimogelijkheden van de onderneming door het incorporeren van een profitability-index (Van Der Elst & Van Loocke, 2009).

Waarde van een onderneming

$$= \frac{\text{gemiddelde winst}}{i} + \frac{(\text{opbrengstvoet bij nieuwe investeringen} - i)}{i}$$
$$* \frac{\text{gemiddelde winst} + \text{gemiddelde financiële last van het vreemd vermogen op LT}}{i}$$

$$\frac{279.022,75}{7,26\%} + \frac{(2,21\% - 7,26\%)}{7,26\%} * \frac{279.022,75 * 25\%}{7,26\%} = \mathbf{3.177.375,67}$$

Tabel 28 geeft een overzicht van de alternatieve methodes, hun respectievelijke uitkomsten voor de ondernemingswaarde van BVBA X en de wegingsfactor die aan elke methode wordt gegeven. Aangezien alle methodes een even representatieve uitkomst bekomen krijgen alle methodes, met uitzondering van de Fidex methode, de Peumans methode en de kapitalisatie vrije cash flow, eenzelfde wegingsfactor. De Fidex methode, de Peumans methode en de kapitalisatie vrije cash flow krijgen een lagere wegingsfactor aangezien hun uitkomst meer dan 35% afwijkt van de gemiddelde uitkomst van de alternatieve waarderingsmethodes. In de waarderingstool is het mogelijk om, naast het geven van wegingsfactoren aan de verschillende methodes, automatisch een rood alert te geven aan de uitkomsten die sterk verschillen van de gemiddelde uitkomst van de alternatieve methodes. In tabel 28 werd er voor gekozen om de uitkomsten die meer dan 25% afwijken van het gemiddelde een rood alert te geven. Dit percentage kan vrij gekozen worden en dient ingevuld te worden in de daartoe voorziene cel. Wanneer een afwijking van 25% gekozen wordt, geeft de waarderingstool duidelijk weer dat de uitkomsten van vijf van de vijftien alternatieve methodes 25% afwijken van de gemiddelde uitkomst. Het gaat hier om de Berliner methode, de Peumans methode, de U.E.C. methode, de Fidex methode en de kapitalisatie vrije cash flow methode.

Methodie		Wegingsfactor	Gewogen waarde
Schmalenbach of gemiddelde methode	2.376.567,14	2	4.753.134,28
Retail methode	2.089.494,86	2	4.178.989,71
Berliner methode	3.684.859,55	2	7.369.719,10
Bush methode	2.403.230,10	2	4.806.460,19
Barnay en Calba methode	2.408.562,69	2	4.817.125,37
Peumans methode	1.711.366,73	1	1.711.366,73
U.E.C. methode	1.823.437,90	2	3.646.875,80
Gref methode	3.321.160,55	2	6.642.321,10
Lopende permanente goodwill afschrijving	2.071.248,42	2	4.142.496,84
Fidex methode	4.917.604,12	1	4.917.604,12
Gemiddelde overwinst methode	2.316.720,98	2	4.633.441,96
Kapitalisatie overwinst	2.851.783,93	2	5.703.567,87
Leake methode	2.399.624,44	2	4.799.248,88
Kapitalisatie vrije cash flow	4.023.974,10	1	4.023.974,10
Solomon methode	3.177.375,67	2	6.354.751,33
Totaal:	41.577.011,17	27,00	72.501.077,39

Gewogen gemiddelde alternatieve methodes
2.685.225,09

Geef alert indien afwijking groter is dan

25%

 van het gemiddelde

Tabel 28: Overzicht van de ondernemingswaarden van BVBA X volgens de alternatieve methodes

HOOFDSTUK 3: RESULTATEN

Na het uitvoeren van de verschillende waarderingsmethodes voor BVBA X wordt in dit hoofdstuk nog eens een overzicht van de ondernemingswaarden volgens de verschillende methodes gegeven.

De methodes in de waarderingstool krijgen dezelfde indeling als deze die gebruikt werd in de literatuurstudie. Ook hier geeft de tool de mogelijkheid om wegingsfactoren toe te voegen aan de verschillende methodes. De keuze van het betrekkelijk gewicht dat aan elk van de waarderingsmethodes zal worden gehecht zal afhangen van onderneming tot onderneming en van sector tot sector.

Zo zal de waardering van een patrimoniumvennootschap, met uitsluitend terreinen en gebouwen met normaal rendement in haar bezit, gebaseerd zijn op de gecorrigeerde substantiële waarde. Bij een dergelijke patrimoniumvennootschap ligt de nadruk immers niet enkel op het rendement, maar op de realisatie van mogelijke meerwaarden bij een latere verkoop (Van Impe, 2005).

Bij de waardering van een operationele productie- of handelsvennootschap zal men minstens evenveel aandacht besteden aan de rendementswaarden, zonder dat daarbij de uiteindelijke bekomen waarde van de vennootschap lager hoeft te liggen dan de gecorrigeerde substantiële waarde. Bij normaal renderende bedrijven is het immers niet logisch dat de waarde voor de totaliteit der aandelen veel lager ligt dan de waarde van de activa verminderd met de schulden (Van Impe, 2005).

Gelet op het feit dat BVBA X een normaal renderende vennootschap is waar de verschillende waarderingsmethodes tot een vergelijkbaar resultaat leiden, wordt aan alle waarderingsmethodes –op 2 uitzonderingen na– dezelfde wegingsfactor toegekend.

De zuivere rendementswaarde krijgt een lagere wegingsfactor dan de overige methodes aangezien deze uitgaat van een onbepaalde tijdsduur en geen enkele onderneming onbepaald blijft bestaan. Zoals te zien is in tabel 29 heeft de uitkomst van deze methode de op één na hoogste waarde (3,2 miljoen euro). Door het toepassen van een lagere wegingsfactor voor deze methode weegt dit uitzonderlijk resultaat minder door in de totale gewogen gemiddelde waarde van alle waarderingsmethodes samen. Aan de alternatieve methodes wordt een hogere wegingsfactor gegeven aangezien dit reeds het gewogen gemiddelde is van de uitkomsten van alle vijftien alternatieve methodes. Doch krijgen deze alternatieve wegingsfactoren geen wegingsfactor die vijftien keer zo hoog is aangezien deze methodes theoretisch minder goed onderbouwd zijn. De overige waarderingsmethodes worden zowel in theorie als in praktijk even goed onderbouwd en krijgen dus een gelijke wegingsfactor.

Algemene formule	Wegingsfactor	Gewogen gemiddelde
------------------	---------------	--------------------

Vermogensgerichte benadering

Eigen Vermogenswaarde	2.401.989,60	2	4.803.979,20
Substantiële waarde (excl. Goodwill)	2.296.578,27	2	4.593.156,53

Inkomensgerichte benadering

Rendementswaarde			
Algemene methode (beperkte tijdsduur)	2.456.556,01	2	4.913.112,02
Zuivere methode (onbeperkte tijdsduur)	3.208.110,96	1	3.208.110,96
EBITDA-waarde	2.497.803,73	2	4.995.607,46
Kasstroommethode (DCF)	3.223.156,61	2	6.446.313,22
EVA-methode	2.949.436,54	2	5.898.873,09

Hybride methodes

Standaardmethode	2.990.384,93	2	5.980.769,85
Goodwillmethode	2.940.248,66	2	5.880.497,33
Overwinstmethode	2.336.863,69	2	4.673.727,38

Marktgerichte benadering

Standaardratio's	2.751.321,37	2	5.502.642,75
------------------	---------------------	---	--------------

Alternatieve methodes

Alternatieve waarderingsmethodes	2.685.225,09	5	13.426.125,44
----------------------------------	---------------------	---	---------------

Totaal:		26	70.322.915
---------	--	----	------------

Gemiddelde indicatieve waarde

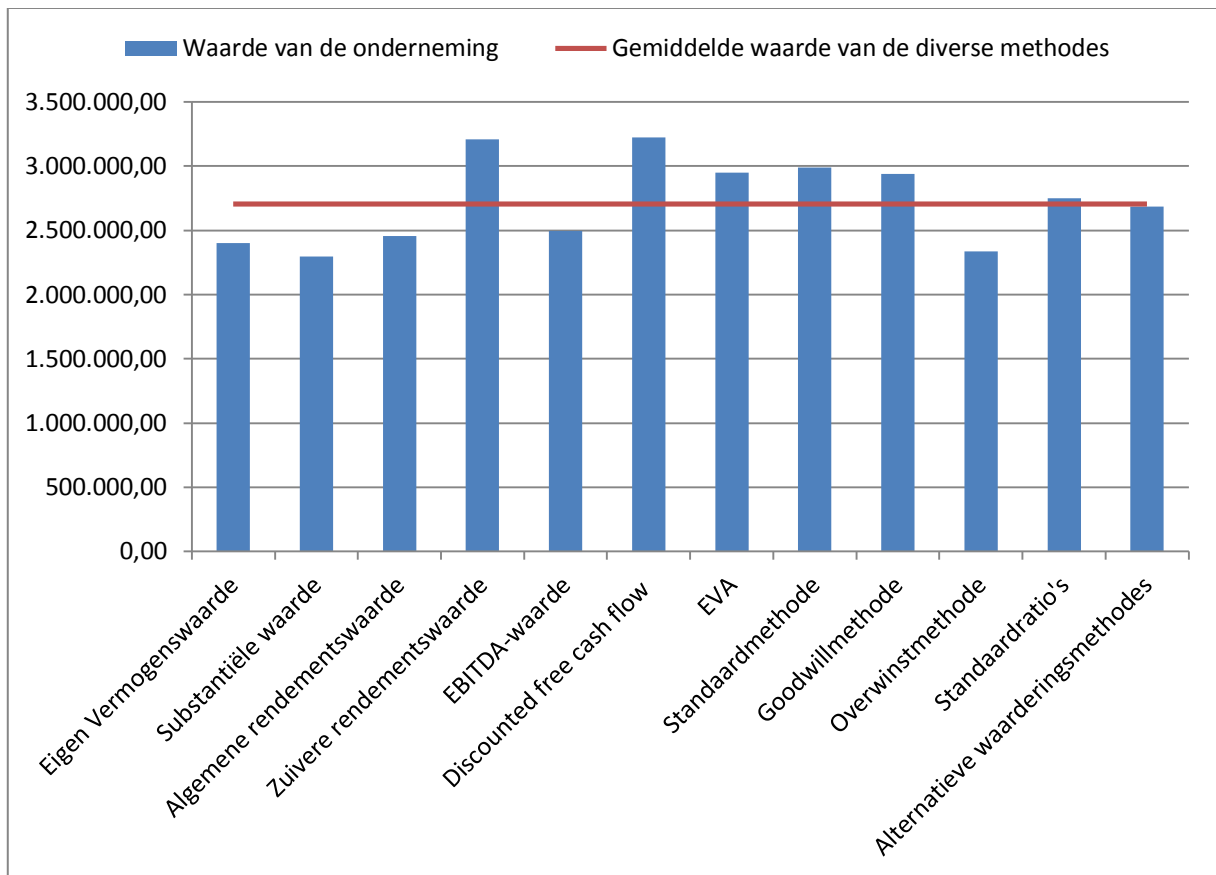
70.322.915,23

26

€ 2.704.727,51

Tabel 29: Overzicht uitkomsten van de waarderingsmethodes voor BVBA X

Uit tabel 29 blijkt dat drukkerij BVBA X een gewogen gemiddelde ondernemingswaarde van 2,7 miljoen heeft. De resultaten van de diverse waarderingsmethodes worden nog eens opgenomen in onderstaande grafiek voor een duidelijk overzicht.

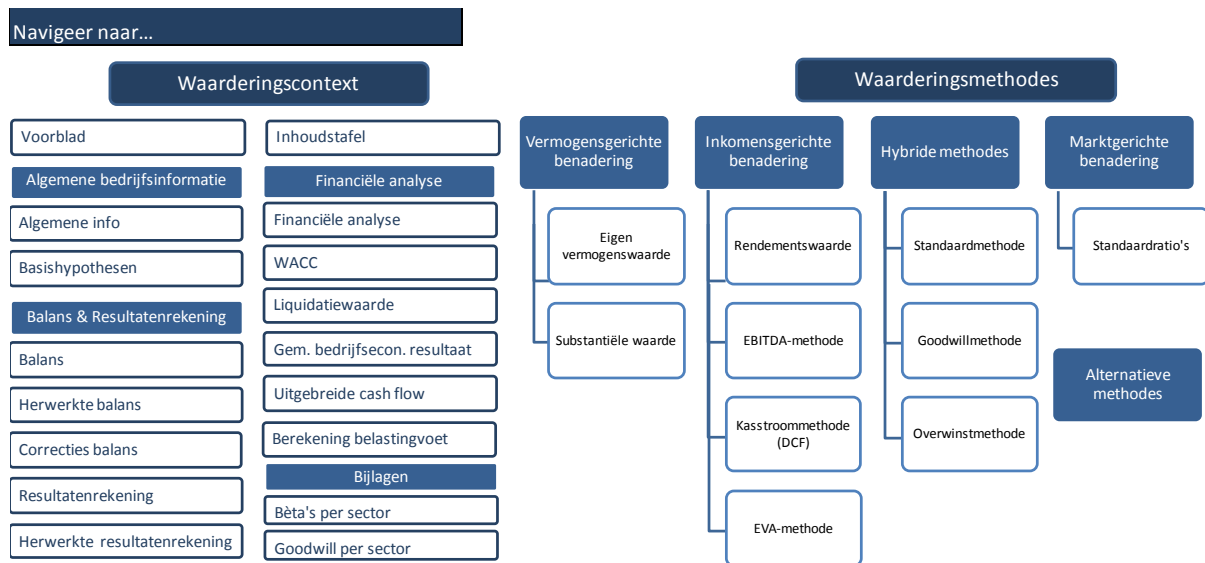


Figuur 4: Overzicht van de verschillende resultaten van de waarderingsmethodes voor BVBA X

TOELICHTING BIJ DE WAARDERINGSTOOL

Bij deze masterproef werd een waarderingstool opgesteld om de verschillende toegelichte waarderingmethodes empirisch te toetsen. In dit hoofdstuk wordt een korte toelichting gegeven over het gebruik en de opstelling van deze waarderingstool. In bijlage van deze masterproef wordt het volledige waarderingsrapport weergegeven dat voortkomt uit de excel-tool. De uitleg in deze toelichting kan stap voor stap gevolgd worden aan de hand van deze bijlage.

Wanneer men de excel opent, komt men op een navigatievenster. Men kan tijdens het gebruik van de tool telkens naar dit venster terugkeren via de sneltoets “ctrl + w” (let er wel op dat de macro’s ingeschakeld zijn). Het navigatievenster is op dezelfde manier opgedeeld als de literatuurstudie, namelijk in twee groepen: “waarderingcontext” en “waarderingmethodes”. Wanneer men op de verschillende knoppen in het navigatievenster klikt, springt men automatisch naar het bijhorende tabblad.



HOOFDSTUK 1: DE WAARDERINGSCONTEXT

1.1 ALGEMENE BEDRIJFSINFORMATIE

De algemene bedrijfsinformatie wordt weergegeven in twee tabbladen: een tabblad met algemene info zoals de naam en ondernemingsnummer van het bedrijf, de activiteiten, de zaakvoerder en dergelijke meer. Een tweede tabblad geeft de nodige basishypothesen weer (de marktrente, de risicovrije rente, de groeivoet, afschrijvingspercentage van de goodwill, ...).

1.2 BALANS EN RESULTATENREKENING

Het tweede deel bevat de balans en de resultatenrekening. Hier dient de balans van de voorbije vijf jaar ingevuld te worden. De herwerkte balans op het tabblad erna wordt automatisch berekend. Indien er nog correcties dienen te gebeuren op de balans (de voorraad die minder waard is, leveranciersschulden die niet meer betaald dienen te worden, etc.) kan dat op het volgende tabblad “correcties balans”. De prognoseperiode van de balans wordt automatisch berekend aan de hand van de groeivoet die ingegeven werd bij de basishypothesen. Er is ook een mogelijkheid voorzien om zelf de gewenste groeipercentages per balanspost in te vullen.

Vervolgens dient de resultatenrekening van de laatste vijf gepubliceerde jaren ingevuld te worden. Indien hierop correcties dienen te gebeuren kan dit eveneens in het volgende tabblad ‘herwerkte resultatenrekening’. Ook hier geldt dat de prognoseperiode automatisch berekend wordt aan de hand van de reeds gekozen verwachte groeivoet. Het eigen vermogen groeit echter niet mee met dezelfde groeivoet als de balans. Het kapitaal, de uitgiftepremies, de herwaarderingsmeerwaarden, de reserves en de kapitaalsubsidies zijn de voorbije vijf jaar constant gebleven. Om deze voor de hand liggende reden houden we deze ook voor de komende vijf jaar constant. Er is echter wel een mogelijkheid voorzien om deze prognoseperiode manueel in te vullen.

De net besproken tabbladen zijn de enige die ingevuld dienen te worden alvorens de waardering kan gebeuren. De gegevens in de overige tabbladen worden allemaal automatisch berekend. De benaming van de in te vullen tabbladen wordt voor het gebruiksgemak voorafgegaan door een “#”. Het is enkel mogelijk de cellen in te vullen die noodzakelijk ingevuld dienen te worden. Deze zijn, voor het gebruiksgemak, weergegeven door een grijze achtergrond die rood wordt wanneer ze niet ingevuld zijn. De overige cellen werden geblokkeerd om tegen te gaan dat essentiële formules of verwijzingen per ongeluk worden verwijderd tijdens het ingeven.

1.3 FINANCIËLE ANALYSE

Het derde deel start met een financiële analyse van de onderneming, die automatisch wordt uitgevoerd aan de hand van de ingevoerde gegevens. Deze financiële analyse dient louter als inzicht in de liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit van de onderneming. Op het volgende tabblad wordt de WACC berekend. Dit gebeurt aan de hand van de ingegeven risicovrije- en marktrente, de illiquiditeitspremie en de extra toeslag voor kleine ondernemingen. De bètacoëfficiënt wordt automatisch ingevuld nadat de sector werd gekozen uit de daartoe voorziene lijst bij de algemene informatie. Onder de berekening van de WACC vindt men een sensitiviteitsanalyse die de impact van de belangrijkste parameters

weergeeft op de waarde van de WACC. In het derde tabblad van dit onderdeel wordt de liquidatiewaarde berekend. Deze gebeurt niet onder de andere waarderingmethodes aangezien dit dient te gebeuren in een liquidatiecontext en de overige methodes uitgaan van de continuïteit van de onderneming. In het volgende tabblad wordt het gemiddelde bedrijfseconomisch resultaat weergegeven dat zal gebruikt worden in de berekening van de goodwillmethode en een aantal alternatieve waarderingmethodes. Uiteindelijk hebben we nog de berekening van de uitgebreide cash flow en de berekening van de gemiddelde belastingvoet.

1.4 BIJLAGEN

Een vierde onderdeel van de waarderingcontext zijn de bèta's per sector en de goodwill per sector. Gezien dit bijkomende informatie is, wordt dit weergegeven onder de bijlagen achteraan in de tool.

HOOFDSTUK 2: WAARDERINGSMETHODES

De tweede groep die weergegeven wordt in het navigatievenster zijn de waarderingmethodes zelf. Ook hier zijn deze opgedeeld in dezelfde categorieën als in de literatuurstudie. Er wordt gestart met een overzicht van de verschillende waarderingmethodes. Vervolgens worden alle reeds besproken waarderingmethodes één voor één uitgebreid berekend. Gezien deze reeds in de literatuurstudie besproken werden gaan we hier niet verder op in. In het waarderingsrapport in bijlage wordt de uitgebreide versie van de berekening van elke waarderingmethode weergegeven.

