

A photograph of a modern, multi-story office building with a glass facade, featuring the 'Oaklins' name on the upper part. The building is set against a blue sky with scattered clouds.

Van start-up tot exit: Waarom bedrijfswaardering onmisbaar is

Een correcte waardering van een onderneming is essentieel voor het nemen en financiële beslissingen. Ondernemers overschatten of onderschatten vaak de waarde van hun bedrijf, wat kan leiden tot ongunstige voorwaarden bij kapitaalwerving, fusies of overnames. Een objectieve en goed onderbouwde waardering voorkomt dergelijke risico's en draagt bij aan transparante en evenwichtige onderhandelingen.

Costas Constantinou gaat in op het belang van bedrijfswaardering en de methoden die hierbij worden toegepast. Daarnaast worden veelvoorkomende valkuilen belicht en wordt toegelicht waarom een onafhankelijke waardering bijdraagt aan een betrouwbare inschatting van de werkelijke economische waarde van een onderneming.

Of het nu gaat om het aantrekken van investeerders, het voorbereiden van een exit of het verkrijgen van een beter inzicht in de financiële positie – een gedegen waardering vormt de basis voor weloverwogen en succesvolle besluitvorming.

Costas Constantinou, partner bij Valuation Advisory van Oaklins Netherlands – International Corporate Finance House – bespreekt waarom waardering een fundamenteel onderdeel van elke bedrijfsstrategie is en een cruciale rol speelt bij het aantrekken van kapitaal, strategische samenwerkingen en exits.

COSTAS CONSTANTINO

PARTNER BIJ OAKLINS VALUATION ADVISORY
AMSTERDAM, NEDERLAND



Waarom is het belangrijk om de waarde van uw bedrijf te kennen?

Stel dat u jarenlang uw bedrijf heeft opgebouwd, om het vervolgens ver onder de werkelijke waarde te verkopen. Dit gebeurt vaker dan u denkt, simpelweg omdat ondernemers het belang van een correcte waardering onderschatten. Of het nu gaat om het aantrekken van investeerders, onderhandelingen over een samenwerking of de verkoop van uw bedrijf, een accurate waardering is essentieel voor weloverwogen beslissingen.

Wat betekent waardering?

Waardering bepaalt de economische waarde van een bedrijf op een specifiek moment, gebaseerd op verwachte kasstromen en onderliggende risico's. Volgens de 'International Financial Accounting Standards' weerspiegelt de waarde de prijs waarvoor een activa wordt verhandeld (of een schuld/verplichting zou worden overgedragen) in een ordelijke markttransactie, waarbij marktcondities en risico's worden meegenomen.

Wanneer is een waardering nodig?

Een waardering is cruciaal bij het aantrekken van kapitaal, fusies en overnames, bedrijfsverkoop, aandelenopties, schuld-financiering en belastingdoeleinden.

Wat is het belang van waardering bij kapitaalwerving?

Het kennen van de bedrijfswaardering helpt oprichters te bepalen hoeveel aandelen zij moeten afstaan in ruil voor investeringen, waardoor onnodige verwatering wordt voorkomen. Investeerders moeten daarnaast de pre-money waardering van het bedrijf kennen om het potentiële rendement op hun investering te kunnen inschatten.

Stel: een tech-startup die €5 miljoen wil ophalen bij een waardering van €25 miljoen geeft 20% van de aandelen weg. Bij een waardering van

€100 miljoen zou dat 5% zijn. Een robuuste waardering bevordert realistische en constructieve gesprekken tussen oprichters en investeerders over de bedrijfswaarde.

Waarom is waardering essentieel bij een bedrijfsverkoop?

Zonder inzicht in de werkelijke waarde loopt een ondernemer het risico te laag te verkopen of potentiële kopers af te schrikken met een te hoge prijs.

Stel: een software-ondernemer krijgt bijvoorbeeld een bod, accepteert het en ontdekt later dat de werkelijke waarde 50% hoger lag. Dit betekent dat hij tegen een forse korting heeft verkocht.

Hoe beïnvloedt waardering fusies en overnames?

