

Hoofdstuk 8 Waardebepaling van een tankstation

‘Wat is de waarde van mijn tankstation?’ is een vraag die dikwijls aan medewerkers van BOVAG Ledenadvies wordt gesteld. Het antwoord op deze vraag is even simpel als complex: dé waarde bestaat niet. Waarde is een subjectief begrip. Dit betekent dat waarde afhankelijk is van mens, plaats, situatie en tijd. Prijzen zijn daarentegen wél door externe partijen waar te nemen. Over waarde doen de meest fantastische indianenverhalen de ronde. Iedereen in de branche kent het fenomeen “een gulden per liter”. Voor het gemak is dit sinds de introductie van de Euro “een euro per liter”. Ook wordt graag door velen de uitslag van de veiling van snelwegstations klakkeloos van toepassing verklaard op de waarde van het eigen station. Hier wordt bovendien nog een grote fout gemaakt door prijs en waarde met elkaar te verwarren. De prijs komt tot stand op de markt, in dit geval de veiling waar vraag en aanbod elkaar ontmoeten. Waarde is voor buitenstaanders niet zichtbaar; waarden doe je iets waar je belang aan hecht. Op de veiling komt dit tot uiting in het verschil tussen biedingen van partijen. Deze twee voorbeelden laten al zien dat waarde een lastig ding is: er wordt geredeneerd vanuit de eigen situatie, in dit geval de eigenaar/verkoper. Overigens zijn zij niet de enigen die zich schuldig maken aan het eenzijdig redeneren in het belang van partijen. De koper, belastingdienst, oliemaatschappij, uittreedende aandeelhouder, scheidende partner en anderen zullen dit ook doen vanuit hun positie. Deze bijdrage poogt een aanzet te geven om het mysterie rondom waarde te ontrafelen en terug te brengen tot reële verwachtingen.

Voor de vuist weg waarden

Laten we het voorbeeld van de “gulden per liter” - regel eens bij de hand nemen. Deze vuistregel stamt uit het begin van de jaren '90 en is afgeleid van een aantal aan-/verkoop transacties uit deze periode. De methode staat bekend als waardering op basis van ‘multiples’ (= grootheid vermenigvuldigd met een factor; in dit geval hoeveelheid maal geld). Een veel gebruikte multiple is de EBITDA-factor. Dit is het resultaat voor rente, belasting en afschrijving maal een factor, bijvoorbeeld 4,5. Het voordeel is dat eenzelfde soort bedrijven vrij eenvoudig met elkaar vergeleken kunnen worden. Het nadeel is dat de specifieke kenmerken van de individuele ondernemingen niet meegenomen worden. Bovendien worden de ontwikkelingen van de markt als geheel, zeg maar de referentie, in de tijd totaal ontzien. Je loopt met deze methode al snel het risico onvergelykbare grootheden te vergelijken.

Dat deze methode onzin is, blijkt al uit het feit van een groot aantal veranderingen sinds de beginjaren '90. Op een enkele lokale omstandigheid na werd er niet of nauwelijks korting aan de pomp gegeven voor het publiek. Sinds de introductie van het onbemande tanken is dit wel anders. Dit heeft uiteraard gevolgen voor de verdien capaciteit van het tankstation. Door nieuwe milieuwetgeving zijn forse investeringen in saneringen en preventieve maatregelen op het tankstation noodzakelijk geworden. Ook heeft de ontwikkeling van de shop niet stilgestaan. De Winkeltijdenwet en de veranderde behoeften van de klant doen de shop er totaal anders uitzien dan ruim 15 jaar geleden, denk aan de verkoop van verse broodjes, carwash en ook aan het verbod om alcohol te verkopen. Meer macro-economisch zijn er grote veranderingen in het autobezit, het autogebruik en de technologie. Deze ‘waardedrijvers’ zijn van grote invloed op de waarde van het tankstation.