ALGEMEEN BESLUIT

Men kan vaststellen dat er geen eenduidige waarderingsmethode bestaat die perfect is voor elke situatie. Door rekening te houden met de waarderingscontext, de beschikbare gegevens en de karakteristieken van een onderneming kan men echter wel trachten een waarderingsmethode te selecteren die het meest geschikt is voor een bepaalde situatie. Bovendien zijn investeerders niet gelimiteerd tot het gebruik van slechts één enkele methode, vaak zullen zij verschillende waarderingsmethoden uitoefenen om een verscheidenheid van mogelijke waarden te bekomen of een gemiddelde van deze waarderingsmethoden te bekijken. Bij het kiezen van de waarderingsmethodes kan men zich baseren op tabel 30, die de voor- en nadelen van elke methode weergeeft.

Voordelen	Nadelen
Eigen vermogenswaarde	
<ul style="list-style-type: none">- Eenvoudige berekening	<ul style="list-style-type: none">- Houdt geen rekening met een handelsnaam of eventueel opgebouwd klantenbestand- Houdt geen rekening met de dynamiek van de onderneming: groei, risico en rentabiliteit worden niet opgenomen- Te strenge parameter voor ondergekapitaliseerde, sterk groeiende en winstgevende bedrijven
Substantiële waarde	
<ul style="list-style-type: none">- Eenvoudige berekening- Weinig beïnvloed door toekomstige, onzekere gebeurtenissen	<ul style="list-style-type: none">- Houdt geen rekening met de potentiële rendabiliteit- Is uitsluitend gebaseerd op het verleden
Rendementswaarde	
<ul style="list-style-type: none">- Houdt rekening met de toekomst van de onderneming en niet enkel met het verleden	<ul style="list-style-type: none">- Toepassing enkel mogelijk indien er stabiele toekomstige nettowinsten zijn- Gevoelig voor schommelingen in de rentevoeten- Hoge onzekerheid door de prospectieve budgetten
EBITDA-methode	
<ul style="list-style-type: none">- EBITDA minder makkelijk te manipuleren dan winst	

Kasstroommethode	
- Houdt rekening met toekomstige kasstromen	- Star model dat er van uitgaat dat de
- Onderscheidt de operationele kasstromen van financiering en andere neveneffecten	onderneming over geen enkele flexibiliteit beschikt
- Transparante methode	- Prognose van de toekomstige kasstromen is
- Houdt rekening met de investeringsbehoefte van de onderneming adhv de vrije kasstromen	zeer moeilijk
- De tijdswaarde van geld wordt in rekening gebracht adhv de verdisconteringsvoet	- Zeer gevoelig voor schommelingen in rentevoeten
EVA methode	
	- Een kleine wijziging in het resultaat resulteert in zeer grote veranderingen van de EVA waarde
Standaardmethode	
- Eenvoudige berekening	- Niet voor elke onderneming even relevant
- Sluit nauw aan bij de economische logica	
Goodwillmethode	
- Houdt rekening met de immateriële goederen van de onderneming	
Overwinstmethode	
- Houdt rekening met de immateriële goederen van de onderneming	
Beursratio's	
- Geeft een getrouw beeld van de beurswaarde van een onderneming	- Moeilijk om vergelijkbare ondernemingen te vinden
- Eenvoudige methode: geen voorspellingen over toekomstige cash flows nodig	
Standaardratio's	
- Baseren zich op de historische cijfers van de onderneming en houdt geen rekening met toekomstige resultaten	- Eenvoudige toepassing
	- Resulteert in dezelfde nauwkeurigheid als de DCF methode
Alternatieve methodes	
- Gebaseerd op combinaties van de overige methodes	- Theoretisch minder goed onderbouwd

Tabel 30: Overzicht van de voor- en nadelen van elke waarderingmethode

BEPERKINGEN, IMPLICATIES EN SUGGESTIES VOOR VERDER ONDERZOEK

Deze masterproef heeft getracht de verschillende waarderingmodellen voor de waardering van een onderneming voor te stellen. Desondanks treden er toch enkele beperkingen en implicaties op die we moeten aanhalen.

Hoewel veel methodes⁸ door alle stakeholders en derden berekend kunnen worden op basis van de gepubliceerde informatie, is dit niet voor alle methodes het geval. Voor de berekening van de substantiële waarde is het namelijk noodzakelijk dat men de reële waarde van de activa kent om te weten of er latente meer- en minderwaarden aanwezig zijn. Gezien deze informatie niet vrijgegeven dient te worden bij de publicatie van de jaarrekening, zal ze niet beschikbaar zijn voor externe stakeholders en derden. Bijgevolg zullen de substantiële waarde en alle waarderingmethodes die zich indirect baseren op de substantiële waarde (de standaardmethode, de goodwillmethode, de overwinstmethode en een aantal alternatieve methodes) enkel berekend kunnen worden door zij die toegang hebben tot informatie *'behind the scenes'*.

Bovendien wordt het resultaat van een onderneming wel in de gepubliceerde jaarrekening weergegeven maar de correcties op het resultaat niet. Het resultaat dat gepubliceerd wordt kan namelijk om verschillende redenen gemanipuleerd worden door het management van de onderneming (Deloof, Manigart, Ooghe, & Van Hulle, 2012; Ross, Westerfield, & Jordan, 2000). Zo kunnen zij hun resultaat drukken door extra kosten op te nemen met het oog op een lagere verschuldigde vennootschapsbelasting. Men kan bijvoorbeeld de uitgekeerde wedde aan de zaakvoerder verhogen of kosten met een meer privé karakter opnemen, wat vaak voorkomt bij kleine KMO's.

Informatie zoals de waarde van latente meer- en minderwaarden, de correcties op het resultaat, de kosten met een privé karakter en dergelijke meer, kan enkel binnen de onderneming zelf verworven worden. Wanneer een zaakvoerder zijn onderneming dus zelf wenst te waarderen aan de hand van de waarderingstool zal hij over alle noodzakelijke *inside information* beschikken en zal het verzamelen van informatie niet tot implicaties leiden. Wanneer men echter de waarde van een concurrent wenst te berekenen om een gefundeerd bod voor te stellen voor de overname ervan, zal men wel rekening moeten houden met deze beperking.

⁸ Het gaat hier specifiek over: de eigen vermogenswaarde, de EBITDA-methode, de kasstroommethode, de EVA methode en de methode op basis van beursratio's.

Deze beperking zal mogelijk in nog meer gevallen zijn toepassing vinden wanneer de Europese Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen in de Belgische wetgeving wordt omgezet. Deze richtlijn dient uiterlijk tegen 20 juli 2015 in de nationale wetgeving worden omgezet en zou veranderingen kunnen veroorzaken in de neerlegging van de jaarrekening van ruim 80% van de ondernemingen.

De nieuwe Richtlijn 2013/34/EU beoogt de voorschriften voor financiële verslaggeving te vereenvoudigen en de administratieve lasten te verminderen, in het bijzonder voor KMO's. Zo probeert men de KMO's en de zeer kleine ondernemingen in staat te stellen concurrentiëler te worden. Dit *"Think small first"* principe dient volgens de raad (zonder afbreuk te doen aan de informatieverplichtingen naar werknemers, hun vertegenwoordigers, banken, schuldeisers en de bevoegde overheidsorganen toe) mee in aanmerking genomen te worden bij de omzetting van de richtlijn in het Belgisch recht.

De omschrijving van kleine vennootschappen is reeds te vinden in artikel 15 W. Venn. De nieuwe richtlijn voorziet de mogelijkheid voor de lidstaten om een bijzondere subcategorie van kleine vennootschappen, namelijk microvennootschappen, in te voeren. Microvennootschappen worden omschreven als "ondernemingen die op balansdatum de grensbedragen voor ten minste twee van de drie volgende criteria niet overschrijden:

- balanstotaal: 350.000 euro;
- netto-omzet: 700.000 euro;
- gemiddeld personeelsbestand gedurende het boekjaar: 10".

Artikel 36 van de richtlijn voorziet een aantal mogelijke vrijstellingen die door de lidstaten ingevoerd kunnen worden voor de micro-ondernemingen. De jaarrekeningen zouden wat betreft de balans en de resultatenrekening identiek zijn aan deze gepubliceerd door de kleine vennootschappen, maar met slechts 5 toelichtingen:

- de samenvatting van de waarderingsregels;
- een staat van de vaste activa;
- de niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen;
- het bedrag van de aan de leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen verleende voorschotten en kredieten;
- het aantal eigen aandelen dat respectievelijk door de vennootschap zelf en door haar dochterondernemingen wordt aangehouden.

De raad pleit echter voor het behoud van de huidige openbaarmakingsverplichtingen aangezien een afschaffing of versoepeling ervan het moeilijker of onmogelijk zou maken voor stakeholders om informatie te verzamelen terwijl het geen vermindering van de lasten of kosten met zich zou meebrengen voor de micro-ondernemingen aangezien informatie toch bij ten minste één door de betrokken lidstaat aangewezen bevoegde autoriteit neergelegd dient te worden.

Ondanks het feit dat deze beslissingen momenteel nog voorwaardelijk zijn, ziet het er naar uit dat de micro-ondernemingen enkel vrijgesteld zullen worden van de publicatie van de sociale balans en de overlopende rekeningen. Het weglaten van de sociale balans uit de gepubliceerde jaarrekening zou geen invloed hebben op de uitvoering van de waarderingmethodes aangezien geen gegevens uit de sociale balans nodig zijn voor de waardering van een onderneming. Het weglaten van de overlopende rekeningen van het actief en het passief zou echter wel een invloed hebben op de waardering van een micro-onderneming. Deze overlopende rekeningen worden namelijk gebruikt om alle kosten en opbrengsten aan het juiste boekjaar toe te wijzen. Wanneer dit niet meer gepubliceerd dient te worden, zullen derden niet op de hoogte zijn van het correcte resultaat van het boekjaar.

In een verder onderzoek omtrent de waardering van een onderneming zou men kunnen onderzoeken of de richtlijn al dan niet in België toegepast wordt en welke gegevens de micro-ondernemingen effectief weglaten uit hun publicatiejaarrekening. Aan de hand van de bevindingen die voortkomen uit dit verder onderzoek kan men vervolgens de waarderingstool aanpassen door de onbruikbare methodes voor de waardering van micro-ondernemingen weg te laten.

Een tweede suggestie voor verder onderzoek betreft de beursgenoteerde ondernemingen. In de literatuurstudie werd een waardering aan de hand van beursratio's reeds kort besproken (*cf. supra 57 et seq.*). In de waarderingstool werd echter de waardering van een KMO uitgevoerd, waarvoor de marktgerichte waardering niet aan de hand van beursratio's maar aan de hand van standaardratio's gebeurt. In een verder onderzoek zou men dus de empirische toetsing van de waarderingmethodes aan de hand van een beursgenoteerde onderneming kunnen uitvoeren en eveneens een waardering op basis van beursratio's in de tool opnemen.

Een laatste suggestie voor verder onderzoek handelt over de boekhoudnormen. De jaarrekening die geïmplementeerd werd in de waarderingstool werd opgesteld volgens de Belgische boekhoudnormen. Zoals blijkt uit het voorbeeld in verband met de correcties op de voorzieningen voor risico's en kosten dat reeds aangehaald werd (*cf. supra 22*), zal de jaarrekening er anders uitzien wanneer deze opgesteld werd volgens de IFRS normen. In een verder onderzoek zou men aldus een jaarrekening die opgesteld werd volgens de IFRS regels kunnen implementeren en onderzoeken of de gehanteerde boekhoudnormen een invloed hebben op de waardering van een onderneming.

LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN

- Arzac, E. R., & Glosten, L. R. (2005). A reconsideration of tax shield valuation. *European Financial Management*, 11 (4), 453-461.
- Barnay, A., & Calba, G. (1968). *Combien vaut notre entreprise?* Paris: Entreprise moderne d'édition.
- Boatsman, J. R., & Baskin, E. F. (1981, Januari). Asset Valuation with Incomplete Markets. *The Accounting Review*, 56 (1).
- Bradbury, M. E., Ferguson, J., & Berkman, H. (2000). The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11 (2).
- Bruggeman, W. (2003). *Strategisch besturen met de Balanced Scorecard*. Maklu, 270 p.
- Butters, J. (2014). *Dividend Quarterly*. Opgeroepen op maart 02, 2015, van http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_12.18.14
- CBN. (8 september 2010). *Definiëring van EBIT/EBITDA*. Technische nota 2010-1.
- Charles, M. (1993). Het dividendenbeleid van de Belgische vennootschappen over de periode 1971-1990. *Generale Bank - Corporate & Investment Banking*, 37-74.
- Chen, N., Roll, R., & Ross, S. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, 383-403.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. John Wiley.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley and Sons, Inc. p.1-24.
- Damodaran, A. (2015). *Cost of Capital by Sector (US)*. New York: Stern NYU.
- De Lembre, E., Everaert, P., & Verhoeve, J. (2014). *Handboek boekhouden*. Intersentia.

- Deloof, M., Manigart, S., Ooghe, H., & Van Hulle, C. (2012). *Handboek Bedrijfsfinanciering*. Antwerpen: Intersentia.
- Dittmann, I., & Weiner, C. (2005). Selecting comparables for the valuation of European Firms. *Humboldt Universität zu Berlin*, 25.
- Duff, & Phelps. (2011). *Goodwill Impairment Study*. Financial Executives Research Foundation.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47-465.
- Fernandez, P. (2002 a). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions? *University of Navarra, Spain*. 17 p.
- Fernández, P. (2002 b). *Valuation methods and shareholder value creation*. San Diego, California: Academic Press.
- Fernández, P. (2008). The equity premium in 100 textbooks. *IESE Business School - University of Navarra*, 26 p.
- Ferris, K., & Petitt, B. (2013). *Valuation fo Mergers and Acquisitions, 2nd edition*. FT Press.
- Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., & Ruback, R. S. (2000). Valuation of Bankrupt Firms. *The Review of Financial Studies*, 13 (1), 43-74.
- Groessens, T. (2010). Waardering van ondernemingen. *Seminarie IAB Stagiairs*, (p. 46).
- Gupta, N. J., & Synn, W. (2010). Valuing Investment Decisions: Flotation Costs And Capital Budgeting. *Journal of Business & Economics Research*, 8 (2), 73 - 78.
- Hamilton, S. (2003). The enron collapse. *International Institute for Management Development*, 25.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2010). *Finance for executives: managing for value creation*. 4th edition: South-Western Cengage Learning.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 50 (4), 1059-1093.
- Keuleneer, L., & Verhoog, W. (2003). *Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value*. Wiley.

- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (August 2000). Equity Valuation Using Multiples. *University of California at Los Angeles*, p. 51 p.
- Luehrman, T. (1997). Using APV: A better tool for valuing operations. *Harvard Business Review*, 145-154.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75 (3), 132-142.
- Mackenzie, B., Coetsee, D., Njikizana, T., Selbst, E., Chamboko, R., Colyvas, B., & Hanekom, B. (2014). *Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. Wiley.
- Massari, M., Roncaglio, F., & Zanetti, L. (2007). On the equivalence between the APV and the WACC approach in a growing leveraged firm. *European Financial Management*, 14 (1), p. 152-162.
- Miles, J., & Ezzel, J. (1980). The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 15, p. 719-730.
- Mirza, A., Holt, G., & Knorr, L. (2011). *IFRS: Practical Implementation Guide and Workbook, 3rd Edition*. Wiley.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate-income taxes and the cost of capital - a correction. *American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Morgan Stanley Dean Witters. (1999, September 15). How We Value Stocks.
- Munteanu, V., Tinta, A., Andrei, A. E., & Vatasoiu, C. I. (2012). The accounting treatment of goodwill as stipulated by IFRS 3. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 63, 1120-1126.
- Myers, S. (1974). Interactions in corporate finance and investment decision - implications for capital budgeting. *Journal of Finance*, 29, p. 1-25.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation - IFRS edition*. Cengage Learning.
- Pouseele, B. (2013 a). *Hoeveel is mijn bedrijf waard?* Wevelgem: Fiscaal Informatief.

Pouseele, B. (2013 b). *Een onderneming waarderen, hoe doen we dat?* Kluwer.

Reinganum, M. (1992). A revival of the small firm effect; far from being dead. *Journal of Portfolio Management*, 55-62.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2000). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.

Schranz, K. (2007). *How much is your private business worth?* Opgeroepen op maart 07, 2015, van <http://www.timesofmalta.com/articles/view/20120801/world/how-much-is-your-private-business-worth.4310>

Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. (2001). *Valuation Multiples: A Primer*. USB Warburg.

Tiest, R. (2009). *Handboek waarderen van ondernemingen*. Antwerpen: Intersentia.

De Tijd (2015). *Euribor 12 maanden*. Opgehaald van De Tijd: http://www.tijd.be/beurzen/Euribor_12_months.190118380, geraadpleegd op 26 april 2015.

De Tijd (2015). *Gemiddelde rente OLO 10 jaar*. Opgehaald van De Tijd: http://www.tijd.be/beurzen/Ave_yield_10_yield.510138581, geraadpleegd op 26 april 2015.

Truong, G., Partington, G., & Peat, M. (2008). Cost-of-capital estimation and capital-budgeting practice in Australia. *Australian Journal of Management*, 33 (1), 95-121.

Van Der Elst, J., & Van Loocke, T. (2009). *Waarderingsmodellen voor de onderneming: praktijkgeoriënteerde aanpak*. Antwerpen: de boeck.

Van der Heijden, W. (1999). *Is big beautiful?* KPMG Corporate Finance.

Van Impe, H. (2005). *Waardering van uw onderneming*. ViaDFK Bedrijfsrevisoren.

Van Loocke, T. (2009). *Using multiples for valuation*. Vlerick Leuven Gent Management School.

Williams, J. B. (1938). *The theory of Investment Value*. Harvard University Press.

www.mesotten.be. (sd). *Goodwill*. Opgeroepen op april 06, 2015, van Informatie en portaalsie voor ondernemers en KMO: <http://www.mesotten.be/goodwill.htm>

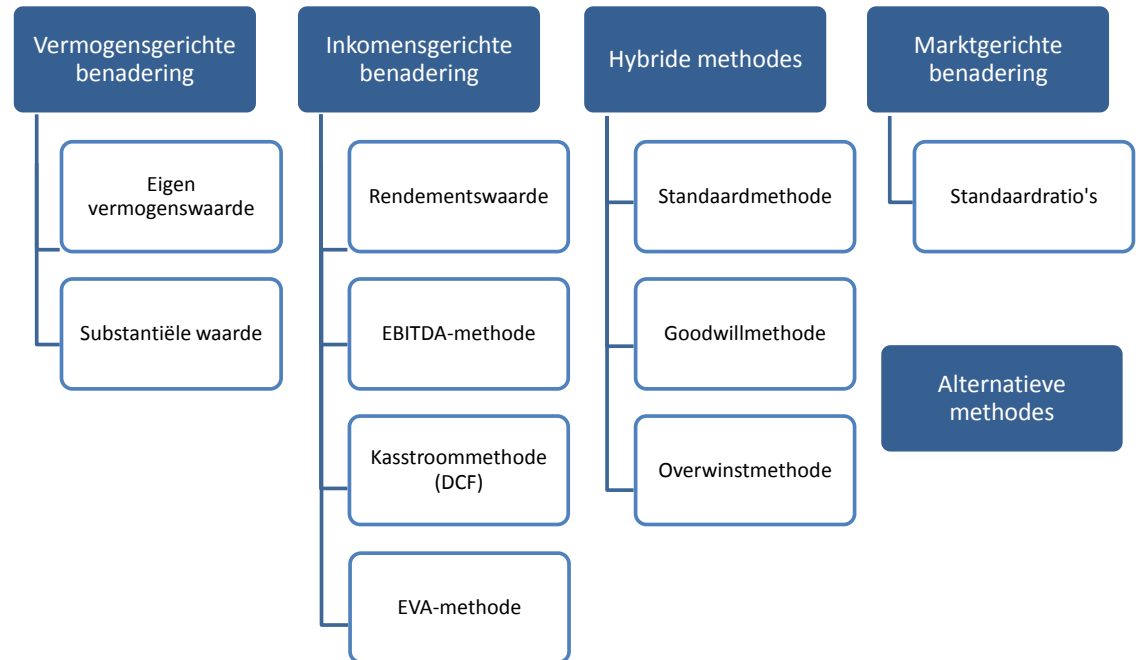
BIJLAGE: WAARDERINGSTOOL

Navigeer naar...