Bij fusies moet de relatieve waarde van de betrokken bedrijven correct worden bepaald om een eerlijke verdeling van eigendom te garanderen. Een te lage inschatting kan leiden tot een kleiner belang in de nieuwe entiteit; een te hoge schatting kan de deal laten klappen.

Waarom is waardering belangrijk bij het uitreden of toetreden van medeoprichters?

Een objectieve waardering voorkomt conflicten bij het uitkopen of toetreden van aandeelhouders.

Stel: een SaaS-bedrijf met twee oprichters wordt op €10 miljoen gewaardeerd. Bij vertrek van een van de oprichters zorgt een onafhankelijke waardering voor een eerlijke afrekening en voorkomt juridische geschillen.

Hoe beïnvloedt waardering aandelenopties voor werknemers?

Oprichters kunnen werknemers aandelenopties aanbieden als onderdeel van hun beloningspakket. De waarde van deze opties zijn direct gekoppeld aan de waarde van het bedrijf. Die fluctuaties beïnvloeden hun werkelijke beloning. Een

onafhankelijke waardering biedt transparantie en zorgt voor beter afgestemde verwachtingen.

Waarom is waardering belangrijk voor schuldfinanciering?

Bij het beoordelen van de financiële gezondheid en terugbetalingscapaciteit van een bedrijf kunnen geldverstrekkers regelmatig inzicht eisen in de bedrijfswaarde. Een productiebedrijf dat bijvoorbeeld een lening van €200 miljoen wil aantrekken, kan door investeerders worden verplicht om elke zes maanden een waardering te laten uitvoeren om aan te tonen dat het over voldoende activa en kasstromen beschikt om de schuld te kunnen aflossen. Daarnaast kan een oprichter een externe waardering laten uitvoeren om gunstigere leningsvoorwaarden te verkrijgen.

Fiscale verplichtingen

Bij aandelenoverdrachten spelen waarderingen een belangrijke rol in belastingaangiften. Een externe waardering helpt om discussies met de fiscus en onverwachte claims op vermogenswinstbelasting te voorkomen.

Welke waarderings gerelateerde termen moeten oprichters kennen?

Er zijn diverse termen binnen bedrijfswaardering die oprichters moeten begrijpen. De meest gebruikte zijn:

Enterprise Value (EV) vs. Aandelenwaarde

EV weerspiegelt de totale bedrijfswaarde, terwijl de aandelenwaarde het bedrag is dat overblijft voor aandeelhouders na aftrek van schulden. Onderhandelingen vinden doorgaans plaats op basis van EV.

Marktbenadering & Waarderingsmultiples

De marktbenadering is een veelgebruikte methode om

bedrijven te waarderen door ze te vergelijken met soortgelijke ondernemingen. Dit gebeurt op basis van waarderingmultiples zoals EV/omzet, vaak gebruikt bij snelgroeiende startups zonder stabiele winstgevendheid, en EBITDA multiples (EV/EBITDA), gangbaar bij gevestigde bedrijven.

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization) is een belangrijke maatstaf die de winstgevendheid meet vóór rentelasten, belastingen en afschrijvingen. Het geeft inzicht in de operationele prestaties van een bedrijf, los van boekhoudkundige of financieringskeuzes.

De EV/omzet- en EV/EBITDA-multiples tonen hoeveel investeerders bereid zijn te betalen per euro omzet of EBITDA. Stel dat een bedrijf een EBITDA heeft van €2 miljoen en gewaardeerd wordt met een EV/EBITDA-multiple van 6x, dan bedraagt de EV €12 miljoen. Heeft het bedrijf op dat moment een schuld van €5 miljoen, dan blijft een aandelenwaarde van €7 miljoen over.

Waarderingsmultiples worden afgeleid uit de markt en kunnen gebaseerd zijn op beursgenoteerde sectorgenoten, waarbij marktkapitalisatie en schulden worden meegenomen, of op recente transacties van vergelijkbare bedrijven.

Discounted Cash Flow (DCF) & WACC

De Discounted Cash Flow (DCF) is een van de meest gebruikte waarderingmethoden. Deze methode waardeert een bedrijf op basis van toekomstige kasstromen, waarbij rekening wordt gehouden met risico's die leiden tot afwijkingen in de verwachte vrije kasstromen.

Binnen de waarderingswereld wordt risico vertaald naar de disconteringsvoet, ook wel de Weighted Average Cost of Capital (WACC), een cruciale variabele in de DCF-methode.

De WACC vertegenwoordigt de

gemiddelde kosten die een bedrijf moet betalen om zijn activiteiten te financieren, een combinatie van zowel vreemd als eigen vermogen. Daarnaast weerspiegelt het de minimale rendementseis van investeerders bij het verstrekken van kapitaal aan bedrijven binnen een bepaalde sector. De WACC wordt berekend aan de hand van de formule:

$$\text{WACC} = (\% \text{ eigen vermogen van totaal kapitaal} \times \text{kosten eigen vermogen}) + (\% \text{ vreemd vermogen van totaal kapitaal} \times \text{kosten vreemd vermogen na belasting}).$$

De kosten van eigen vermogen weerspiegelen het rendement dat aandeelhouders verwachten om hun investering in een bedrijf te rechtvaardigen. De kosten van vreemd vermogen zijn de rendementseisen van kredietverstrekkers op het uitgeleende kapitaal.

Een hoge WACC duidt erop dat het voor een bedrijf duur is om financiering aan te trekken, wat vaak samenhangt met een hoger waargenomen risico. Risicovolle bedrijven hebben doorgaans een lagere waardering dan vergelijkbare, minder risicovolle bedrijven. Hoe groter de onzekerheid in kasstromen, hoe minder kopers bereid zijn te betalen. Het tegenovergestelde geldt bij een lage WACC.

DCF-waarderingen vereisen subjectieve aannames over groei, winstgevendheid, investeringen en risico's. De betrouwbaarheid van deze aannames bepaalt in sterke mate de geloofwaardigheid van de waarderingssuitkomst. Over het algemeen wordt een DCF-methode toegepast bij bedrijven die in staat zijn om realistische en plausibele kasstroomprognoses op te stellen.

Terminal Value (TV)

De terminal value (TV) is een essentieel element binnen een DCF-analyse en weerspiegelt de waarde van de onderneming aan het einde van de prognoseperiode.

De TV kan worden berekend als de contante waarde van toekomstige kasstromen die na het laatste prognosejaar worden verwacht, of als de verkoopwaarde: de prijs die een koper op dat moment bereid zou zijn te betalen, teruggerekend naar de waarderingsdatum. In veel gevallen vertegenwoordigt TV 50% tot 80% van de totale DCF-waardering.

Hoe waardeer je een bedrijf?

Het waarderen van een bedrijf begint met een grondige analyse van de kernactiviteiten, producten, diensten, management en marktpositie.

Verzamelen van financiële informatie

De volgende stap is het verzamelen van financiële gegevens, zoals historische jaarrekeningen. Een grondige analyse van deze gegevens kan groeitrends, winstgevendheid, investeringen en risico's blootleggen en helpt om toekomstige prestaties te voorspellen.

Ook prognoses van vrije kasstromen (FCF) spelen een belangrijke rol bij bedrijfswaardering. Ze weerspiegelen hoe het management verwacht dat het bedrijf zich in de toekomst ontwikkelt.

Bepaal houdbare winst en vrije kasstromen

Bij een waardering volgens de marktbenadering is het essentieel om uit te gaan van houdbare winst: de winst die het bedrijf structureel kan genereren. Korte termijnsschommelingen en eenmalige posten moeten worden gecorrigeerd.

Houdbare EBITDA is een genormaliseerde maatstaf voor winstgevendheid en sluit eenmalige posten uit, zoals winsten uit de verkoop van activa of eenmalige reorganisatiekosten die de winst kunstmatig beïnvloeden. Ook uitzonderlijke marktomstandigheden moeten worden uitgesloten, zoals de sterke omzetsdaling van hotels tijdens COVID-19.



Vrije kasstromen (FCF) zijn de kasstromen die beschikbaar zijn voor aandeelhouders en schuldeisers en vormen een kernonderdeel van de DCF-methode.

FCF wordt berekend als: Omzet – Kostprijs omzet – Operationele kosten – Afschrijvingen – Belastingen + Afschrijvingen – Investerings in vaste activa – Investerings in werkkapitaal.