Waarderingscontext

Voorblad	Inhoudstafel
Algemene bedrijfsinformatie	Financiële analyse
Algemene info	Financiële analyse
Basishypothesen	WACC
Balans & Resultatenrekening	Liquidatiewaarde
Balans	Gem. bedrijfsecon. resultaat
Herwerkte balans	Uitgebreide cash flow
Correcties balans	Berekening belastingvoet
Resultatenrekening	Bijlagen
Herwerkte resultatenrekening	Bèta's per sector
	Goodwill per sector

Waarderingsmethodes



WAARDERINGSRAPPORT

BVBA X

Asselkouter 8
9000 Gent

Inhoudstabel

Algemene bedrijfsinformatie	
Algemene informatie	5
Vaststelling van de basishypothesen	7
Balans & Resultatenrekening	
Balans	10
Herwerkte balans	18
Correcties balans	26
Resultatenrekening	30
Herwerkte resultatenrekening	32
Financiële analyse	
Financiële analyse	35
WACC	36
Liquidatiewaarde	38
Gemiddeld bedrijfseconomisch resultaat	39
Uitgebreide cash flow	40
Berekening gemiddelde belastingvoet	41
Waarderingsmethoden	
Overzicht waarderingsmethoden	43
Eigen vermogenswaarde en substantiële waarde	45
Algemene rendementswaarde	46
EBITDA	47
Kastromentabelen + Discounted free cash flow	48
Economic value added	51
Standaardmethode	53
Overwinstmethode	53
Goodwillmethode	54
Standaardratio's	55
Alternatieve waarderingsmethodes	56
Bijlagen	
Bèta's	58
Goodwill voor elke sector	60

ALGEMENE BEDRIJFSINFORMATIE

Algemene informatie

BVBA X

Identificatie vennootschap

Benaming	BVBA X
Rechtsvorm	BVBA
Maatschappelijke zetel	Asselkouter 8 9000 Gent België
Ondernemingsnummer	4581.613.485
RPR rechtsgebied	Gent

Aandeelhouders

<u>NR</u>	<u>Identiteit</u>	<u>Aantal</u>	<u>%</u>
1	Dhr. X Asselkouter 8 9000 Gent	2.250,00	100%
		<u>2.250,00</u>	<u>100%</u>

Raad van bestuur

<u>NR</u>	<u>Identiteit</u>	<u>Functie</u>	<u>begin</u> <u>mandaat</u>	<u>einde</u>
1	Dhr. X Asselkouter 8 9000 Gent	zaakvoerder (statutair)	31-1-1993	onbepaald

Bedrijfsactiviteiten

De vennootschap heeft de volgende activiteiten:

- * Gelegenheidsdrukwerk: geboortekaartjes, huwelijksuitnodigingen, en dergelijke meer
- * Administratief drukwerk: tijdschriften, brochures, catalogussen, affiches, en dergelijke meer

Sector

- * Advertising

Aantal personeelsleden

	2009	2010	2011	2012	2013
* Management	1	1	1	1	1
* Arbeiders	16	24	24	24	23
* Bedienden	2	3	3	3	3

Vaststelling van de basishypothesen

BVBA X

Naam bedrijf:	BVBA X
Rechtsvorm:	BVBA
Adres:	Asselkouter 8 9000 Gent België
Ondernemingsnummer:	4581.613.485
RPR rechtsgebied:	Gent
Sector (bèta):	Advertising
Sector (goodwill):	Material - Paper products

Over welke jaren gaat het?		
X-5		2009
X-4		2010
X-3		2011
X-2		2012
X-1		2013
X		2014
X+1		2015
X+2		2016
X+3		2017
X+4		2018

Risicovrij percentage (rendement op de OLO op 10 jaar) - (bron: De Tijd http://www.tijd.be/beurzen/Ave_yield_10_yield.510138581)	a		0,43%
Marktrisico (gemiddelde EURIBOR 10 jaar) http://www.tijd.be/beurzen/Euribor_12_months.190118380	b		2,21%
Bèta	industrie:	Beta van Advertising	
Toeslag illiquiditeit	c	1,18	1,18
Extra toeslag	d		2,50%
	e		1,50%
	f		0,00%
Vereist ondernemingsrendement	a+c*(b-a+d+e+f)		7,26%

WACC	6,65%
------	-------

Gemiddelde taxatievoet de voorbije 5 jaren	19,66%
Indien niet akkoord met de gem. taxatievoet	25,00%
Latente belastingvoet andere activa	33,99%
Latente belastingvoet onroerende goederen	17,00%
Latente belastingvoet financiële vaste activa	0,00%

Aantal aandelen			2.250
Aantal werknemers			27
Minderheidsbelangen		=	0,00
Schulden lange termijn	VVL	=	1.457.389,45
Schulden korte termijn	VVK	=	471.493,75
Substantiële waarde exclusief goodwill	SW	=	2.296.578,27
Gemiddelde nettowinst	G	=	232.778,80
Calculatierente	i	=	7,26%
Rentevoet risicoloze belegging	ig	=	0,43%
Duurtijd rendementswaarde	n	=	5
Opbrengstvoet nieuwe investering	r	=	2,21%
Groeivoet prognoseperiode 1 (X -> X+4)	g1	=	5,00%
Groeivoet prognoseperiode 2 (>X+4)	g2	=	2,00%
Afschrijvingspercentage goodwill	j = ng	=	20,00%
Annuiteit	an	=	4,07
Vn	vn	=	100,00%
Dividend		=	0

Profiel van de onderneming:	Op basis van het profiel van de onderneming wordt een verschillende gewing toegekend aan de resultaten van de laatste vier jaar.
Keuze profiel:	Stabiele onderneming

Wegingsfactoren van horizontale analyse:

	Wegingsfactor
X-2 > X-1	35%
X-3 > X-2	30%
X-4 > X-3	20%
X-5 > X-4	15%
Som wegingsfactoren	100,00%

Wegingsfactoren ieder jaar apart:

	Wegingsfactor
X-1	30%
X-2	25%
X-3	20%
X-4	15%
X-5	10%
Som wegingsfactoren	100,00%

	Dividenden	Tantièmes
2009	7200	
2010		
2011		
2012		
2013		
2014		
2015		
2016		
2017		
2018		

BALANS & RESULTATENREKENING

Balans

BVBA X

Activa		2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vaste activa							
	Codes						
I. Oprichtingskosten	20	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
II. Immateriële vaste activa	21	<u>0,00</u>	<u>36.000,00</u>	<u>58.371,90</u>	<u>41.528,92</u>	<u>24.685,94</u>	<u>7.842,96</u>
III. Materiële vaste activa	22/27	<u>1.153.562,79</u>	<u>1.420.439,26</u>	<u>2.497.050,63</u>	<u>3.342.820,87</u>	<u>2.577.699,29</u>	<u>1.860.175,06</u>
A. Terreinen & gebouwen	22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	23	346.687,08	462.421,70	400.052,54	389.310,53	255.890,63	161.550,15
C. Meubilair & rollend materieel	24	21.092,62	27.626,02	46.283,80	39.302,90	24.029,79	17.274,61
D. Leasing & soortgelijke rechten	25	785.783,09	930.391,54	2.050.714,29	2.914.207,44	2.297.778,87	1.681.350,30
E. Overige materiële vaste activa	26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Financiële vaste activa	28	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>
A. Verbonden ondernemingen	280/1	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>
1 Deelnemingen	280	8,74	8,74	8,74	8,74	8,74	8,74
2 Vorderingen	281	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestaat	282/3	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Deelnemingen	282	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen	283	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële vaste activa	284/8	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Aandelen	284	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen en borgtochten in contanten	285/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totaal Vaste activa	20/28	1.153.571,53	1.456.448,00	2.555.431,27	3.384.358,53	2.602.393,97	1.868.026,76

Plottende activa

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
V. Vorderingen op meer dan 1 jaar	29	<u>117.155,74</u>	<u>93.228,72</u>	<u>44.101,39</u>	<u>0,00</u>	<u>80.000,00</u>	<u>0,00</u>
A. Handelsvorderingen	290		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige vorderingen	291	117.155,74	93.228,72	44.101,39	0,00	80.000,00	0,00
VI. Voorraden en bestellingen in uitvoering	3	<u>340.576,17</u>	<u>330.943,00</u>	<u>531.548,00</u>	<u>486.535,00</u>	<u>443.934,00</u>	<u>538.000,00</u>
A. Voorraden	30/36	<u>268.709,17</u>	<u>247.407,00</u>	<u>394.333,00</u>	<u>396.452,00</u>	<u>342.111,00</u>	<u>389.000,00</u>
1. Grond & hulpstoffen	30/31	268.709,17	247.407,00	394.333,00	396.452,00	342.111,00	389.000,00
2. Goederen in bewerking	32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Gereed product	33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Handelsgoederen	34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Onroerende goederen bestemd voor de verkoop	35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Vooruitbetalingen	36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Bestellingen in uitvoering	37	71.867,00	83.536,00	137.215,00	90.083,00	101.823,00	149.000,00
VII. Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	40/41	<u>1.520.446,61</u>	<u>1.513.752,31</u>	<u>1.633.558,87</u>	<u>1.253.779,10</u>	<u>1.369.909,54</u>	<u>1.513.423,28</u>
A. Handelsvorderingen	40	1.518.590,83	1.467.290,94	1.561.713,82	1.202.956,33	1.252.734,65	1.408.702,27
B. Overige vorderingen	41	1.855,78	46.461,37	71.845,05	50.822,77	117.174,89	104.721,01
VIII. Geldbeleggingen	50/53	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>120.000,00</u>	<u>89.475,36</u>
A. Eigen aandelen	50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige beleggingen	51/53	0,00	0,00	0,00	0,00	120.000,00	89.475,36
IX. Liquide middelen	54/58	<u>355.199,06</u>	<u>598.993,55</u>	<u>574.318,49</u>	<u>941.134,32</u>	<u>658.486,46</u>	<u>977.872,35</u>
X. Overlopende rekeningen	490/1	<u>0,00</u>	<u>11.516,54</u>	<u>17.700,21</u>	<u>25.456,53</u>	<u>52.859,15</u>	<u>43.173,42</u>
Totaal vlottende activa	29/58	2.333.377,58	2.548.434,12	2.801.226,96	2.706.904,95	2.725.189,15	3.161.944,41
Totaal Activa	20/58	3.486.949,11	4.004.882,12	5.356.658,23	6.091.263,48	5.327.583,12	5.029.971,17

Passiva

Eigen vermogen

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
I. Kapitaal	10	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>
A. Geplaatst kapitaal	100	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00
B. Niet-opgevraagd kapitaal	101	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Uitgiftepremies	11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Herwaarderingsmeerwaarden	12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Reserves	13	<u>1.063.875,01</u>	<u>1.005.272,10</u>	<u>933.710,34</u>	<u>1.153.092,61</u>	<u>1.207.792,66</u>	<u>2.274.833,82</u>
1. Wettelijke reserve	130	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00
2. Onbeschikbare reserves	131	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voor eigen aandelen	1310	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere	1311	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Belastingvrije reserves	132	238.250,01	179.647,10	108.085,34	327.467,61	382.167,66	369.208,82
4. Beschikbare reserves	133	820.000,00	820.000,00	820.000,00	820.000,00	820.000,00	1.900.000,00
V. Overgedragen resultaat	14	<u>42.637,26</u>	<u>289.720,04</u>	<u>615.189,14</u>	<u>956.933,88</u>	<u>1.058.526,31</u>	<u>70.905,78</u>
VI. Kapitaalsubsidies	15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Totaal Eigen vermogen	10/15	1.162.762,27	1.351.242,14	1.605.149,48	2.166.276,49	2.322.568,97	2.401.989,60
------------------------------	--------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Vorzieningen en uitgestelde belastingen

VII A voorzieningen voor risico's & kosten	160/5	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
A. Pensioenen & soortgelijke verplichtingen	160	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Belastingen	161	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Grote herstellingen en onderhoudswerken	162	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige risico's & kosten	163/5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII B Uitgestelde belastingen	168	93.715,82	63.539,90	26.691,17	20.018,38	13.345,59	6.672,80

Totaal voorzieningen en uitgestelde belastingen	16	93.715,82	63.539,90	26.691,17	20.018,38	13.345,59	6.672,80
--	-----------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-----------------

Vreemd vermogen

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
VIII. Schulden op meer dan 1 jaar	17	589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
A. Financiële schulden	170/4	589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
1. Achtergestelde leningen	170	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Niet-achtergestelde obligatieleningen	171	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Leasingschulden en soortgelijke rechten	172	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Kredietinstellingen	173	589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
5. Overige schulden	174	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Handelsschulden	175	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Leveranciers	1750		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Te betalen wissels	1751	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	176	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige schulden	178/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IX. Schulden op minder dan 1 jaar	42/48	1.638.239,32	1.734.943,51	1.829.173,55	1.551.287,05	1.142.913,02	1.163.919,32
A. Schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen	42	519.210,21	701.564,30	842.845,86	646.986,16	525.055,77	471.493,75
B. Financiële schulden/kredietinstellingen	43	0,00	0,00	0,00	0,00	30.189,14	0,00
1. Kredietinstellingen	430/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Overige leningen	439	0,00	0,00	0,00	0,00	30.189,14	0,00
C. Handelsschulden	44	1.023.221,66	908.048,09	861.669,05	773.935,17	414.667,85	451.308,73
1. Leveranciers	440/4	1.023.221,66	908.048,09	861.669,05	773.935,17	414.667,85	451.308,73
2. Te betalen wissels	441	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Schulden mbt belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	45	90.407,45	117.687,77	124.322,86	130.365,72	173.000,26	241.116,84
1. Belastingen	450/3	15.122,30	25.019,32	970,45	3.698,80	58.903,18	120.140,76
2. Bezoldigingen en sociale lasten	454/9	75.285,15	92.668,45	123.352,41	126.666,92	114.097,08	120.976,08
F. Overige Schulden	47/48	5.400,00	7.643,35	335,78	0,00	0,00	0,00
X. Overlopende rekeningen	492/3	2.873,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totaal schulden	17/49	2.230.471,02	2.590.100,08	3.724.817,58	3.904.968,61	2.991.668,56	2.621.308,77
Totaal Passiva	10/49	3.486.949,11	4.004.882,12	5.356.658,23	6.091.263,48	5.327.583,12	5.029.971,17

Balans

BVBA X

Activa		2014	2015	2016	2017	2018
Vaste activa						
	Codes					
I. Oprichtingskosten	20	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
II. Immateriële vaste activa	21	<u>8.235,00</u>	<u>8.647,00</u>	<u>9.079,00</u>	<u>9.533,00</u>	<u>10.010,00</u>
III. Materiële vaste activa	22/27	<u>2.052.241,00</u>	<u>2.154.853,00</u>	<u>2.262.595,00</u>	<u>2.375.725,00</u>	<u>2.494.512,00</u>
A. Terreinen & gebouwen	22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	23	268.685,00	282.119,00	296.225,00	311.036,00	326.588,00
C. Meubilair & rollend materieel	24	18.138,00	19.045,00	19.997,00	20.997,00	22.047,00
D. Leasing & soortgelijke rechten	25	1.765.418,00	1.853.689,00	1.946.373,00	2.043.692,00	2.145.877,00
E. Overige materiële vaste activa	26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Financiële vaste activa	28	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>
A. Verbonden ondernemingen	280/1	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>
1 Deelnemingen	280	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
2 Vorderingen	281	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestaat	282/3	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Deelnemingen	282	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen	283	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financieel vaste activa	284/8	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Aandelen	284	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen en borgtochten in contanten	285/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totaal Vaste activa	20/28	2.060.485,00	2.163.509,00	2.271.683,00	2.385.267,00	2.504.531,00

Vlottende activa

		2014	2015	2016	2017	2018
V. Vorderingen op meer dan 1 jaar	29	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
A. Handelsvorderingen	290	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige vorderingen	291	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Voorraden en bestellingen in uitvoering	3	<u>564.900,00</u>	<u>593.146,00</u>	<u>622.804,00</u>	<u>653.944,00</u>	<u>686.642,00</u>
A. Voorraden	30/36	<u>408.450,00</u>	<u>428.873,00</u>	<u>450.317,00</u>	<u>472.833,00</u>	<u>496.475,00</u>
1. Grond & hulpstoffen	30/31	408.450,00	428.873,00	450.317,00	472.833,00	496.475,00
2. Goederen in bewerking	32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Gereed product	33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Handelsgoederen	34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Onroerende goederen bestemd voor de verkoop	35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Vooruitbetalingen	36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Bestellingen in uitvoering	37	156.450,00	164.273,00	172.487,00	181.111,00	190.167,00
VII. Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	40/41	<u>1.589.094,00</u>	<u>1.668.549,00</u>	<u>1.751.977,00</u>	<u>1.839.575,00</u>	<u>1.931.553,00</u>
A. Handelsvorderingen	40	1.479.137,00	1.553.094,00	1.630.749,00	1.712.286,00	1.797.900,00
B. Overige vorderingen	41	109.957,00	115.455,00	121.228,00	127.289,00	133.653,00
VIII. Geldbeleggingen	50/53	<u>93.949,00</u>	<u>98.646,00</u>	<u>103.578,00</u>	<u>108.757,00</u>	<u>114.195,00</u>
A. Eigen aandelen	50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige beleggingen	51/53	93.949,00	98.646,00	103.578,00	108.757,00	114.195,00
IX. Liquide middelen	54/58	<u>863.142,74</u>	<u>874.230,66</u>	<u>918.104,42</u>	<u>996.133,73</u>	<u>1.109.758,98</u>
X. Overlopende rekeningen	490/1	<u>45.332,00</u>	<u>47.599,00</u>	<u>49.979,00</u>	<u>52.478,00</u>	<u>55.102,00</u>
Totaal vlottende activa	29/58	3.156.417,74	3.282.170,66	3.446.442,42	3.650.887,73	3.897.250,98
Totaal Activa	20/58	5.216.902,74	5.445.679,66	5.718.125,42	6.036.154,73	6.401.781,98

Passiva		2014	2015	2016	2017	2018
Eigen vermogen						
I. Kapitaal	10	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00
A. Geplaatst kapitaal	100	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00
B. Niet-opgevraagd kapitaal	101	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Uitgiftepremies	11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Herwaarderingsmeerwaarden	12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Reserves	13	2.274.833,82	2.274.833,82	2.274.833,82	2.274.833,82	2.274.833,82
1. Wettelijke reserve	130	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00
2. Onbeschikbare reserves	131	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voor eigen aandelen	1310	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere	1311	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Belastingvrije reserves	132	369.208,82	369.208,82	369.208,82	369.208,82	369.208,82
4. Beschikbare reserves	133	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00
V. Overgedragen resultaat	14	126.438,92	217.247,84	344.825,60	510.743,91	716.655,16
VI. Kapitaalsubsidies	15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Totaal Eigen vermogen	10/15	2.457.522,74	2.548.331,66	2.675.909,42	2.841.827,73	3.047.738,98
------------------------------	--------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Vorzieningen en uitgestelde belastingen						
--	--	--	--	--	--	--