Bedrijven met een hoge FCF hebben doorgaans een hogere ondernemingswaarde (EV) dan bedrijven met een lage FCF. Bijvoorbeeld: een SaaS-bedrijf met hoge terugkerende inkomsten, lage kapitaalinvesteringen en minimale werkkapitaalbehoefte zal een hogere FCF genereren en daardoor waardevoller zijn dan een bedrijf met hoge investeringen in vaste activa en werkkapitaal.

Selecteren van de juiste waarderingsmethode

De DCF-methode wordt vooral gebruikt wanneer een bedrijf een betrouwbaar trackrecord heeft in het voorspellen van kasstromen. De marktbenadering is geschikter voor bedrijven met een goed inzicht in hun houdbare winst. Geen van beide methoden is echter ideaal voor een startup zonder omzet of prognoses. In zulke gevallen zijn alternatieve referentiepunten, zoals de impliciete waarde uit recente financieringsrondes, relevanter.

Identificeren van vergelijkbare bedrijven, waarderingsmultiples en disconteringsvoet

De selectie van vergelijkbare bedrijven is een cruciale factor in bedrijfswaarderingen en beïnvloedt de gebruikte waarderingsmultiples, risicobeoordeling en validatie van kernassumpties.

Het bepalen van de juiste sectorgenoten is een subjectief proces. Geschikte peers zijn niet altijd beschikbaar en verschillende belanghebbenden hanteren uiteenlopende selectiecriteria. De

vraag “Wie zijn mijn sectorgenoten?” is vaak complexer dan het lijkt.

Neem bijvoorbeeld een groep medische apparatuurbedrijven. Een oprichter kiest peers met een gemiddelde EV/EBITDA-multiple van 9.0x, terwijl een investeerder de mediaan van een bredere groep, 6.0x, passend vindt. Dit ene verschil in aanname leidt tot een aanzienlijke waarderingsafwijking.

Sectorgenoten worden ook gebruikt om relatieve risico's binnen een sector te bepalen, met behulp van de zogenoemde beta, een sleutelfactor bij de berekening van de kosten van eigen vermogen (onderdeel van de WACC). Een beta van 0.75 versus 1.0 heeft een aanzienlijke impact op de kosten van eigen vermogen en WACC, en daarmee op de uitkomst van een DCF-waardering.

Daarnaast speelt de peer group een belangrijke rol bij het valideren van de aannames in de prognoses. Stel, een SaaS-bedrijf voorspelt 80% jaarlijkse groei, terwijl analisten verwachten dat sectorgenoten gemiddeld slechts 5% per jaar groeien. Dit roept vragen op over de haalbaarheid van de prognoses en de onderliggende waardering.

Kruisvalidatie van de waardering

Het vergelijken van resultaten uit verschillende waarderingsmethoden verhoogt de betrouwbaarheid van de analyse. Stel dat een DCF-waardering een waarde van €55 miljoen oplevert, met een EV/EBITDA-multiple van 8.0x, terwijl de sectorgenoten gemiddeld op 5.0x handelen. Dit verschil kan voortkomen uit te optimistische prognoses, slecht gekozen vergelijkbare bedrijven of rekenfouten.

Het oplossen van discrepanties in waarderingen is een iteratief proces waarbij kernveronderstellingen van zowel de DCF-methode als de marktbenadering worden herzien en mogelijk aangepast. In sommige gevallen kunnen verschillen worden geëlimineerd, in andere blijven ze

bestaan. Bijvoorbeeld, een bedrijf met sterke groeiprognoses kan dit weerspiegeld zien in de DCF, terwijl de marktbenadering dit niet altijd volledig meeneemt.

Heeft u een waarderingsexpert nodig?

Oprichters overschatten vaak de waarde van hun bedrijf, gedreven door optimisme en emotionele betrokkenheid in plaats van financiële realiteit. Bovendien hebben zij vaak geen toegang tot externe financiële data die nodig is voor een nauwkeurige waardering.

Een onafhankelijke waardering door een expert biedt een objectief, betrouwbaar en geloofwaardig beeld van de werkelijke bedrijfswaarde. Ondernemers doen er goed aan deze factoren zorgvuldig af te wegen bij het bepalen van de reële waarde van hun onderneming.