VII A voorzieningen voor risico's & kosten	160/5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A. Pensioenen & soortgelijke verplichtingen	160	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Belastingen	161	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Grote herstellingen en onderhoudswerken	162	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige risico's & kosten	163/5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII B Uitgestelde belastingen	168	7.006,00	7.356,00	7.724,00	8.110,00	8.516,00

Totaal voorzieningen en uitgestelde belastingen	16	7.006,00	7.356,00	7.724,00	8.110,00	8.516,00
--	-----------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------

Vreemd vermogen						
------------------------	--	--	--	--	--	--

		2014	2015	2016	2017	2018
VIII. Schulden op meer dan 1 jaar	17	<u>1.530.259,00</u>	<u>1.606.772,00</u>	<u>1.687.111,00</u>	<u>1.771.467,00</u>	<u>1.860.040,00</u>
A. Financiële schulden	170/4	1.530.259,00	1.606.772,00	1.687.111,00	1.771.467,00	1.860.040,00
1. Achtergestelde leningen	170	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Niet-achtergestelde obligatieleningen	171	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Leasingschulden en soortgelijke rechten	172	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Kredietinstellingen	173	1.530.259,00	1.606.772,00	1.687.111,00	1.771.467,00	1.860.040,00
5. Overige schulden	174	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Handelsschulden	175	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Leveranciers	1750	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Te betalen wissels	1751	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	176	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige schulden	178/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IX. Schulden op minder dan 1 jaar	42/48	<u>1.222.115,00</u>	<u>1.283.220,00</u>	<u>1.347.381,00</u>	<u>1.414.750,00</u>	<u>1.485.487,00</u>
A. Schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen	42	495.068,00	519.821,00	545.812,00	573.103,00	601.758,00
B. Financiële schulden/kredietinstellingen	43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Kredietinstellingen	430/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Overige leningen	439	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Handelsschulden	44	473.874,00	497.568,00	522.446,00	548.568,00	575.996,00
1. Leveranciers	440/4	473.874,00	497.568,00	522.446,00	548.568,00	575.996,00
2. Te betalen wissels	441	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Schulden mbt belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	45	253.173,00	265.831,00	279.123,00	293.079,00	307.733,00
1. Belastingen	450/3	126.148,00	132.455,00	139.078,00	146.032,00	153.334,00
2. Bezoldigingen en sociale lasten	454/9	127.025,00	133.376,00	140.045,00	147.047,00	154.399,00
F. Overige Schulden	47/48	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X. Overlopende rekeningen	492/3	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Totaal schulden	17/49	2.752.374,00	2.889.992,00	3.034.492,00	3.186.217,00	3.345.527,00
Totaal Passiva	10/49	5.216.902,74	5.445.679,66	5.718.125,42	6.036.154,73	6.401.781,98

Herwerkte balans

BVBA X

Activa		2008	2009	2010	2011	2012	2013
Uitgebreide Vaste activa							
	Codes						
Oprichtingskosten	20	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Immateriële vaste activa	21	<u>0,00</u>	<u>36.000,00</u>	<u>58.371,90</u>	<u>41.528,92</u>	<u>24.685,94</u>	<u>7.842,96</u>
Goodwill							
Materiële vaste activa	22/27	<u>1.153.562,79</u>	<u>1.420.439,26</u>	<u>2.497.050,63</u>	<u>3.342.820,87</u>	<u>2.577.699,29</u>	<u>1.860.175,06</u>
A. Terreinen & gebouwen	22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	23	346.687,08	462.421,70	400.052,54	389.310,53	255.890,63	161.550,15
C. Meubilair & rollend materieel	24	21.092,62	27.626,02	46.283,80	39.302,90	24.029,79	17.274,61
D. Leasing & soortgelijke rechten	25	785.783,09	930.391,54	2.050.714,29	2.914.207,44	2.297.778,87	1.681.350,30
E. Overige materiële vaste activa	26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiële vaste activa	28	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>
A. Verbonden ondernemingen	280/1	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>	<u>8,74</u>
1 Deelnemingen	280	8,74	8,74	8,74	8,74	8,74	8,74
2 Vorderingen	281	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestaat	282/3	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Deelnemingen	282	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen	283	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële vaste activa	284/8	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Aandelen	284	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen en borgtochten in contanten	285/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vorderingen op meer dan 1 jaar	29	<u>117.155,74</u>	<u>93.228,72</u>	<u>44.101,39</u>	<u>0,00</u>	<u>80.000,00</u>	<u>0,00</u>
A. Handelsvorderingen	290	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige vorderingen	291	117.155,74	93.228,72	44.101,39	0,00	80.000,00	0,00
Totaal Vaste activa	20/28	1.270.727,27	1.549.676,72	2.599.532,66	3.384.358,53	2.682.393,97	1.868.026,76

Beperkte Vlottende activa

			2008	2009	2010	2011	2012	2013
Voorraden en bestellingen in uitvoering		3	<u>340.576,17</u>	<u>330.943,00</u>	<u>531.548,00</u>	<u>486.535,00</u>	<u>443.934,00</u>	<u>538.000,00</u>
A. Voorraden	30/36		<u>268.709,17</u>	<u>247.407,00</u>	<u>394.333,00</u>	<u>396.452,00</u>	<u>342.111,00</u>	<u>389.000,00</u>
1. Grond & hulpstoffen	30/31		268.709,17	247.407,00	394.333,00	396.452,00	342.111,00	389.000,00
2. Goederen in bewerking		32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Gereed product		33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Handelsgoederen		34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Onroerende goederen bestemd voor de verkoop		35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Vooruitbetalingen		36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Bestellingen in uitvoering		37	<u>71.867,00</u>	<u>83.536,00</u>	<u>137.215,00</u>	<u>90.083,00</u>	<u>101.823,00</u>	<u>149.000,00</u>
Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	40/41		<u>1.520.446,61</u>	<u>1.513.752,31</u>	<u>1.633.558,87</u>	<u>1.253.779,10</u>	<u>1.369.909,54</u>	<u>1.513.423,28</u>
A. Handelsvorderingen		40	1.518.590,83	1.467.290,94	1.561.713,82	1.202.956,33	1.252.734,65	1.408.702,27
B. Overige vorderingen		41	1.855,78	46.461,37	71.845,05	50.822,77	117.174,89	104.721,01
Geldbeleggingen	50/53		<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>120.000,00</u>	<u>89.475,36</u>
A. Eigen aandelen		50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige beleggingen	51/53		0,00	0,00	0,00	0,00	120.000,00	89.475,36
Liquide middelen	54/58		<u>355.199,06</u>	<u>598.993,55</u>	<u>574.318,49</u>	<u>941.134,32</u>	<u>658.486,46</u>	<u>977.872,35</u>
Overlopende rekeningen	490/1		<u>0,00</u>	<u>11.516,54</u>	<u>17.700,21</u>	<u>25.456,53</u>	<u>52.859,15</u>	<u>43.173,42</u>
Totaal vlottende activa	29/58		2.216.221,84	2.455.205,40	2.757.125,57	2.706.904,95	2.645.189,15	3.161.944,41
Totaal Activa	20/58		3.486.949,11	4.004.882,12	5.356.658,23	6.091.263,48	5.327.583,12	5.029.971,17

Passiva

Eigen vermogen

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kapitaal	10	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>
A. Geplaatst kapitaal	100	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00
B. Niet-opgevraagd kapitaal	101	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitgiftepremies	11	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Herwaarderingsmeerwaarden	12	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Reserves	13	<u>1.063.875,01</u>	<u>1.005.272,10</u>	<u>933.710,34</u>	<u>1.153.092,61</u>	<u>1.207.792,66</u>	<u>2.274.833,82</u>
1. Wettelijke reserve	130	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00
2. Onbeschikbare reserve	131	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Voor eigen aandelen	1310	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere	1311	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Belastingvrije reserves	132	238.250,01	179.647,10	108.085,34	327.467,61	382.167,66	369.208,82
4. Beschikbare reserves	133	820.000,00	820.000,00	820.000,00	820.000,00	820.000,00	1.900.000,00
Overgedragen resultaat	14	<u>42.637,26</u>	<u>289.720,04</u>	<u>615.189,14</u>	<u>956.933,88</u>	<u>1.058.526,31</u>	<u>70.905,78</u>
Kapitaalsubsidies	15	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>

Totaal Eigen vermogen	10/15	1.162.762,27	1.351.242,14	1.605.149,48	2.166.276,49	2.322.568,97	2.401.989,60
------------------------------	--------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Voorzieningen en uitgestelde belastingen

Voorzieningen voor risico's & kosten	160/5	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
A. Pensioenen & soortgelijke verplichtingen	160	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Belastingen	161	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Grote herstellings en onderhoudswerken	162	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige risico's & kosten	163/5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitgestelde belastingen	168	<u>93.715,82</u>	<u>63.539,90</u>	<u>26.691,17</u>	<u>20.018,38</u>	<u>13.345,59</u>	<u>6.672,80</u>

Totaal voorzieningen en uitgestelde belastingen	16	93.715,82	63.539,90	26.691,17	20.018,38	13.345,59	6.672,80
--	-----------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-----------------

Vreemd vermogen

			2008	2009	2010	2011	2012	2013
Schulden op meer dan 1 jaar	17		589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
A. Financiële schulden	170/4		589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
1. Achtergestelde leningen	170		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Niet-achtergestelde obligatieleningen	171		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Leasingschulden en soortgelijke rechten	172		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Kredietinstellingen	173		589.357,88	855.156,57	1.895.644,03	2.353.681,56	1.848.755,54	1.457.389,45
5. Overige schulden	174		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Handelsschulden	175		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Leveranciers	1750		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Te betalen wissels	1751		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	176		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige schulden	178/9		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Schulden op minder dan 1 jaar	42/48		<u>1.638.239,32</u>	<u>1.734.943,51</u>	<u>1.829.173,55</u>	<u>1.551.287,05</u>	<u>1.142.913,02</u>	<u>1.163.919,32</u>
A. Schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen	42		519.210,21	701.564,30	842.845,86	646.986,16	525.055,77	471.493,75
B. Financiële schulden/kredietinstellingen	43		0,00	0,00	0,00	0,00	30.189,14	0,00
1. Kredietinstellingen	430/8		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Overige leningen	439		0,00	0,00	0,00	0,00	30.189,14	0,00
C. Handelsschulden	44		1.023.221,66	908.048,09	861.669,05	773.935,17	414.667,85	451.308,73
1. Leveranciers	440/4		1.023.221,66	908.048,09	861.669,05	773.935,17	414.667,85	451.308,73
2. Te betalen wissels	441		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	46		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Schulden mbt belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	45		90.407,45	117.687,77	124.322,86	130.365,72	173.000,26	241.116,84
1. Belastingen	450/3		15.122,30	25.019,32	970,45	3.698,80	58.903,18	120.140,76
2. Bezoldigingen en sociale lasten	454/9		75.285,15	92.668,45	123.352,41	126.666,92	114.097,08	120.976,08
F. Overige Schulden	47/48		5.400,00	7.643,35	335,78	0,00	0,00	0,00
Overlopende rekeningen	492/3		<u>2.873,82</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Totaal schulden	17/49		2.230.471,02	2.590.100,08	3.724.817,58	3.904.968,61	2.991.668,56	2.621.308,77
Totaal Passiva	10/49		3.486.949,11	4.004.882,12	5.356.658,23	6.091.263,48	5.327.583,12	5.029.971,17

Herwerkte balans

BVBA X

Activa		2014	2015	2016	2017	2018
Uitgebreide Vaste activa						
	Codes					
Oprichtingskosten	20	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Immateriële vaste activa	21	<u>8.235,00</u>	<u>8.647,00</u>	<u>9.079,00</u>	<u>9.533,00</u>	<u>10.010,00</u>
Goodwill						
Materiële vaste activa	22/27	<u>2.052.241,00</u>	<u>2.154.853,00</u>	<u>2.262.595,00</u>	<u>2.375.725,00</u>	<u>2.494.512,00</u>
A. Terreinen & gebouwen	22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	23	268.685,00	282.119,00	296.225,00	311.036,00	326.588,00
C. Meubilair & rollend materieel	24	18.138,00	19.045,00	19.997,00	20.997,00	22.047,00
D. Leasing & soortgelijke rechten	25	1.765.418,00	1.853.689,00	1.946.373,00	2.043.692,00	2.145.877,00
E. Overige materiële vaste activa	26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiële vaste activa	28	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>
A. Verbonden ondernemingen	280/1	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>	<u>9,00</u>
1 Deelnemingen	280	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
2 Vorderingen	281	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestaat	282/3	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Deelnemingen	282	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen	283	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële vaste activa	284/8	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
1 Aandelen	284	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2 Vorderingen en borgtochten in contanten	285/8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vorderingen op meer dan 1 jaar	29	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
A. Handelsvorderingen	290	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige vorderingen	291	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totaal Vaste activa	20/28	2.060.485,00	2.163.509,00	2.271.683,00	2.385.267,00	2.504.531,00

Beperkte Vlottende activa			2008	2009	2010	2011	2012
Voorraden en bestellingen in uitvoering		3	<u>564.900,00</u>	<u>593.146,00</u>	<u>622.804,00</u>	<u>653.944,00</u>	<u>686.642,00</u>
A. Voorraden	30/36		<u>408.450,00</u>	<u>428.873,00</u>	<u>450.317,00</u>	<u>472.833,00</u>	<u>496.475,00</u>
1. Grond & hulpstoffen	30/31		408.450,00	428.873,00	450.317,00	472.833,00	496.475,00
2. Goederen in bewerking		32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Gereed product		33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Handelsgoederen		34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Onroerende goederen bestemd voor de verkoop		35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Vooruitbetalingen		36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Bestellingen in uitvoering		37	<u>156.450,00</u>	<u>164.273,00</u>	<u>172.487,00</u>	<u>181.111,00</u>	<u>190.167,00</u>
Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	40/41		<u>1.589.094,00</u>	<u>1.668.549,00</u>	<u>1.751.977,00</u>	<u>1.839.575,00</u>	<u>1.931.553,00</u>
A. Handelsvorderingen		40	1.479.137,00	1.553.094,00	1.630.749,00	1.712.286,00	1.797.900,00
B. Overige vorderingen		41	109.957,00	115.455,00	121.228,00	127.289,00	133.653,00
Geldbeleggingen	50/53		<u>93.949,00</u>	<u>98.646,00</u>	<u>103.578,00</u>	<u>108.757,00</u>	<u>114.195,00</u>
A. Eigen aandelen		50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Overige beleggingen	51/53		93.949,00	98.646,00	103.578,00	108.757,00	114.195,00
Liquide middelen	54/58		<u>863.142,74</u>	<u>874.230,66</u>	<u>918.104,42</u>	<u>996.133,73</u>	<u>1.109.758,98</u>
Overlopende rekeningen	490/1		<u>45.332,00</u>	<u>47.599,00</u>	<u>49.979,00</u>	<u>52.478,00</u>	<u>55.102,00</u>
Totaal vlottende activa	29/58		3.156.417,74	3.282.170,66	3.446.442,42	3.650.887,73	3.897.250,98
Totaal Activa	20/58		5.216.902,74	5.445.679,66	5.718.125,42	6.036.154,73	6.401.781,98

Passiva		2008	2009	2010	2011	2012
Eigen vermogen						
Kapitaal	10	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>	<u>56.250,00</u>
A. Geplaatst kapitaal	100	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00	56.250,00
B. Niet-opgevraagd kapitaal	101	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitgiftepremies	11	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Herwaarderingsmeerwaarden	12	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Reserves	13	<u>2.274.833,82</u>	<u>2.274.833,82</u>	<u>2.274.833,82</u>	<u>2.274.833,82</u>	<u>2.274.833,82</u>
1. Wettelijke reserve	130	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00	5.625,00
2. Onbeschikbare reserve	131	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Voor eigen aandelen	1310	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere	1311	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Belastingvrije reserves	132	369.208,82	369.208,82	369.208,82	369.208,82	369.208,82
4. Beschikbare reserves	133	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00	1.900.000,00
Overgedragen resultaat	14	<u>126.438,92</u>	<u>217.247,84</u>	<u>344.825,60</u>	<u>510.743,91</u>	<u>716.655,16</u>
Kapitaalsubsidies	15	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
Totaal Eigen vermogen	10/15	2.457.522,74	2.548.331,66	2.675.909,42	2.841.827,73	3.047.738,98

Vorzieningen en uitgestelde belastingen		2008	2009	2010	2011	2012
Vorzieningen voor risico's & kosten	160/5	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
A. Pensioenen & soortgelijke verplichtingen	160	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Belastingen	161	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Grote herstellingen en onderhoudswerken	162	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige risico's & kosten	163/5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitgestelde belastingen	168	<u>7.006,00</u>	<u>7.356,00</u>	<u>7.724,00</u>	<u>8.110,00</u>	<u>8.516,00</u>
Totaal voorzieningen en uitgestelde belastingen	16	7.006,00	7.356,00	7.724,00	8.110,00	8.516,00

Vreemd vermogen							
			2014	2015	2016	2017	2018
Schulden op meer dan 1 jaar		17	<u>1.530.259,00</u>	<u>1.606.772,00</u>	<u>1.687.111,00</u>	<u>1.771.467,00</u>	<u>1.860.040,00</u>
A. Financiële schulden	170/4		1.530.259,00	1.606.772,00	1.687.111,00	1.771.467,00	1.860.040,00
1. Achtergestelde leningen		170	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Niet-achtergestelde obligatieleningen		171	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Leasingschulden en soortgelijke rechten		172	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Kredietinstellingen		173	1.530.259,00	1.606.772,00	1.687.111,00	1.771.467,00	1.860.040,00
5. Overige schulden		174	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Handelsschulden		175	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Leveranciers		1750	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Te betalen wissels		1751	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		176	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Overige schulden	178/9		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Schulden op minder dan 1 jaar	42/48		<u>1.222.115,00</u>	<u>1.283.220,00</u>	<u>1.347.381,00</u>	<u>1.414.750,00</u>	<u>1.485.487,00</u>
A. Schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen		42	495.068,00	519.821,00	545.812,00	573.103,00	601.758,00
B. Financiële schulden/kredietinstellingen		43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Kredietinstellingen	430/8		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Overige leningen		439	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Handelsschulden		44	473.874,00	497.568,00	522.446,00	548.568,00	575.996,00
1. Leveranciers	440/4		473.874,00	497.568,00	522.446,00	548.568,00	575.996,00
2. Te betalen wissels		441	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Schulden mbt belastingen, bezoldigingen en sociale lasten		45	253.173,00	265.831,00	279.123,00	293.079,00	307.733,00
1. Belastingen	450/3		126.148,00	132.455,00	139.078,00	146.032,00	153.334,00
2. Bezoldigingen en sociale lasten	454/9		127.025,00	133.376,00	140.045,00	147.047,00	154.399,00
F. Overige Schulden	47/48		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Overlopende rekeningen	492/3		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totaal schulden	17/49		2.752.374,00	2.889.992,00	3.034.492,00	3.186.217,00	3.345.527,00
Totaal Passiva	10/49		5.216.902,74	5.445.679,66	5.718.125,42	6.036.154,73	6.401.781,98

Correcties balans

BVBA X

Oprichtingskosten 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Kosten van oprichting en kapitaalverhoging	0,00	0,00	0,00
Kosten bij uitgifte van leningen en disagio	0,00	0,00	0,00
Overige oprichtingskosten	0,00	0,00	0,00
Herstructureringskosten	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	0	0	0

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Immateriële vaste activa 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Kosten van onderzoek en ontwikkeling		0,00	0,00
Concessies, octrooien, licenties, know-how		0,00	0,00
Goodwill		0,00	0,00
Vooruitbetalingen op IVA		0,00	0,00
TOTAAL	7.843	0	-7.843

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Materiële vaste activa 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Terreinen en gebouwen	0,00	0,00	0,00
Installaties, machines en uitrusting	255.890,63	144.218,26	-111.672,38
Meubilair en rollend materieel	17.274,61	19.000,00	1.725,39
Leasing	1.681.350,30	1.681.350,30	0,00
Overige materiële vaste activa	0,00	0,00	0,00
Vaste activa in aanbouw	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	1.954.516	1.844.569	-109.947

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Financieel vast actief 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Verbonden onderemingen	8,74	8,74	0,00
Deelnemingen	8,74	8,74	0,00
Vorderingen	0,00	0,00	0,00
Ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestaat	0,00	0,00	0,00
Deelnemingen	0,00	0,00	0,00
Vorderingen	0,00	0,00	0,00
Andere financiële vaste activa	0,00	0,00	0,00
Aandelen	0,00	0,00	0,00
Vorderingen en borgtochten in contanten	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	9	9	0

Opmerkingen:

.....