Waarom worden waarderingsranges gebruikt in plaats van één enkele schatting?

De waardering van een bedrijf hangt af van het perspectief dat wordt ingenomen, zoals dat van een oprichter of een investeerder.

Een oprichter richt zich op groeipotentieel, terwijl een investeerder zich focust op risico's. Een oprichter kan het bedrijf zien als een techbedrijf met hogere multiples, terwijl een investeerder het in de financiële sector plaatst met lagere multiples.

Stel dat een oprichter een e-commercebedrijf verkoopt. Een strategische koper biedt €100 miljoen vanwege synergieën en integratiemogelijkheden, terwijl een private-equitypartij slechts €75 miljoen biedt, omdat zij het bedrijf puur als een investering zien. Het verschil van €25 miljoen komt voort uit de bereidheid van de strategische koper om een premie te betalen voor synergievoordelen en markuitbreiding.

Om deze uiteenlopende perspectieven te weerspiegelen, moet een waardering aannames aanpassen en een bandbreedte bieden in plaats van één vaste waarde.

Kan een waardering gemanipuleerd worden?

Waarderingen variëren sterk door aannames en input. Hoewel redelijke aanpassingen nodig zijn, kunnen sommige de waardering vertekenen.

Stel dat een bedrijf grote klantcontracten verliest en de winst halveert. Eén scenario gaat uit van bescheiden groei en herstel van verloren omzet. Een ander ziet dit als een structurele sectorontwikkeling, waardoor eerdere winsten niet meer haalbaar zijn. Een derde scenario verwacht aanhoudend klantverlies en verdere daling.

Alle drie de scenario's lijken plausibel, maar leiden tot sterk verschillende waarderingen. Dit toont hoe kleine wijzigingen in aannames de uitkomst aanzienlijk kunnen beïnvloeden.

Een ander voorbeeld is de aanname van hoge winstmarges en/of lagere investeringen in vaste activa in het laatste prognosejaar, wat leidt tot

aanzienlijke stijgingen in terminal value (TV), ondernemingswaarde (EV) en aandelenwaarde.

Wanneer er sprake is van aanzienlijke onzekerheden binnen het bedrijf, kunnen waarderingen sterk uiteenlopen, waardoor er ruimte ontstaat voor interpretatie, aanpassing en in sommige gevallen manipulatie.

Wees alert, kleine wijzigingen in aannames kunnen de waardering aanzienlijk beïnvloeden. Investeerders zullen deze input nauwkeurig analyseren, dus zorg ervoor dat de aannames goed te rechtvaardigen zijn.

Waar moeten oprichters op letten bij een waardering?

Oprichters moeten zorgvuldig omgaan met hun waardering en rekening houden met de volgende aspecten:

- gebruik verdedigbare prognoses gebaseerd op solide aannames, geen wensdenken
- ga bij grote onzekerheid uit van een hogere disconteringsvoet
- de selectie van vergelijkbare

bedrijven moet objectief en verdedigbaar zijn, investeerders zullen deze keuze beoordelen

- selecteer niet alleen gunstige data, dat schaadt je geloofwaardigheid
- grote discrepanties tussen waarderingmethoden vereisen grondige analyse—ze ontstaan niet zomaar
- kopers schakelen externe adviseurs in en zullen de onderbouwing van de waardering kritisch toetsen

Hoe kan Oaklins helpen?

Het inschakelen van een expert helpt om onzekerheden te navigeren en maximale waarde te realiseren. Of het nu gaat om een investeringsronde, een fusie of een verkoop, een goed uitgevoerde waardering is een essentieel instrument om het beste resultaat te behalen.

Oaklins beschikt over uitgebreide expertise en helpt ondernemers, private-equity partijen en corporates bij het uitvoeren van onafhankelijke waarderingen van aandelen en activa.

Sterk lokaal verankerd Wereldwijd verbonden

Oaklins ondersteunt u met expertise in het maken van de volgende strategische stap, waar dan ook ter wereld.