Vorderingen op lange termijn 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Handelsvorderingen	0,00	0,00	0,00
Overige vorderingen	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	0	0	0

Opmerkingen:

.....

Voorraaden en bestellingen in uitvoering 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Voorraaden	389.000,00	350.100,00	-38.900,00
Bestellingen in uitvoering	149.000,00	149.000,00	0,00
TOTAAL	538.000	499.100	-38.900

Opmerkingen:

.....

Vorderingen op korte termijn 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Handelsvorderingen	1.408.702,27	1.405.702,27	-3.000,00
Overige vorderingen	104.721,01	104.721,01	0,00
TOTAAL	1.513.423	1.510.423	-3.000

Opmerkingen:

.....

Geldbeleggingen en liq. middelen 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Geldbeleggingen	89.475,36	89.475,36	0,00
Liquide middelen	977.872,35	977.872,35	0,00
TOTAAL	1.067.348	1.067.348	0

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Overlopende rekeningen actief 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Overlopende rekeningen	43.173,42	43.173,42	0,00
TOTAAL	43.173	43.173	0

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Eigen vermogen 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Kapitaal	56.250,00	56.250,00	0,00
Uitgiftepremies	0,00	0,00	0,00
Herwaarderingsmeerwaarden	0,00	0,00	0,00
Wettelijke reserves	5.625,00	5.625,00	0,00
Onbeschikbare reserves	0,00	0,00	0,00
Belastingvrije reserves	369.208,82	369.208,82	0,00
Beschikbare reserves	1.900.000,00	1.900.000,00	0,00
Overgedragen resultaat	70.905,78	70.905,78	0,00
Kapitaalsubsidies	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	2.401.990	2.401.990	0

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Voorzieningen en uitgestelde belastingen 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Voorzieningen	0,00	0,00	0,00
Uitgestelde belastingen	6.672,80	6.672,80	0,00
TOTAAL	6.673	6.673	0

Opmerkingen:

.....

.....

.....

Schulden op meer dan één jaar 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Financiële schulden	1.457.389,45	1.457.389,45	0,00
Handelsschulden	0,00	0,00	0,00
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	0,00	0,00	0,00
Overige schulden	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	1.457.389	1.457.389	0

Opmerkingen:

.....

Schulden op minder dan 1 jaar 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Schulden op meer dan 1 jaar die binnen het jaar vervallen	471.493,75	471.493,75	0,00
Financiële schulden/kredietinstellingen	0,00	0,00	0,00
Handelsschulden	451.308,73	451.308,73	0,00
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen	0,00	0,00	0,00
Schulden mbt belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	241.116,84	241.116,84	0,00
Overige schulden	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	1.163.919	1.163.919	0

Opmerkingen:

.....

Overlopende rekeningen passief 2013	Netto-boekwaarde	Netto bedrijfseconomische waarde	Latente meer- /minderwaarde
Overlopende rekeningen	0,00	0,00	0,00
TOTAAL	0	0	0

Opmerkingen:

.....

Resultatenrekening

BVBA X

	Codes	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bedrijfsopbrengsten	70/74	5.833.752,05	6.328.183,47	8.502.474,39	7.573.667,79	7.213.761,75	7.245.952,10
A. Omzet	70	5.716.881,13	6.169.598,50	8.199.530,86	7.258.058,79	6.938.778,84	7.003.164,11
B. Wijziging in de voorraad goederen in bewerking, gereed product en bestellingen in uitvoering (+)/(-)	71	17.962,00	11.669,00	53.679,00	-47.132,00	11.740,00	47.177,00
C. Geproduceerde vaste activa	72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Andere bedrijfsopbrengsten	74	98.908,92	146.915,97	249.264,53	362.741,00	263.242,91	195.610,99
Bedrijfskosten	60/64	5.494.532,30	6.014.092,15	8.150.209,21	7.198.058,28	6.966.118,72	7.087.101,00
A. Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen	60	3.675.468,16	3.859.725,34	5.343.056,16	4.645.788,76	4.209.300,22	4.270.167,31
Aankopen	600/8	3.734.885,33	3.838.423,17	5.489.982,16	4.647.907,76	4.154.959,22	4.317.056,31
Voorraad: afname (toename)	609	-59.417,17	21.302,17	-146.926,00	-2.119,00	54.341,00	-46.889,00
B. Diensten en diverse goederen	61	519.574,36	545.883,24	642.827,51	745.037,62	840.028,43	974.276,01
C. Bezoldigingen, sociale lasten en pensioenen (+)/(-)	62	576.388,11	723.617,00	1.091.047,69	1.097.712,57	1.103.898,68	1.072.175,09
D. Afschrijving en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	630	663.906,99	843.833,61	937.310,59	681.643,16	780.430,30	749.591,13
E. Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen - Toegevingen (terugnemingen) (+)/(-)	631/4	43.774,82	22.137,00	119.322,95	8.498,11	14.031,54	547,93
F. Voorzieningen voor risico's en kosten - Toevoegingen (bestedingen en terugnemingen) (+)/(-)	635/7	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
G. Andere bedrijfskosten	640/8	15.419,86	18.895,96	16.644,31	19.378,06	18.429,55	20.343,53
H. Als herstructureringskosten geactiveerde bedrijfskosten (-)	649	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bedrijfswinst(verlies) (+)/(-)	9901	339.219,75	314.091,32	352.265,18	375.609,51	247.643,03	158.851,10
Financiële opbrengsten	75	20.583,86	47.479,98	104.993,42	97.779,69	102.570,70	114.324,03
A. Opbrengsten uit financiële vaste activa	750	20.583,86	47.479,98	104.993,42	97.779,69	102.570,70	114.324,03
B. Opbrengsten uit vlottende activa	751	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële opbrengsten	752/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiële kosten	65	104.502,88	106.238,30	117.298,68	155.850,85	198.575,41	152.812,60
A. Kosten van schulden	650	104.502,88	106.238,30	117.298,68	155.850,85	198.575,41	152.812,60
B. Waardeverminderingen op vlottende activa anders dan voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen - Toevoegingen (terugnemingen) (+)/(-)	651	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële kosten	652/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Winst (verlies) uit de gewone bedrijfsuitoefening voor belasting (+)/(-)	9902	255.300,73	255.333,00	339.959,92	317.538,35	151.638,32	120.362,53
Uitzonderlijk Resultaat		98.158,14	-1.617,46	0,00	335.790,93	-1.707,44	-22.587,13
Uitzonderlijke opbrengsten	76	98.158,14	0,00	0,00	340.747,93	0,00	0,00
Uitzonderlijke kosten	66	0,00	1.617,46	0,00	4.957,00	1.707,44	22.587,13
Winst (verlies) van het boekjaar voor belasting (+)/(-)	9903	353.458,87	253.715,54	339.959,92	653.329,28	149.930,88	97.775,40
Uitgestelde belastingen	68/78	-3.188,03	30.175,92	36.848,73	6.672,79	6.672,79	6.672,79
Onttrekkingen aan de uitgestelde belastingen	780	30.175,92	30.175,92	36.848,73	6.672,79	6.672,79	6.672,79
Overboeking naar de uitgestelde belastingen	680	33.363,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belasting op het resultaat	67/77	95.318,76	88.211,59	122.901,31	98.875,06	311,19	25.027,56
Winst (verlies) van het boekjaar	9904	254.952,08	195.679,87	253.907,34	561.127,01	156.292,48	79.420,63
Belastingvrije reserves		-6.191,28	58.602,91	71.561,76	-219.382,27	-54.700,05	12.958,84
Onttrekking aan de belastingvrije reserves	789	58.602,91	58.602,91	71.561,76	12.958,84	12.958,84	12.958,84
Overboeking naar de belastingvrije reserves	689	64.794,19	0,00	0,00	232.341,11	67.658,89	0,00
Te bestemming winst (verlies) van het boekjaar	9905	248.760,80	254.282,78	325.469,10	341.744,74	101.592,43	92.379,47

Resultatenrekening

BVBA X

	Codes	2014	2015	2016	2017	2018
Bedrijfsopbrengsten	70/74	7.566.163,86	7.944.472,55	8.341.696,03	8.758.780,13	9.196.719,93
A. Omzet	70	7.353.322,32	7.720.988,43	8.107.037,85	8.512.389,75	8.938.009,23
B. Wijziging in de voorraad goederen in bewerking, gereed product en bestellingen in uitvoering (+)/(-)	71	7.450,00	7.823,00	8.214,00	8.624,00	9.056,00
C. Geproduceerde vaste activa	72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D. Andere bedrijfsopbrengsten	74	205.391,54	215.661,12	226.444,17	237.766,38	249.654,70
Bedrijfskosten	60/64	7.427.545,92	7.755.591,36	8.100.398,92	8.462.803,15	8.843.680,47
A. Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen	60	4.513.459,13	4.739.131,58	4.976.088,31	5.224.892,93	5.486.137,37
Aankopen	600/8	4.532.909,13	4.759.554,58	4.997.532,31	5.247.408,93	5.509.779,37
Voorraad: afname (toename)	609	-19.450,00	-20.423,00	-21.444,00	-22.516,00	-23.642,00
B. Diensten en diverse goederen	61	1.022.989,81	1.074.139,30	1.127.846,27	1.184.238,58	1.243.450,51
C. Bezoldigingen, sociale lasten en pensioenen (+)/(-)	62	1.125.783,84	1.182.073,04	1.241.176,69	1.303.235,52	1.368.397,30
D. Afschrijving en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	630	743.377,11	737.214,60	731.103,18	725.042,42	719.031,91
E. Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen - Toegevingen (terugnemingen) (+)/(-)	631/4	575,33	604,09	634,30	666,01	699,31
F. Voorzieningen voor risico's en kosten - Toevoegingen (bestedingen en terugnemingen) (+)/(-)	635/7	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
G. Andere bedrijfskosten	640/8	21.360,71	22.428,74	23.550,18	24.727,69	25.964,07
H. Als herstructureringskosten geactiveerde bedrijfskosten (-)	649	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bedrijfswinst(verlies) (+)/(-)	9901	138.617,93	188.881,19	241.297,10	295.976,98	353.039,46
Financiële opbrengsten	75	120.040,23	126.042,24	132.344,36	138.961,57	145.909,65
A. Opbrengsten uit financiële vaste activa	750	120.040,23	126.042,24	132.344,36	138.961,57	145.909,65
B. Opbrengsten uit vlottende activa	751	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële opbrengsten	752/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiële kosten	65	160.453,23	168.475,89	176.899,69	185.744,67	195.031,90
A. Kosten van schulden	650	160.453,23	168.475,89	176.899,69	185.744,67	195.031,90
B. Waardeverminderingen op vlottende activa anders dan voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen - Toevoegingen (terugnemingen) (+)/(-)	651	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Andere financiële kosten	652/9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Winst (verlies) uit de gewone bedrijfsuitoefening voor belasting (+)/(-)	9902	98.204,93	146.447,54	196.741,77	249.193,88	303.917,21
Uitzonderlijk Resultaat		-23.716,49	-24.902,31	-26.147,43	-27.454,80	-28.827,54
Uitzonderlijke opbrengsten	76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitzonderlijke kosten	66	23.716,49	24.902,31	26.147,43	27.454,80	28.827,54
Winst (verlies) van het boekjaar voor belasting (+)/(-)	9903	74.488,45	121.545,23	170.594,35	221.739,08	275.089,67
Uitgestelde belastingen	68/78	-333,20	-350,00	-368,00	-386,00	-406,00
Onttrekkingen aan de uitgestelde belastingen	780	-333,20	-350,00	-368,00	-386,00	-406,00
Overboeking naar de uitgestelde belastingen	680	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belasting op het resultaat	67/77	18.622,11	30.386,31	42.648,59	55.434,77	68.772,42
Winst (verlies) van het boekjaar	9904	55.533,14	90.808,92	127.577,76	165.918,31	205.911,25
Belastingvrije reserves		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Onttrekking aan de belastingvrije reserves	789	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Overboeking naar de belastingvrije reserves	689	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Te bestemming winst (verlies) van het boekjaar	9905	55.533,14	90.808,92	127.577,76	165.918,31	205.911,25

Herwerkte resultatenrekening

BVBA X

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	6.169.598,50	8.199.530,86	7.258.058,79	6.938.778,84	7.003.164,11	7.353.322,32	7.720.988,43	8.107.037,85	8.512.389,75	8.938.009,23
+ Andere bedrijfsopbrengsten	146.915,97	249.264,53	362.741,00	263.242,91	195.610,99	205.391,54	215.661,12	226.444,17	237.766,38	249.654,70
+ Resultaat uit verkoop vaste activa										
- Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen	3.859.725,34	5.343.056,16	4.645.788,76	4.209.300,22	4.270.167,31	4.513.459,13	4.739.131,58	4.976.088,31	5.224.892,93	5.486.137,37
- Diensten en diverse goederen	545.883,24	642.827,51	745.037,62	840.028,43	974.276,01	1.022.989,81	1.074.139,30	1.127.846,27	1.184.238,58	1.243.450,51
+ Wijziging in de voorraad goederen in bewerking, gereed product en bestellingen in uitvoering (+)/(-)	11.669,00	53.679,00	-47.132,00	11.740,00	47.177,00	7.450,00	7.823,00	8.214,00	8.624,00	9.056,00
<u>Correcties:</u>										
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Bruto toegevoegde waarde	1.922.574,89	2.516.590,72	2.182.841,41	2.164.433,10	2.001.508,78	2.029.714,92	2.131.201,66	2.237.761,45	2.349.648,62	2.467.132,05
- Personeels- en andere bedrijfskosten	742.512,96	1.107.692,00	1.117.090,63	1.122.328,23	1.092.518,62	1.147.144,55	1.204.501,78	1.264.726,87	1.327.963,21	1.394.361,37
+ Bezoldigingen, sociale lasten en pensioenen	723.617,00	1.091.047,69	1.097.712,57	1.103.898,68	1.072.175,09	1.125.783,84	1.182.073,04	1.241.176,69	1.303.235,52	1.368.397,30
+ Andere bedrijfskosten	18.895,96	16.644,31	19.378,06	18.429,55	20.343,53	21.360,71	22.428,74	23.550,18	24.727,69	25.964,07
+ Overige financiële kosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Overige financiële opbrengsten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Correcties:</u>										
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= EBITDA	1.180.061,93	1.408.898,72	1.065.750,78	1.042.104,87	908.990,16	882.570,37	926.699,89	973.034,58	1.021.685,41	1.072.770,68
- Bedrijfs-niet-kaskosten	867.588,07	1.056.633,54	354.350,34	796.169,28	772.726,19	767.668,92	762.721,00	757.884,90	753.163,23	748.558,76
- Afschrijvingen, waardeverminderingen	865.970,61	1.056.633,54	690.141,27	794.461,84	750.139,06	743.952,44	737.818,69	731.737,48	725.708,43	719.731,22
- Voorzieningen voor risico's en kosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Uitzonderlijke opbrengsten	0,00	0,00	340.747,93	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Uitzonderlijke kosten	1.617,46	0,00	4.957,00	1.707,44	22.587,13	23.716,49	24.902,31	26.147,43	27.454,80	28.827,54
<u>Correcties:</u>										
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= EBIT	312.473,86	352.265,18	711.400,44	245.935,59	136.263,97	114.901,45	163.978,88	215.149,68	268.522,18	324.211,92

Financieel resultaat uit financiering	-58.758,32	-12.305,26	-58.071,16	-96.004,71	-38.488,57	-40.413,00	-42.433,65	-44.555,33	-46.783,10	-49.122,25
Ontvangen interesten	47.479,98	104.993,42	97.779,69	102.570,70	114.324,03	120.040,23	126.042,24	132.344,36	138.961,57	145.909,65
Betaalde interesten	106.238,30	117.298,68	155.850,85	198.575,41	152.812,60	160.453,23	168.475,89	176.899,69	185.744,67	195.031,90
Uitzonderlijk resultaat	-1.617,46	0,00	335.790,93	-1.707,44	-22.587,13	-23.716,49	-24.902,31	-26.147,43	-27.454,80	-28.827,54
Uitzonderlijke opbrengsten	0,00	0,00	340.747,93	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitzonderlijke kosten	1.617,46	0,00	4.957,00	1.707,44	22.587,13	23.716,49	24.902,31	26.147,43	27.454,80	28.827,54
<u>Correcties:</u>										
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Resultaat van het boekjaar vóór belastingen	252.098,08	339.959,92	989.120,21	148.223,44	75.188,27	50.771,96	96.642,92	144.446,92	194.284,28	246.262,13
Onttrekking aan de uitgestelde belastingen	30.175,92	36.848,73	6.672,79	6.672,79	6.672,79	-333,20	-350,00	-368,00	-386,00	-406,00
Overboeking naar de uitgestelde belastingen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belastingen op het resultaat	88.211,59	122.901,31	98.875,06	311,19	25.027,56	18.622,11	30.386,31	42.648,59	55.434,77	68.772,42
<u>Correctie belastingen:</u>										
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
.....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gecorrigeerde belastingen op het resultaat:	88.211,59	122.901,31	98.875,06	311,19	25.027,56	18.622,11	30.386,31	42.648,59	55.434,77	68.772,42
Resultaat na belastingen	163.886,49	217.058,61	890.245,15	147.912,25	50.160,71	32.149,85	66.256,61	101.798,33	138.849,51	177.489,72

FINANCIËLE ANALYSE

Financiële analyse

BVBA X

	2009	2010	2011	2012	2013
Liquiditeit					
Current ratio	1,42	1,51	1,74	2,31	2,72
Quick ratio	1,22	1,21	1,41	1,88	2,22
Netto bedrijfskapitaalbehoefte	121.268,34	353.633,53	214.483,58	753.978,81	930.677,38
<i>als % van de omzet</i>	2,12%	1,97%	1,48%	1,67%	1,75%

Solvabiliteit					
Algemene schuldgraad	65%	70%	64%	56%	52%
Financiële onafhankelijkheid	34%	30%	36%	44%	48%
LT-schuldgraad	40%	54%	52%	44%	38%
Zelffinancieringsgraad	32%	29%	35%	43%	47%
Dekking VVLT door cashflow	39%	34%	40%	31%	30%
Aantal jaren nodig om VVLT volledig af te lossen met CF	1 jaar	1 jaar	2 jaar	2 jaar	2 jaar

Rentabiliteit					
Brutomarge	2.309.873	2.856.475	2.612.270	2.729.479	2.732.997
Brutomarge - verandering	7%	24%	-9%	4%	0%
EBITDA-marge	19%	17%	15%	15%	13%
EBIT-marge	5%	4%	10%	4%	2%
Brutorendabiliteit totale activa vóór belastingen	29%	26%	17%	20%	18%
Nettorendabiliteit totale activa vóór belastingen	8%	7%	12%	5%	3%
Brutorendabiliteit bedrijfsactiva vóór belastingen	36%	30%	21%	23%	23%
Nettorendabiliteit bedrijfsactiva vóór belastingen	9%	7%	7%	6%	4%
Rendement op eigen vermogen (ROE)	12%	14%	41%	6%	2%
Return On Capital Employed (ROCE) of (ROIC)	6%	5%	15%	6%	3%
Winst per aandeel	87	113	249	69	35
Cashflow per aandeel	458	573	702	419	356
Winstmarge	3%	3%	12%	2%	1%
Gemiddeld belastingtarief	35%	36%	15%	0%	26%

Toegevoegde waarde ratio's					
Bruto toegevoegde waardemarge	30%	30%	29%	30%	28%
Bruto toegevoegde waarde per werknemer	101.188,15	89.878,24	77.958,62	77.301,18	74.129,95

Financiële ratio's					
Winstgroei	-96.875,48	53.172,12	673.186,54	-742.332,90	-97.751,54
Winstgroei (%)	-37%	32%	310%	-83%	-66%
Winst per aandeel	86,97	112,85	249,39	69,46	35,30
Winstgroei per aandeel (%)	-23%	30%	121%	-72%	-49%

WACC

BVBA X

Kost eigen vermogen

Bèta	1,18
Risicovrije rentevoet (OLO 10 J)	0,43%
Marktrente	2,21%
Illiquiditeitspremie	2,50%
Extra toeslag: kleine onderneming	1,50%
Risicopremie	5,78%

$$\text{Kost EV} = 0,43\% + 1,18 \times 5,78\% = 7,25\%$$

Kost vreemd vermogen

Betaalde interesten	152.813
Openstaande financiële schulden	1.928.883
Gemiddelde interestvoet	7,92%
Gemiddeld belastingtarief - stel	25%

Kapitaalkost VV na belastingen	5,94%
---------------------------------------	--------------

Verhouding EV/VV

Huidige marktwaarde eigen vermogen	
Substantiële waarde	2.296.578

Huidige verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen

Substantiële waarde	2.296.578	54,35%
Openstaande financiële schulden	1.928.883	45,65%
Totaal vermogen	4.225.461	100%

Normale verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen

Eigen vermogen	54%
Openstaande financiële schulden	46%
Totaal vermogen	100%

Berekening WACC

WACC =	54%	x	7,25%	+	45,65%	x	5,94%
	% EV/TV		kost EV		%VV/TV		kost VV na belastingen

WACC =	6,65%
---------------	--------------

Sensitiviteitsanalyse van de WACC aan de hand bèta, risicopremie, verhouding eigen vermogen tov totaal vermogen en verhouding vreemd vermogen tov totaal vermogen

Beta & risicopremie

Beta:	1,18
Risicopremie:	5,78%

		Beta						
		1,03	1,08	1,13	1,18	1,23	1,28	1,33
Risicopremie	5,03%	5,76%	5,90%	6,04%	6,17%	6,31%	6,45%	6,58%
	5,28%	5,90%	6,05%	6,19%	6,33%	6,48%	6,62%	6,76%
	5,53%	6,04%	6,19%	6,34%	6,49%	6,64%	6,79%	6,94%
	5,78%	6,18%	6,34%	6,50%	6,65%	6,81%	6,97%	7,12%
	6,03%	6,32%	6,49%	6,65%	6,81%	6,98%	7,14%	7,30%
	6,28%	6,46%	6,63%	6,80%	6,97%	7,14%	7,32%	7,49%
	6,53%	6,60%	6,78%	6,96%	7,13%	7,31%	7,49%	7,67%

Verhouding EV aan marktwaarde/totaal vermogen

Eigen vermogen in %	54%
Openstaande financiële schulden in %	46%
	100%

		Openstaande financiële schulden in verhouding met totaal vermogen						
		61%	56%	51%	46%	41%	36%	31%
Eigen vermogen in verhouding met totaal vermogen	39%	6,45%	6,16%	5,86%	5,56%	5,26%	4,97%	4,67%
	44%	6,81%	6,52%	6,22%	5,92%	5,63%	5,33%	5,03%
	49%	7,18%	6,88%	6,58%	6,29%	5,99%	5,69%	5,39%
	54%	7,54%	7,24%	6,95%	6,65%	6,35%	6,05%	5,76%
	59%	7,90%	7,61%	7,31%	7,01%	6,71%	6,42%	6,12%
	64%	8,26%	7,97%	7,67%	7,37%	7,08%	6,78%	6,48%
	69%	8,63%	8,33%	8,03%	7,74%	7,44%	7,14%	6,84%

Liquidatiewaarde

BVBA X

Een mogelijke berekening voor de liquidatiewaarde is:

Actief	Balanswaarde	Opbrengst%	Opbrengst
Vaste activa	1.868.026,76	75%	1.401.020,07
Voorraden	538.000,00	60%	322.800,00
Debiteuren	1.513.423,28	90%	1.362.080,95
Liquide middelen	1.067.347,71	100%	1.067.347,71
- Totaal vreemd vermogen			2.621.308,77
- Liquidatiekosten en overige (notaris, bedrijfsrevisor, ...)			10.000,00
- Liquidatiebelasting (25%) op :			
Eigen vermogen excl. kapitaal excl. liquidatiekosten	2.335.739,60	25%	583.934,90
Liquidatiewaarde			938.005,06

Gemiddeld bedrijfseconomisch resultaat

BVBA X

Boekjaar		Normaal bedrijfseconomisch resultaat	Wegings-coëfficiënt	Gewogen bedrijfsec. Resultaat
2013	X-1	50.160,71	0,3	15.048,21
2012	X-2	147.912,25	0,25	36.978,06
2011	X-3	890.245,15	0,2	178.049,03
2010	X-4	217.058,61	0,15	32.558,79
2009	X-5	163.886,49	0,1	16.388,65
Totaal		1.469.263,21	1	279.022,75

Uitgebreide cash flow

BVBA X

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bedrijfseconomisch resultaat na belastingen		163.886,49	217.058,61	890.245,15	147.912,25	50.160,71	32.149,85	66.256,61	101.798,33	138.849,51	177.489,72
+ Niet kaskosten		865.970,61	1.073.277,85	690.141,27	794.461,84	750.139,06	743.952,44	737.818,69	731.737,48	725.708,43	719.731,22
Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op IVA en MVA	63	843.833,61	937.310,59	681.643,16	780.430,30	749.591,13	743.377,11	737.214,60	731.103,18	725.042,42	719.031,91
Waardeverminderingen op voorraden, BIU en vorderingen	63	22.137,00	119.322,95	8.498,11	14.031,54	547,93	575,33	604,09	634,30	666,01	699,31
Waardeverminderingen op vlottende activa	65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-	-	-
Voorzieningen voor risico's en kosten	63	0,00	16.644,31	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omrekening vreemde valuta	65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omrekening vreemde valuta	75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitaal en interestsubsidies resultaat	75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Terugname afschr. & waardeverm. op (I)MVA	76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Terugname waardevermindering op FVA	76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Terugname voorziening uitzonderlijke kosten	76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitz. afschr. & waardeverm. op MVA	66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Waardevermindering op FVA	66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voorziening uitzonderlijke kosten	66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Overboeking / Onttrekking uitgestelde belast.		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Uitgebreide cash flow		1.029.857,10	1.290.336,46	1.580.386,42	942.374,09	800.299,77	776.102,28	804.075,31	833.535,81	864.557,95	897.220,94

Berekening gemiddelde belastingvoet

BVBA X

info: De belastingvoet wordt berekend aan de hand van gegevens uit de resultatenrekening.
Deze belastingvoet wordt gebruikt voor het gehele document.

Berekening van de gemiddelde taxatievoet	
X-5	34,77%
X-4	36,15%
X-3	15,13%
X-2	0,21%
X-1	25,60%

	2009	2010	2011	2012	2013	Som wegingsfactoren
Wegingsfactor gem. taxatievoet	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	100,00%

Gemiddelde taxatievoet de voorbije 5 jaren	19,66%
--	---------------

WAARDERINGSMETHODEN

Overzicht waarderingmethoden

BVBA X

Algemene formule	Wegingsfactor	Gewogen gemiddelde
------------------	---------------	--------------------

Vermogensgerichte benadering

Eigen Vermogenswaarde	2.401.989,60	2	4.803.979,20
Substantiële waarde (excl. Goodwill)	2.296.578,27	2	4.593.156,53

Inkomensgerichte benadering

Rendementswaarde			
Algemene methode (beperkte tijdsduur)	2.456.556,01	2	4.913.112,02
Zuivere methode (onbeperkte tijdsduur)	3.208.110,96	1	3.208.110,96
EBITDA-waarde	2.497.803,73	2	4.995.607,46
Kasstroommethode (DCF)	3.223.156,61	2	6.446.313,22
EVA-methode	2.949.436,54	2	5.898.873,09

Hybride methodes

Standaardmethode	2.990.384,93	2	5.980.769,85
Goodwillmethode	2.940.248,66	2	5.880.497,33
Overwinstmethode	2.336.863,69	2	4.673.727,38

Marktgerichte benadering

Standaardratio's	2.751.321,37	2	5.502.642,75
------------------	--------------	---	--------------

Alternatieve methodes

Alternatieve waarderingmethodes	2.685.225,09	5	13.426.125,44
---------------------------------	--------------	---	---------------

Totaal:		26	70.322.915
---------	--	----	------------

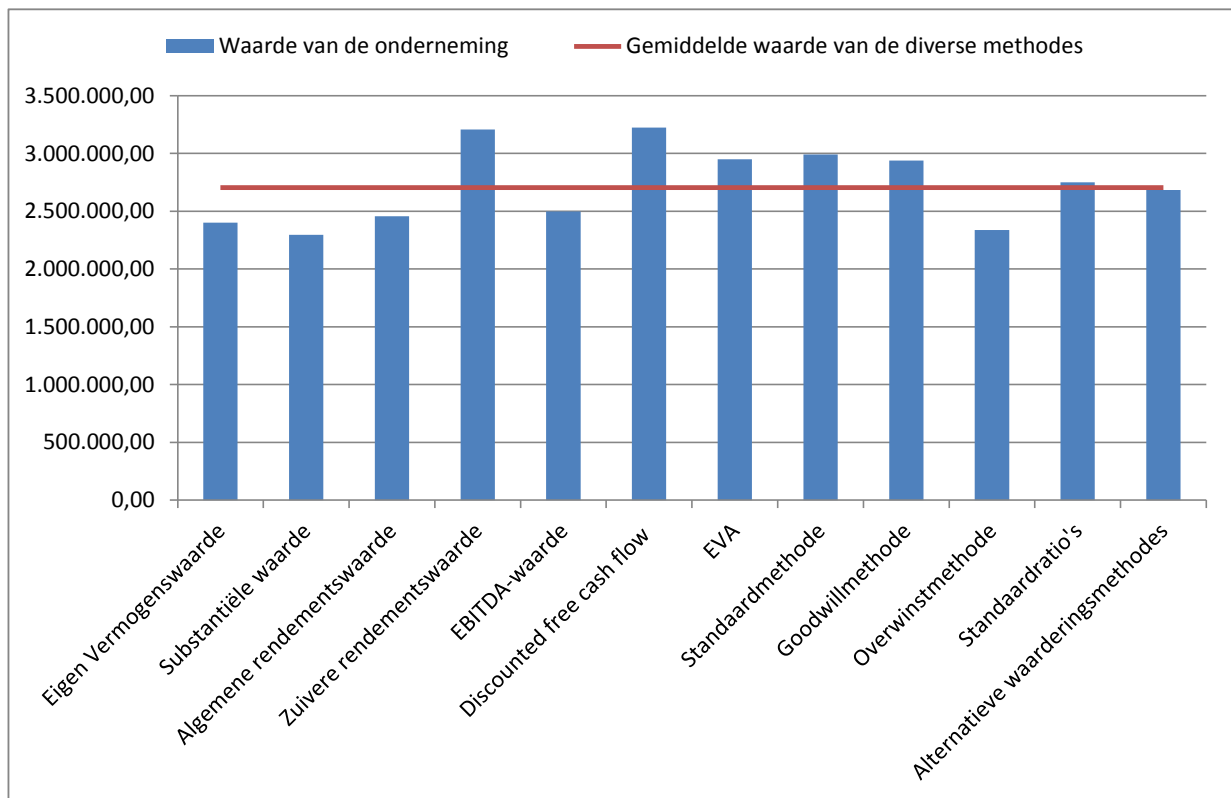
Gemiddelde indicatieve waarde

70.322.915,23

26

€ 2.704.727,51

Onderstaande grafiek geeft een overzicht weer van de verschillende waarden bij de diverse methodes:



Eigen vermogenswaarde en substantiële waarde

BVBA X

	Bruto	Belasting- effect	Netto
* Kapitaal	56.250,00	0,00	56.250,00
* Uitgiftepremie	0,00	0,00	0,00
* Reserves	2.274.833,82	0,00	2.274.833,82
* Overgedragen resultaat	70.905,78	0,00	70.905,78
* Kapitaalsubsidies	0,00	0,00	0,00
Eigen vermogenswaarde	2.401.989,60		2.401.989,60

Vaste activa			
* Minderwaarde op oprichtingskosten	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden op immateriële vaste activa	-7.842,96	2.665,82	-5.177,14
* Meer/minderwaarden op materiële vaste activa	-109.946,99	37.370,98	-72.576,00
A. Terreinen & gebouwen	0,00	0,00	0,00
B. Installaties, Machines & uitrusting	-111.672,38	37.957,44	-73.714,93
C. Meubilair & rollend materieel	1.725,39	-586,46	1.138,93
D. leasing & soortgelijke rechten	0,00	0,00	0,00
E. Overige materiële vaste activa	0,00	0,00	0,00
F. Activa in aanbouw en vooruitbetalingen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden op financiële vaste activa	0,00	0,00	0,00

Vlottende activa			
* Meer/minderwaarden vorderingen op meer dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden voorraden en bestellingen in uitvoering	-38.900,00	13.222,11	-25.677,89
* Meer/minderwaarden vorderingen op ten hoogste 1 jaar	-3.000,00	1.019,70	-1.980,30
* Meer/minderwaarden geldbeleggingen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden liquide middelen	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden overlopende rekeningen	0,00	0,00	0,00

Eigen vermogen			
* Meer/minderwaarden eigen vermogen	0,00	0,00	0,00

Voorzieningen en uitgestelde belastingen			
* Meer/minderwaarden voorzieningen en uitgestelde belastingen	0,00	0,00	0,00

Vreemd vermogen			
* Meer/minderwaarden schulden op meer dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden schulden op minder dan 1 jaar	0,00	0,00	0,00
* Meer/minderwaarden overlopende rekeningen	0,00	0,00	0,00

Latente meer- / minderwaarden	-159.689,95	54.278,61	-105.411,33
--------------------------------------	--------------------	------------------	--------------------

Gecorrigeerde substantiële waarde zonder goodwill	2.242.299,66	54.278,61	2.296.578,27
--	---------------------	------------------	---------------------

Latente belastingvoet andere activa	33,99%
Latente belastingvoet onroerende goederen	17,00%
Latente belastingvoet financiële vaste activa	0,00%

Algemene rendementswaarde

BVBA X

RW = rendementswaarde	
W = normale winstcapaciteit	232.778,80
i = kapitalisatievoet	7,26%
n = duurtijd	5
SW = Substantiële waarde	2.296.578,27
Overtollige middelen	0
an = actualisatie	4,0723
an+1	0,6569

$$= \frac{W}{i} \times \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{1+i} + \frac{SW}{(1+i)^n}$$

$$= \frac{232.778,80}{0,0726} \times \frac{1 - \frac{1}{(1,0723)^5}}{1,0723} + \frac{2.296.578,27}{(1,0723)^5}$$

$$= 947.933,75 + 1.508.622,26$$

Algemene rendementsformule

2.456.556,01

Interpretatie formule:

Algemene rendementswaarde =

verdiscontering toekomstige winsten over periode van 5 jaar met rendement van 7,26% + actualisatie van liquidatiewaarde na 6 jaar obv rendement van 7,26%

RW = rendementswaarde	
W = normale winstcapaciteit	232.778,80
i = kapitalisatievoet	7,26%

$$\frac{W}{i} = \frac{232.778,80}{7,26\%}$$

Oneindige rendementsformule

3.208.110,96

Deze oneindige rendementsformule krijgt een lagere wegingsfactor in het schema van de waardebepaling, overwegende dat het onrealistisch is om uit te gaan van een oneindige duurtijd.

Gewogen gemiddelde rendementswaarde

2.832.333,49

EBITDA

BVBA X

	2014	2015	2016	2017	2018
Winst (verlies) van het boekjaar, voor belastingen	74.488,45	121.545,23	170.594,35	221.739,08	275.089,67
- Opbrengsten uit financiële vaste activa	120.040,23	126.042,24	132.344,36	138.961,57	145.909,65
- Opbrengsten uit vlottende activa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Andere financiële opbrengsten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Kosten van schulden	160.453,23	168.475,89	176.899,69	185.744,67	195.031,90
+ Waardeverminderingen op vlottende activa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Andere financiële kosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= EBIT	114.901,45	163.978,88	215.149,68	268.522,18	324.211,92
+ Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	743.377,11	737.214,60	731.103,18	725.042,42	719.031,91
+/- Waardeverminderingen op voorraden , op bestellingen in uitvoering en op handelsvorderingen	575,33	604,09	634,30	666,01	699,31
+ Uitzonderlijke afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa	23.716,49	24.902,31	26.147,43	27.454,80	28.827,54
- Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= EBITDA	882.570,37	926.699,89	973.034,58	1.021.685,41	1.072.770,68

	2014	2015	2016	2017	2018	Totaal
EBITDA	882.570,37	926.699,89	973.034,58	1.021.685,41	1.072.770,68	4.876.760,93
Wegingscoëfficiënt	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	1
Gewogen EBITDA	88.257,04	139.004,98	194.606,92	255.421,35	321.831,20	999.121,49

Multiple	2,5
----------	-----

Berekening waarde per aandeel

EBITDA-methode	= 999121,49 * 2,5	
Waarde van de onderneming	2.497.803,73	
- Financiële schulden op LT	1.457.389,45	
- Financiële schulden op KT	471.493,75	
+ Liquide middelen	977.872,35	
+ Geldbeleggingen	89.475,36	
Marktwaarde eigen vermogen incl. derden		1.636.268,24
- Minderheidsbelangen		0,00
Marktwaarde eigen vermogen		1.636.268,24
: aantal uitstaande aandelen		2250
Waarde per aandeel	727,23	