OAKLINS BIEDT EEN BREED SCALA AAN CORPORATE FINANCE DIENSTEN:

Fusies en overnames advies (verkoop-, aankoop of fuseren van bedrijven)

Schuldfinancieringsadvies

Beursgangen en kapitaalmarkten advies

Waarderingsadvies

Strategisch corporate finance advies

VERKEN DE SECTOREN WAARIN OAKLINS BEWEZEN EXPERTISE HEEFT

- Automotive
- Bouw en techniek
- Consument en detailhandel
- Energie
- Financiële diensten
- Gezondheidszorg
- Industriële machines en componenten
- Land- en tuinbouw
- Logistiek
- Luchtvaart, defensie en veiligheid
- Private Equity
- Technologie, media en telecommunicatie
- Vastgoed
- Voedingsmiddelen
- Zakelijke dienstverlening

COSTAS CONSTANTINOU

Partner, Valuation Advisory
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 30642667

Costas is Partner bij Valuation Advisory van Oaklins Netherlands en leidt het waarderingsadvies-team van het bedrijf. Met meer dan twintig jaar ervaring in het waarderen van bedrijven en intellectueel eigendom binnen diverse sectoren en regio's, brengt hij diepgaande expertise mee.

Voordat hij bij Oaklins kwam, werkte Costas bij de Londense kantoren van Teneo Financial Advisory, FTI Consulting en Oaklins Evelyn Partners, waar hij zich richtte op de waardering van bedrijven en intellectueel eigendom en het beoordelen van schadeclaims. Daarvoor werkte hij bij de Amsterdamse kantoren van EY en Kroll, waar hij zich specialiseerde in private equity, belastingen en financiële rapportagewaarderingen.



INTERNATIONAAL CORPORATE FINANCE HUIS OAKLINS IS EEN TEAM VAN 850+ PROFESSIONALS MET 60 KANTOREN IN 42 LANDEN

Wij adviseren ondernemers, private equity-partijen, corporates, families, managementteams en besturen, met als doel de best mogelijke oplossingen te realiseren voor elke klant. Als volledig onafhankelijke adviseur, diep geworteld in de lokale markt en wereldwijd verbonden, zetten wij ons in om de groei van onze klanten te versnellen. Met toonaangevende corporate finance expertise, diepgaande sector kennis en een sterke focus op uitstekende service begeleiden wij onze klanten bij succesvolle transacties en helpen we hen de best mogelijke dealresultaten te behalen.

Oaklins

SPREEK MET ÉÉN VAN ONZE ADVISEURS



FREDERIK VAN DER SCHOOT

Managing Partner
Mid-market M&A and Strategic Advisory
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 20601568
f.vanderschoot@nl.oaklins.com



COSTAS CONSTANTINOU

Partner, Valuation Advisory
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 30642667
c.constantinou@nl.oaklins.com



BAS STOETZER

Partner, Debt Advisory
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 12866066
b.stoetzer@nl.oaklins.com



TIJN BASTIAANS

Partner, Private Equity
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 22330146
t.bastiaans@nl.oaklins.com



GERBRAND TER BRUGGE

Partner, ECM & Strategic Advisory
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 29379507
g.terbrugge@nl.oaklins.com



FOKKO POLDERVAART

Partner, Prime SME Mergers & Acquisitions
Amsterdam, Netherlands
T: +31 6 14499696
f.poldervaart@nl.oaklins.com

Oaklins disclaimer

Dit rapport wordt uitsluitend ter informatie verstrekt. Oaklins en haar aangesloten vestigingen geven geen enkele garantie, verklaring of waarborg met betrekking tot de actualiteit, nauwkeurigheid of volledigheid van de inhoud.

Dit rapport is niet bedoeld als beleggingsadvies en vormt geen uitnodiging tot enige vorm van investering. Er mogen geen beleggingsbeslissingen worden genomen op basis van de inhoud en de hierin geuite standpunten.

Oaklins en haar aangesloten kantoren zijn niet aansprakelijk voor enig verlies dat voortvloeit uit het vertrouwen op deze publicatie.

© 2025 Oaklins. All rights reserved.

Oaklins is the collective trade name of independent member firms affiliated with Oaklins International Inc. For details of the nature of affiliation, please refer to www.oaklins.com/legal.