Kasstromentabel + Discounted free cash flow

ANGEL CAPITAL

Bedrijfsactiviteiten	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto resultaat van het boekjaar	195679,87	253907,34	561127,01	156292,48	79420,63	55533,14	90808,92	127577,76	165918,31	205911,25
+ Niet-Kaskosten										
Afschrijvingen , waardeverminderingen en voorzieningen	843833,61	937310,59	681643,16	780430,30	749591,13	743377,11	737214,60	731103,18	725042,42	719031,91
- Niet-Kasopbrengsten										
Onttrekking/overboeking aan uitgestelde belastingen	30175,92	36848,73	6672,79	6672,79	6672,79	-333,20	-350,00	-368,00	-386,00	-406,00
Kapitaal- en interestsubsidies in resultaat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Betaalde interesten en kosten van schulden	106238,30	117298,68	155850,85	198575,41	152812,60	160453,23	168475,89	176899,69	185744,67	195031,90
Kasstroom uit activiteiten vóór wijz. bkb	1115575,86	1271667,88	1391948,23	1128625,40	975151,57	959696,67	996849,42	1035948,63	1077091,40	1120381,06
Variatie bedrijfsactiva										
Vorraden	9633,17	-200605,00	45013,00	42601,00	-94066,00	-26900,00	-28246,00	-29658,00	-31140,00	-32698,00
Vorderingen op ten hoogste 1 jaar	6694,30	-119806,56	379779,77	-116130,44	-143513,74	-75670,72	-79455,00	-83428,00	-87598,00	-91978,00
Vorderingen op meer dan 1 jaar	23927,02	49127,33	44101,39	-80000,00	80000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Geldbeleggingen	0,00	0,00	0,00	-120000,00	30524,64	-4473,64	-4697,00	-4932,00	-5179,00	-5438,00
Overlopende rekeningen actief	-11516,54	-6183,67	-7756,32	-27402,62	9685,73	-2158,58	-2267,00	-2380,00	-2499,00	-2624,00
Variatie bedrijfspassiva										
Handelsschulden op ten hoogste 1 jaar	-115173,57	-46379,04	-87733,88	-359267,32	36640,88	22565,27	23694,00	24878,00	26122,00	27428,00
Ontvangen vooruitbetalingen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	27280,32	6635,09	6042,86	42634,54	68116,58	12056,16	12658,00	13292,00	13956,00	14654,00
Overige schulden	2243,35	-7307,57	-335,78	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Overlopende rekeningen passief	-2873,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kasstroom uit activiteiten na wijz. bkb	1055790,09	947148,46	1771059,27	511060,56	962539,66	885115,16	918536,42	953720,63	990753,40	1029725,06

Investeringsactiviteiten

Verwerving activa											
Boekwaarde oprichtingskosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Boekwaarde immateriële vaste activa	-36000,00	-22371,90	16842,98	16842,98	16842,98	-392,04	-412,00	-432,00	-454,00	-477,00	
Boekwaarde materiële vaste activa	-266876,47	-1076611,37	-845770,24	765121,58	717524,23	-192065,94	-102612,00	-107742,00	-113130,00	-118787,00	
Afschrijvingen op oprichtingskosten, IMVA, MVA	-843833,61	-937310,59	-681643,16	-780430,30	-749591,13	-743377,11	-737214,60	-731103,18	-725042,42	-719031,91	
Boekwaarde financiële vaste activa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,26	0,00	0,00	0,00	0,00	
Waardeverminderingen fin. vaste activa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Verkoop activa											
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-1146710,08	-2036293,86	-1510570,42	1534,26	-15223,92	-935835,35	-840238,60	-839277,18	-838626,42	-838295,91	

Vrije kasstroom

Vrije kasstroom	-90919,99	-1089145,40	260488,85	512594,82	947315,74	-50720,18	78297,82	114443,45	152126,98	191429,16	
------------------------	------------------	--------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-----------------	------------------	------------------	------------------	--

Financieringsactiviteiten

Daling/Stijging financiële schulden op lange termijn	265798,69	1040487,46	458037,53	-504926,02	-391366,09	72869,55	76513,00	80339,00	84356,00	88573,00	
Daling/Stijging financiële schulden op korte termijn	182354,09	141281,56	-195859,70	-91741,25	-83751,16	23574,25	24753,00	25991,00	27291,00	28655,00	
Kapitaalverhoging/verlaging	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Uitgekeerde dividenden	-7200,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Uitgekeerde tantièmes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Ingekochte eigen aandelen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Betaalde interesten en kosten van schulden	-106238,30	-117298,68	-155850,85	-198575,41	-152812,60	-160453,23	-168475,89	-176899,69	-185744,67	-195031,90	
Andere											
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	334714,48	1064470,34	106326,98	-795242,68	-627929,85	-64009,43	-67209,89	-70569,69	-74097,67	-77803,90	

Totale kasstroom

Totale kasstroom	243794,49	-24675,06	366815,83	-282647,86	319385,89	-114729,61	11087,92	43873,76	78029,31	113625,25	
-------------------------	------------------	------------------	------------------	-------------------	------------------	-------------------	-----------------	-----------------	-----------------	------------------	--

Liquide middelen begin boekjaar	355199,06	598993,55	574318,49	941134,32	658486,46	977872,35	863142,74	874230,66	918104,42	996133,73
Totale kasstroom	243794,49	-24675,06	366815,83	-282647,86	319385,89	-114729,61	11087,92	43873,76	78029,31	113625,25
Liquide middelen einde boekjaar	598993,55	574318,49	941134,32	658486,46	977872,35	863142,74	874230,66	918104,42	996133,73	1109758,98

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Restwaarde
Vrije cashflow	-90.920	-1.089.145	260.489	512.595	947.316	-50.720	78.298	114.443	152.127	191.429	4.196.371
Huidige waarde vrije cashflow	-90.920	-1.089.145	260.489	512.595	947.316	-47.556	68.834	94.335	117.575	138.721	2.851.248

WACC 6,65%

Berekening waarde per aandeel

huidige waarde vrije cash flow prognoseperiode	371.908,23	
huidige waarde perpetuele cashflow	2.851.248,38	
Waarde van de onderneming		3.223.156,61
- Financiële schulden op LT	1.457.389,45	
- Financiële schulden op KT	471.493,75	
+ Liquide middelen	977.872,35	
+ Geldbeleggingen	89.475,36	
Marktwaarde eigen vermogen incl. derden		2.361.621,12
- Minderheidsbelangen		0,00
Marktwaarde eigen vermogen		2.361.621,12
: aantal uitstaande aandelen		2250
Waarde per aandeel		1.049,61

Sensitiviteitsanalyse

Waarde van de onderneming in functie van oneindige groei & WACC

WACC: 6,65%
Oneindige groei: 2,00%

Oneindige groei

	WACC						
	5,90%	6,15%	6,40%	6,65%	6,90%	7,15%	7,40%
1,25%	3.338.077	3.144.195	2.969.435	2.811.134	2.667.103	2.535.523	2.414.872
1,50%	3.513.692	3.300.043	3.108.506	2.935.856	2.779.464	2.637.168	2.507.171
1,75%	3.710.466	3.473.600	3.262.531	3.073.304	2.902.734	2.748.225	2.607.639
2,00%	3.932.467	3.668.067	3.434.058	3.225.532	3.038.583	2.870.064	2.717.409
2,25%	4.184.880	3.887.467	3.626.252	3.395.059	3.189.040	3.004.335	2.837.836
2,50%	4.474.412	4.136.921	3.843.086	3.585.011	3.356.593	3.153.045	2.970.552
2,75%	4.809.901	4.423.059	4.089.623	3.799.315	3.544.334	3.318.653	3.117.539

Economic value added

BVBA X

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	perpetuïteit
EBIT	312.474	352.265	711.400	245.936	136.264	114.901	163.979	215.150	268.522	324.212	
- Operationele belastingen	172.878	154.041	91.132	13.862	52.030	49.149	58.914	71.248	84.727	99.057	
= netto operationele winst na belastingen (NOPAT)	139.596	198.224	620.269	232.074	84.234	65.752	105.065	143.902	183.795	225.155	
<i>groei-percentage</i>		42%	213%	-63%	-64%	-22%	60%	37%	28%	23%	
Eigen vermogen	1.351.242	1.605.149	2.166.276	2.322.569	2.401.990	2.457.523	2.548.332	2.675.909	2.841.828	3.047.739	
+ Rentedragend vreemd vermogen	1.556.721	2.738.490	3.000.668	2.404.000	1.928.883	2.025.327	2.126.593	2.232.923	2.344.570	2.461.798	
- Cashoverschotten	598.994	574.318	941.134	778.486	1.067.348	957.092	972.877	1.021.682	1.104.891	1.223.954	
= Geïnvesteed vermogen (invested capital)	2.308.969	3.769.321	4.225.810	3.948.083	3.263.525	3.525.758	3.702.048	3.887.150	4.081.507	4.285.583	
WACC	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	
ROIC (= NOPAT/invested capital)	6,05%	5,26%	14,68%	5,88%	2,58%	1,86%	2,84%	3,70%	4,50%	5,25%	
EVA (= (ROIC - WACC) x invested capital)	-14.020	-52.549	339.125	-30.593	-132.889	-168.817	-141.233	-114.711	-87.748	-59.966	-1.314.522
<i>groei-percentage</i>		275%	-745%	-109%	334%	27%	-16%	-19%	-24%	-32%	
Huidige waarde EVA						-158.286	-124.162	-94.555	-67.818	-43.455	-893.160

Waardebepaling	
Waardering	
- huidige waarde EVA prognoseperiode	-488.276,42
- huidige waarde perpetuele EVA	-893.159,83
Geïnvesteed vermogen (capital employed)	3.263.525,09
+ Liquide middelen	977.872,35
+ Geldbeleggingen	89.475,36
Waarde van de onderneming	2.949.436,54
- Minderheidsbelangen	0,00
Marktwaarde eigen vermogen	2.949.436,54
: aantal uitstaande aandelen	2.250,00
Waarde per aandeel	1.310,86

*Berekening impliciete belastingvoet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vennootschapsbelasting	88.212	122.901	98.875	311	25.028	18.622	30.386	42.649	55.435	68.772
Winst vóór belastingen	252.098	339.960	989.120	148.223	75.188	50.772	96.643	144.447	194.284	246.262
+ Afschrijvingen op goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Belastbare basis	252.098	339.960	989.120	148.223	75.188	50.772	96.643	144.447	194.284	246.262
Implicitiete belastingvoet	34,99%	36,15%	10,00%	0,21%	33,29%	36,68%	31,44%	29,53%	28,53%	27,93%
Vennootschapsbelasting	88.212	122.901	98.875	311	25.028	18.622	30.386	42.649	55.435	68.772
+ belastingen op betaalde interesten	37.174	42.405	15.579	417	50.866	58.851	52.972	52.230	52.998	54.466
- belastingen op ontvangen interesten	16.614	37.957	9.774	215	38.054	44.028	39.630	39.075	39.650	40.747
+ belastingen op uitzonderlijke kosten	566	0	496	4	7.518	8.699	7.830	7.720	7.834	8.051
- belastingen op uitzonderlijke opbrengsten	0	0	34.062	0	0	0	0	0	0	0
- of + uitgestelde belastingen	63.540	26.691	20.018	13.346	6.673	7.006	7.356	7.724	8.110	8.516
Venn.B toerekenbaar aan EBIT	172.878	154.041	91.132	13.862	52.030	49.149	58.914	71.248	84.727	99.057

Standaardmethode

BVBA X

Waarde van de onderneming = SW + (Gemiddelde winst $\times a_n$)

Waarde van de onderneming:

$$2.296.578,27 + 265.613,37 * 2,61 = \boxed{2.990.384,93}$$

n = 3
a_n = 2,61

Overwinstmethode

BVBA X

Waarde van de onderneming = SW + Overwinst

Overwinst = *genormaliseerde nettowinst na belastingen*

– *substantiële waarde zonder goodwill \times interestvoet risicoloze belegging*

$$\begin{aligned} \text{Overwinst} &= 50.160,71 - 2.296.578,27 * 0,43\% \\ &= 40.285,42 \end{aligned}$$

Waarde van de onderneming:

$$2.296.578,27 + 40.285,42 = \boxed{2.336.863,69}$$

Goodwillmethode

BVBA X

Goodwill - Algemene formule

Gemiddelde winst	227.371,55
Eigen vermogen op 2013	2.401.989,60
Latente meerwaarde "activa & passiva"	-105.411
Substantiële waarde zonder goodwill	2.296.578,27
Niet productieve onroerende goederen (-)	0
Niet opbrengstgenererend financieel vast actief (-)	0
Substantiële waarde van de ingezette middelen	2.296.578,27
Duur van de goodwill (in jaren)	5

$$\begin{aligned}
 \text{GOODWILL} &= \frac{227.371,55}{0,43\%} - \left(\frac{2,2\%}{+ 1} \times \frac{2.296.578,27}{5} \right) \\
 &= \frac{227.371,55}{0,43\%} - \left(\frac{50.839,35}{20,00\%} \right) \\
 &= \frac{176.532,20}{20\%}
 \end{aligned}$$

Goodwill
864.083,21

Interpretatie formule:

De waarde van goodwill is gelijk aan het verschil in rendement dat voortkomt uit een investering in de te waarderen onderneming en het rendement dat verkregen wordt uit een risicovrije investering.

Goodwill =

meerwinst op uw belegging als investeerder bovenop het minimum verwacht rendement van 2,2137% op uw belegging

Goodwill - Alternatieve formule

Rendementswaarde - substantiële waarde = Goodwill

$$2.832.333,49 - 2.296.578,27 = 535.755,22$$

Goodwill
535.755,22

Goodwill - Stuttgartermethode

3 * (genormaliseerde nettowinst na belastingen - vergoeding aan rente risicodragend vermogen over de substantiële waarde)

Goodwill
337.152,80

Goodwill - Sectorgebonden

		GW/TA van de sector	Goodwill = TA * (GW/TA)
Sector:	Material - Paper products	7,89%	396.864,73

Overzicht goodwill

		wegingsfactor	
Goodwill - Algemene formule	864.083,21	3	2.592.249,63
Goodwill - Alternatieve formule	535.755,22	1	535.755,22
Goodwill - Stuttgartermethode	337.152,80	1	337.152,80
Goodwill - Sectorgebonden	396.864,73	1	396.864,73

Totaal	6	3.862.022,37
---------------	---	--------------

Gewogen gemiddelde van de goodwill:

643.670,40

Waarde van de onderneming:

Substantiële waarde incl. goodwill:

2.940.248,66

Standaardratio's

BVBA X

Activiteit	Barema
Drukkerij	2 - 2,5 maal de gemiddelde winst

Berekening:	227371,55 * 2,5 = 454.743,11
-------------	------------------------------

Waarde van de onderneming = substantiële waarde + barema
2.751.321,37

bron: <http://www.mesotten.be/goodwill.htm>

Activiteit	Barema
Accountants	éénmaal de bruto-honoraria op jaarbasis
Advokaten	één tot tweemaal het jaarbedrag van de honoraria
Alarminstallaties	30% - 40% van de jaaromzet
Bioskopen	33 tot 60 maal de wekelijkse ontvangsten
Brood- En Banketbakkerij - Grootsteden	100% - 140% van de jaaromzet
Brood- En Banketbakkerij - Landelijk	75% - 100% van de jaaromzet
Computers- Informatica - Advies	advies: 25% - 50% van de jaaromzet
Computers- Informatica - Burotika	burotika: 15% - 30% van de jaaromzet
Computers- Informatica - Microcomputers	microcomputers: 20% - 30% van de jaaromzet
Computers- Informatica - Software	software: 20% - 30% van de jaaromzet
Doe-Het-Zelf	30% - 50% van de jaaromzet
Droogkuis	35% - 60% van de jaaromzet
Drukkerij	2 - 2,5 maal de gemiddelde winst
Grootwarenhuis	15% - 20% van de jaaromzet
Kruidenierszaak	zie voeding (algemeen)
Kruidenspeciaalzaak	65% - 85% van de jaaromzet
Kuisfirma'S	30% - 50% van de jaaromzet
Reisagentschap	25% - 70% van de jaaromzet
Schrijnwerker	35% - 50% van de jaaromzet
Sportwinkel	40% - 50% van de jaaromzet
Taxibedrijven	650 - 1000 (x1000) per auto
Traiteur - Bereide Maaltijden - Grootsteden	50% - 75% van de jaaromzet
Traiteur - Bereide Maaltijden - Landelijk	35% - 60% van de jaaromzet
Voeding (Algemeen) - Grootsteden	grootsteden: 45 - 105 de dagelijkse ontvangsten
Voeding (Algemeen) - Landelijk	landelijk: 60 - 90 maal de dagelijkse ontvangsten

Alternatieve waarderingmethoden

BVBA X

Methodes		Wegingsfactor	Gewogen waarde
Schmalenbach of gemiddelde methode	2.376.567,14	2	4.753.134,28
Retail methode	2.089.494,86	2	4.178.989,71
Berliner methode	3.684.859,55	2	7.369.719,10
Bush methode	2.403.230,10	2	4.806.460,19
Barnay en Calba methode	2.408.562,69	2	4.817.125,37
Peumans methode	1.711.366,73	1	1.711.366,73
U.E.C. methode	1.823.437,90	2	3.646.875,80
Gref methode	3.321.160,55	2	6.642.321,10
Lopende permanente goodwill afschrijving	2.071.248,42	2	4.142.496,84
Fidex methode	4.917.604,12	1	4.917.604,12
Gemiddelde overwinst methode	2.316.720,98	2	4.633.441,96
Kapitalisatie overwinst	2.851.783,94	2	5.703.567,87
Leake methode	2.399.624,44	2	4.799.248,88
Kapitalisatie vrije cash flow	4.023.974,10	1	4.023.974,10
Solomon methode	3.177.375,67	2	6.354.751,33

Totaal:	41.577.011,17	27,00	72.501.077,39
---------	---------------	-------	---------------

Gewogen gemiddelde alternatieve methodes
2.685.225,09

Geef alert indien afwijking groter is dan van het gemiddelde

BIJLAGEN

Bèta's

BVBA X

Date updated:	5-jan-15
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures US companies
Home Page:	http://www.damodaran.com
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

Industry	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity
Advertising	52	1,18	50,62%	4,13%	0,80	3,77%	0,83	0,6900	51,52%
Aerospace/Defense	93	1,16	18,96%	14,87%	1,00	5,61%	1,06	0,4353	50,15%
Air Transport	22	0,98	81,51%	18,71%	0,59	3,63%	0,61	0,4971	53,32%
Apparel	64	0,99	20,73%	11,16%	0,84	2,52%	0,86	0,5106	56,24%
Auto & Truck	22	1,09	105,95%	4,45%	0,54	7,78%	0,59	0,6152	43,52%
Auto Parts	75	1,35	28,64%	11,05%	1,07	6,06%	1,14	0,4917	53,89%
Bank (Money Center)	13	0,81	218,66%	26,43%	0,31	8,41%	0,34	0,1480	39,98%
Banks (Regional)	676	0,53	77,69%	20,66%	0,33	12,56%	0,37	0,1969	37,41%
Beverage (Alcoholic)	22	1,06	21,88%	8,54%	0,88	1,66%	0,89	0,5838	55,14%
Beverage (Soft)	46	1,14	23,04%	5,55%	0,93	4,23%	0,98	0,6977	61,94%
Broadcasting	28	1,30	71,06%	18,34%	0,82	1,58%	0,83	0,4053	62,12%
Brokerage & Investment Banking	46	1,16	303,54%	13,99%	0,32	21,95%	0,41	0,4180	44,77%
Building Materials	39	1,12	32,23%	17,45%	0,88	5,00%	0,93	0,3410	43,52%
Business & Consumer Services	177	1,19	30,41%	13,30%	0,94	5,17%	1,00	0,5382	52,77%
Cable TV	18	0,91	44,80%	21,18%	0,67	2,98%	0,70	0,3746	52,83%
Chemical (Basic)	46	0,94	40,31%	10,88%	0,69	8,61%	0,75	0,5541	50,32%
Chemical (Diversified)	10	1,17	33,20%	22,47%	0,93	5,52%	0,99	0,3198	41,14%
Chemical (Specialty)	103	1,03	21,36%	11,16%	0,86	5,54%	0,91	0,4312	51,80%
Coal & Related Energy	42	1,64	110,41%	0,99%	0,78	5,70%	0,83	0,6123	74,62%
Computer Services	119	1,16	27,56%	10,48%	0,93	5,64%	0,99	0,5193	59,41%
Computers/Peripherals	64	1,21	9,47%	7,35%	1,11	5,03%	1,17	0,4644	66,35%
Construction Supplies	55	1,60	45,39%	16,28%	1,16	4,99%	1,22	0,3884	47,26%
Diversified	23	1,00	60,89%	13,96%	0,66	6,32%	0,70	0,3898	32,85%
Drugs (Biotechnology)	400	1,10	8,48%	1,48%	1,02	4,02%	1,06	0,5719	93,06%
Drugs (Pharmaceutical)	151	1,03	13,42%	4,58%	0,91	4,08%	0,95	0,5615	75,04%
Education	42	1,13	39,42%	12,18%	0,84	11,55%	0,95	0,5092	70,19%
Electrical Equipment	126	1,24	16,86%	5,99%	1,07	6,52%	1,14	0,5870	65,34%
Electronics (Consumer & Office)	28	1,37	4,43%	4,50%	1,32	4,51%	1,38	0,6108	56,16%
Electronics (General)	189	1,03	14,69%	8,64%	0,91	10,67%	1,01	0,4862	69,01%
Engineering/Construction	56	1,31	27,31%	14,18%	1,06	11,07%	1,19	0,5367	47,91%
Entertainment	84	1,21	27,52%	4,11%	0,95	3,26%	0,99	0,6339	58,48%
Environmental & Waste Services	103	1,28	40,58%	6,31%	0,93	1,17%	0,94	0,6112	65,61%
Farming/Agriculture	37	0,84	60,46%	9,36%	0,54	5,94%	0,58	0,5378	41,59%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	288	0,67	1206,66%	18,49%	0,06	2,51%	0,06	0,2987	38,80%
Food Processing	96	0,99	27,21%	13,70%	0,80	2,28%	0,82	0,4540	42,05%
Food Wholesalers	14	1,41	17,10%	13,47%	1,23	2,10%	1,26	0,5645	35,73%
Furn/Home Furnishings	27	1,09	26,61%	14,48%	0,89	3,65%	0,92	0,4335	54,24%
Green & Renewable Energy	26	1,32	109,96%	1,94%	0,63	6,10%	0,68	0,7017	53,18%
Healthcare Products	261	0,99	15,67%	6,73%	0,86	4,54%	0,90	0,5028	64,48%
Healthcare Support Services	138	1,05	26,66%	13,27%	0,86	5,72%	0,91	0,5200	46,72%
Healthcare Information and Technology	127	0,95	19,75%	6,35%	0,80	4,16%	0,84	0,5306	70,49%
Homebuilding	35	1,29	60,76%	18,11%	0,86	6,66%	0,92	0,3704	53,78%
Hospitals/Healthcare Facilities	56	0,97	75,58%	10,93%	0,58	1,28%	0,59	0,3416	43,11%
Hotel/Gaming	80	1,18	54,64%	11,41%	0,80	3,95%	0,83	0,4525	49,55%
Household Products	135	1,03	18,89%	10,46%	0,88	3,40%	0,91	0,5794	61,63%
Information Services	67	1,11	13,31%	17,93%	1,01	3,77%	1,04	0,3610	42,71%
Insurance (General)	24	1,03	43,04%	19,21%	0,76	4,99%	0,80	0,2812	35,35%
Insurance (Life)	25	1,04	71,23%	24,30%	0,68	10,21%	0,75	0,1725	34,48%
Insurance (Prop/Cas.)	52	0,83	32,90%	22,18%	0,66	4,74%	0,69	0,2422	36,73%
Investments & Asset Management	148	1,10	74,07%	6,84%	0,65	10,82%	0,73	0,4238	41,63%
Machinery	137	1,23	20,43%	15,64%	1,05	5,94%	1,11	0,4598	46,22%
Metals & Mining	124	1,28	50,69%	1,80%	0,86	5,52%	0,91	0,7351	74,49%
Office Equipment & Services	25	1,34	51,88%	18,65%	0,94	5,51%	1,00	0,3942	49,87%
Oil/Gas (Integrated)	8	0,81	11,06%	14,56%	0,74	3,43%	0,76	0,4107	33,56%
Oil/Gas (Production and Exploration)	392	1,27	48,18%	7,04%	0,87	4,30%	0,91	0,6440	71,93%
Oil/Gas Distribution	85	0,96	47,75%	4,68%	0,66	0,96%	0,67	0,3010	43,15%
Oilfield Svcs/Equip.	161	1,54	27,63%	10,99%	1,24	6,07%	1,32	0,5574	65,23%
Packaging & Container	26	0,95	48,60%	18,18%	0,68	2,50%	0,70	0,3367	31,06%
Paper/Forest Products	22	0,84	51,02%	11,54%	0,58	3,25%	0,59	0,4571	44,94%
Power	82	0,83	75,74%	20,77%	0,52	1,93%	0,53	0,3032	29,70%
Precious Metals	147	1,29	40,80%	1,33%	0,92	11,87%	1,05	0,7545	93,69%

Publishing & Newspapers	43	1,15	47,39%	14,93%	0,82	7,41%	0,88	0,3531	50,42%
R.E.I.T.	213	0,79	88,52%	1,24%	0,42	1,69%	0,43	0,1767	31,55%
Real Estate (Development)	18	1,02	45,42%	7,21%	0,72	12,23%	0,82	0,6338	43,65%
Real Estate (General/Diversified)	11	1,82	27,56%	9,39%	1,46	1,32%	1,47	0,4916	45,97%
Real Estate (Operations & Services)	52	1,30	57,34%	8,63%	0,85	4,50%	0,89	0,5133	50,05%
Recreation	68	1,21	31,64%	11,25%	0,95	4,09%	0,99	0,5114	50,41%
Reinsurance	4	1,35	37,59%	15,53%	1,02	9,16%	1,12	0,4123	21,20%
Restaurant/Dining	79	0,89	27,87%	15,14%	0,72	2,35%	0,74	0,3574	44,43%
Retail (Automotive)	30	1,18	50,19%	18,76%	0,83	1,34%	0,85	0,4353	48,06%
Retail (Building Supply)	5	1,44	19,46%	30,64%	1,27	1,52%	1,29	0,3399	50,71%
Retail (Distributors)	90	1,12	48,00%	16,84%	0,80	1,78%	0,81	0,4701	52,06%
Retail (General)	23	1,03	31,37%	21,36%	0,83	2,68%	0,85	0,3159	46,36%
Retail (Grocery and Food)	21	1,05	56,14%	22,94%	0,73	2,08%	0,75	0,4125	51,83%
Retail (Online)	46	1,40	7,52%	9,38%	1,31	6,18%	1,39	0,5190	70,16%
Retail (Special Lines)	128	1,07	41,45%	20,44%	0,81	4,50%	0,85	0,4280	51,42%
Rubber& Tires	4	1,02	87,74%	13,58%	0,58	11,24%	0,65	0,3456	49,54%
Semiconductor	100	1,21	10,75%	10,11%	1,11	5,22%	1,17	0,4111	57,12%
Semiconductor Equip	47	1,23	17,63%	6,88%	1,06	9,76%	1,17	0,3887	60,18%
Shipbuilding & Marine	14	1,36	53,62%	6,75%	0,91	3,49%	0,94	0,4613	71,45%
Shoe	13	0,84	7,34%	20,15%	0,80	3,53%	0,82	0,4250	40,80%
Software (Entertainment)	20	1,12	17,30%	1,46%	0,95	15,83%	1,13	0,6514	69,84%
Software (Internet)	327	1,29	5,59%	5,07%	1,22	5,58%	1,29	0,6319	72,48%
Software (System & Application)	259	1,10	9,70%	6,86%	1,01	4,58%	1,06	0,5374	61,85%
Steel	40	1,31	64,03%	13,99%	0,85	6,31%	0,90	0,3778	52,45%
Telecom (Wireless)	21	1,15	154,38%	5,76%	0,47	7,90%	0,51	0,5844	53,05%
Telecom. Equipment	126	1,24	11,72%	8,70%	1,12	6,22%	1,20	0,4811	62,74%
Telecom. Services	77	1,07	65,43%	11,83%	0,68	1,96%	0,69	0,5288	55,60%
Tobacco	20	1,09	19,75%	12,39%	0,93	2,06%	0,94	0,6449	41,74%
Transportation	21	0,86	21,03%	20,08%	0,73	4,11%	0,77	0,3829	42,36%
Transportation (Railroads)	10	1,05	20,21%	21,30%	0,90	1,76%	0,92	0,3456	30,73%
Trucking	30	1,32	66,66%	27,38%	0,89	2,72%	0,92	0,3604	48,49%
Unclassified	8	0,10	26,26%	3,93%	0,08	38,92%	0,14	0,6038	NA
Utility (General)	21	0,59	61,30%	30,59%	0,42	0,84%	0,42	0,1577	23,02%
Utility (Water)	19	1,09	50,17%	15,10%	0,76	0,66%	0,77	0,3330	38,21%
Total Market	7887	1,06	66,14%	10,76%	0,67	4,95%	0,70	0,4697	53,60%

Goodwill voor elke sector

BVBA X

Energy		GW/TA (2010)
Oil and Gas Drilling	Energy - Oil and Gas Drilling	10,22%
Oil and Gas equipment and Services	Energy - Oil and Gas equipment and Services	18,50%
Integrated oil and gas	Energy - Integrated oil and gas	1,50%
Oil and gas exploration and production	Energy - Oil and gas exploration and production	4,57%
Oil and gas refining and marketing	Energy - Oil and gas refining and marketing	1,85%
Oil and gas storage and transportation	Energy - Oil and gas storage and transportation	3,51%
Coal and consumable fuels	Energy - Coal and consumable fuels	1,23%
Material		
Commodity chemicals	Material - Commodity chemicals	5,85%
Diversified Chemicals	Material - Diversified Chemicals	13,53%
Fertilizers and agricultural chemicals	Material - Fertilizers and agricultural chemicals	12,57%
Industrial gases	Material - Industrial gases	12,20%
Specialty chemicals	Material - Specialty chemicals	18,52%
Construction materials	Material - Construction materials	26,35%
Maetal and glas containers	Material - Maetal and glas containers	25,61%
Paper packaging	Material - Paper packaging	21,72%
Aluminum	Material - Aluminum	12,42%
Diversified metals and mining	Material - Diversified metals and mining	0,52%
Gold	Material - Gold	9,51%
Precious metals and minerals	Material - Precious metals and minerals	
Steel	Material - Steel	6,52%
Forest products	Material - Forest products	
Paper products	Material - Paper products	7,89%
Industrials		
Aerospace and defense	Industrials - Aerospace and defense	28,18%
Building products	Industrials - Building products	17,36%
Construction and engineering	Industrials - Construction and engineering	14,14%
Electrical components and equipment	Industrials - Electrical components and equipment	30,98%
Heavy electrical equipment	Industrials - Heavy electrical equipment	7,52%
Industrial conglomerates	Industrials - Industrial conglomerates	6,64%
Construction and farm machinery and heavy trucks	Industrials - Construction and farm machinery and heavy trucks	5,52%
Industrial machinery	Industrials - Industrial machinery	30,60%
Trading companies and distributors	Industrials - Trading companies and distributors	11,62%
Commercial printing	Industrials - Commercial printing	29,93%
Environmental and facilities services	Industrials - Environmental and facilities services	34,69%
Office services and supplies	Industrials - Office services and supplies	21,05%
Diversified support services	Industrials - Diversified support services	29,41%
Security and alarm services	Industrials - Security and alarm services	6,55%
Human resource and employment services	Industrials - Human resource and employment services	21,40%
Research and consulting services	Industrials - Research and consulting services	42,54%
Air freight and logistics	Industrials - Air freight and logistics	7,71%
Airlines	Industrials - Airlines	0,17%
Marine	Industrials - Marine	2,31%
Railroads	Industrials - Railroads	0,32%
Trucking	Industrials - Trucking	2,40%
Airport services	Industrials - Airport services	23,41%
Highways and railtracks	Industrials - Highways and railtracks	
Marine ports and services	Industrials - Marine ports and services	
Consumer Discretionary		
Auto parts and equipment	Consumer Discretionary - Auto parts and equipment	15,53%
Tires and rubber	Consumer Discretionary - Tires and rubber	3,81%
Automobile manufacturers	Consumer Discretionary - Automobile manufacturers	0,16%
Motorcycle manufacturers	Consumer Discretionary - Motorcycle manufacturers	0,32%
Consumer electronics	Consumer Discretionary - Consumer electronics	3,98%
Home furnishings	Consumer Discretionary - Home furnishings	19,41%
Homebuilding	Consumer Discretionary - Homebuilding	0,65%
Household appliances	Consumer Discretionary - Household appliances	11,56%
Housewares and specialties	Consumer Discretionary - Housewares and specialties	26,98%
Leisure products	Consumer Discretionary - Leisure products	10,53%
Photographic products	Consumer Discretionary - Photographic products	4,71%
Apparel, accessories and luxury goods	Consumer Discretionary - Apparel, accessories and luxury goods	13,76%
Footwear	Consumer Discretionary - Footwear	2,44%

Textiles	Consumer Discretionary - Textiles	1,26%
Casinos and gaming	Consumer Discretionary - Casinos and gaming	5,87%
Hotels, resorts and cruise lines	Consumer Discretionary - Hotels, resorts and cruise lines	8,03%
Leisure facilities	Consumer Discretionary - Leisure facilities	8,67%
Restaurants	Consumer Discretionary - Restaurants	8,31%
Education services	Consumer Discretionary - Education services	19,59%
Specialized consumer services	Consumer Discretionary - Specialized consumer services	15,81%
Advertising	Consumer Discretionary - Advertising	31,43%
Broadcasting	Consumer Discretionary - Broadcasting	29,64%
Cable and satellite	Consumer Discretionary - Cable and satellite	14,68%
Movies and entertainment	Consumer Discretionary - Movies and entertainment	33,75%
Publishing	Consumer Discretionary - Publishing	40,26%
Distributors	Consumer Discretionary - Distributors	13,50%
Catalog Retail	Consumer Discretionary - Catalog Retail	6,30%
Internet Retail	Consumer Discretionary - Internet Retail	18,32%
Department Stores	Consumer Discretionary - Department Stores	5,66%
General Merchandise Stores	Consumer Discretionary - General Merchandise Stores	0,41%
Apparel Retail	Consumer Discretionary - Apparel Retail	4,51%
Computer and Electronics Retail	Consumer Discretionary - Computer and Electronics Retail	16,99%
Home Improvement Retail	Consumer Discretionary - Home Improvement Retail	1,52%
Specialty Stores	Consumer Discretionary - Specialty Stores	10,29%
Automotive Retail	Consumer Discretionary - Automotive Retail	10,32%
Home Furnishing Retail	Consumer Discretionary - Home Furnishing Retail	1,84%
Consumer staples		
Drug Retail	Consumer staples - Drug Retail	28,41%
Food Distributors	Consumer staples - Food Distributors	13,71%
Food Retail	Consumer staples - Food Retail	7,55%
Hypermarkets and Super Centers	Consumer staples - Hypermarkets and Super Centers	7,70%
Brewers	Consumer staples - Brewers	11,46%
Distillers and Vintners	Consumer staples - Distillers and Vintners	30,91%
Soft Drinks	Consumer staples - Soft Drinks	17,45%
Agricultural Products	Consumer staples - Agricultural Products	3,41%
Packaged Foods and Meats	Consumer staples - Packaged Foods and Meats	30,64%
Tobacco	Consumer staples - Tobacco	20,96%
Household Products	Consumer staples - Household Products	36,17%
Personal Products	Consumer staples - Personal Products	10,20%
Healthcare		
Healthcare Equipment	Healthcare - Healthcare Equipment	25,00%
Healthcare Supplies	Healthcare - Healthcare Supplies	33,19%
Healthcare Distributors	Healthcare - Healthcare Distributors	17,11%
Healthcare Services	Healthcare - Healthcare Services	48,38%
Healthcare Facilities	Healthcare - Healthcare Facilities	22,87%
Managed Healthcare	Healthcare - Managed Healthcare	21,63%
Healthcare Technology	Healthcare - Healthcare Technology	14,43%
Biotechnology	Healthcare - Biotechnology	15,70%
Pharmaceuticals	Healthcare - Pharmaceuticals	18,41%
Life Sciences Tools and Services	Healthcare - Life Sciences Tools and Services	29,93%
Financials		
Diversified Banks	Financials - Diversified Banks	2,06%
Regional Banks	Financials - Regional Banks	2,35%
Thriffs and Mortgage Finance	Financials - Thriffs and Mortgage Finance	1,78%
Other Diversified Financial Services	Financials - Other Diversified Financial Services	2,38%
Multi-Sector Holdings	Financials - Multi-Sector Holdings	0,14%
Specialized Finance	Financials - Specialized Finance	14,15%
Consumer Finance	Financials - Consumer Finance	3,08%
Asset Management and Custody Banks	Financials - Asset Management and Custody Banks	4,65%
Investment Banking and Brokerage	Financials - Investment Banking and Brokerage	0,94%
Diversified Capital Markets	Financials - Diversified Capital Markets	0,56%
Insurance Brokers	Financials - Insurance Brokers	30,37%
Life and Health Insurance	Financials - Life and Health Insurance	0,85%
Multi-line Insurance	Financials - Multi-line Insurance	0,51%
Property and Casualty Insurance	Financials - Property and Casualty Insurance	5,60%
Reinsurance	Financials - Reinsurance	0,42%
Diversified REITs	Financials - Diversified REITs	0,01%
Industrial REITs	Financials - Industrial REITs	0,17%
Mortgage REITs	Financials - Mortgage REITs	0,18%
Office REITs	Financials - Office REITs	
Residential REITs	Financials - Residential REITs	0,12%

Retail REITs	Financials - Retail REITs	0,05%
Specialized REITs	Financials - Specialized REITs	0,33%
Diversified Real Estate Activities	Financials - Diversified Real Estate Activities	
Real Estate Operating Companies	Financials - Real Estate Operating Companies	0,06%
Real Estate Development	Financials - Real Estate Development	1,22%
Real Estate Services	Financials - Real Estate Services	30,42%
Information Technology		
Internet Software and Services	Information Technology - Internet Software and Services	15,18%
IT Consulting and Other Services	Information Technology - IT Consulting and Other Services	16,16%
Data Processing and Outsourced Services	Information Technology - Data Processing and Outsourced Service	19,25%
Application Software	Information Technology - Application Software	33,87%
Systems Software	Information Technology - Systems Software	24,71%
Home Entertainment Software	Information Technology - Home Entertainment Software	20,43%
Communications Equipment	Information Technology - Communications Equipment	16,51%
Computer Hardware	Information Technology - Computer Hardware	17,12%
Computer Storage and Peripherals	Information Technology - Computer Storage and Peripherals	18,04%
Electronic Equipment and Instruments	Information Technology - Electronic Equipment and Instruments	19,94%
Electronic Components	Information Technology - Electronic Components	674,00%
Electronic Manufacturing Services	Information Technology - Electronic Manufacturing Services	4,36%
Technology Distributors	Information Technology - Technology Distributors	6,33%
Office Electronics	Information Technology - Office Electronics	27,96%
Semiconductor Equipment	Information Technology - Semiconductor Equipment	6,91%
Semiconductors	Information Technology - Semiconductors	7,12%
Telecommunications Services		
Alternative Carriers	Telecommunications Services - Alternative Carriers	15,50%
Integrated Telecommunication Services	Telecommunications Services - Integrated Telecommunication Ser	20,03%
Wireless Telecommunication Services	Telecommunications Services - Wireless Telecommunication Servi	5,96%
Utilities		
Electric Utilities	Utilities - Electric Utilities	3,77%
Gas Utilities	Utilities - Gas Utilities	6,62%
Multi-Utilities	Utilities - Multi-Utilities	3,55%
Water Utilities	Utilities - Water Utilities	0,57%
Independent Power Producers and Energy Traders	Utilities - Independent Power Producers and Energy Traders	2,80%