Economische waarde

Je kunt deze voorbeelden gebruiken om tot de economische waarde te komen. Economische waarde draait om geld, tijd, risico en onzekerheid.

Geld

Een product of dienst heeft alleen zin als er in de toekomst geld mee wordt verdiend. In de boeken kan staan dat een machine (bijvoorbeeld een brandstofpomp) € 10.000,- ‘waard’ is. Levert deze machine een geldstroom van € 1.500,- tegen een verwacht rendement van 10%, dan is de economische waarde € 15.000,-. Levert deze machine een geldstroom van € 0,-, dan is deze machine in economische zin niets waard. Wat overblijft, is de directe opbrengstwaarde die een opkoper bereid is te betalen. Kijken we bijvoorbeeld naar de ontwikkeling van de brandstofmarge dan zien we dat de hieraan gekoppelde geldstroom sterk kan veranderen: een korting van 1 eurocent per liter (exclusief BTW) brengt per miljoen liter € 10.000,- minder aan geldstroom op! Andersom werkt het natuurlijk ook.

Tijd

Mensen die handelen hebben een tijdsvoorkeur voor geld en goederen: de beschikkingsmacht over goederen hebben ze liever vandaag dan morgen. Vermogensverschaffers hebben de keuze uit verschillende projecten of investeringen waaraan zij het geld kunnen besteden. Door een keus te maken voor de één wordt afgezien van de mogelijke opbrengsten van de ander.

Onzekerheid en risico

Wij handelen per definitie onder onzekerheid, dat deel van de onzekerheid waarover een kansuitspraak kan worden gedaan, wordt risico genoemd. Risico valt dus uit te drukken in een cijfer, onzekerheid niet. Winst is de vergoeding voor onzekerheid. Verstrekkers van vermogen, zowel eigen als vreemd vermogen, zijn bereid dit ter beschikking te stellen indien daar een te behalen rendement tegenover staat. Dit rendement hangt onder meer af van het risico dat de verschaffers van vermogen aan het materialiseren van de geldstroom toekennen. Deze rendementseis bestaat uit de risicovrije rentevoet (= de vergoeding voor het beschikbaar stellen van het geld), de marktrisicopremie (= opslag voor het beleggen in aandelen) en specifieke rendementseisen die te maken hebben met de grootte van de onderneming (= de mate van afhankelijkheid van leveranciers, afnemers en management) en specifieke kenmerken van de onderneming, zoals reputatie, toetredingsbarrières tot de markt en spreiding van activiteiten.

Waarderingsmethode

De waarde van een onderneming kan bepaald worden door gebruik te maken van een groot aantal methoden. De meest voorkomende methoden zijn:

Intrinsieke waarde methode

zichtbaar eigen vermogen volgens de balans aangepast voor over- en onderwaardering van activa en passiva (bijvoorbeeld stille reserves in gebouwen, onderhanden werk, vrijval voorzieningen en bestatinglatenties). De intrinsieke waarde methode kan slechts in een beperkt aantal gevallen worden toegepast. Het gaat daarbij om die situaties waarin de activa van de onderneming zeer courant of liquide zijn. Kortom, er moet een actieve markt bestaan waarop deze activa worden verhandeld. Bij deze methode wordt volstrekt voorbijgegaan aan de potentie van de onderneming en de daarmee te behalen resultaten.

Rentabiliteitswaarde methode

De rentabiliteitswaarde van een onderneming wordt bepaald aan de hand van de genormaliseerde winstverwachting. Deze winst wordt herleid uit de resultaten die de onderneming in het verleden heeft behaald. Door deze genormaliseerde winst te delen door een bepaald rentabiliteitspercentage, ontstaat de rentabiliteitswaarde van de onderneming. Deze methode gaat niet op voor bedrijven met een grillig verloop, er wordt geen rekeninggehouden met fluctuaties van de geldstroom in de toekomst. Bovendien is deze methode gebaseerd op winst en winst is de uitkomst op basis van boekhoudconventies: winst vertegenwoordigt geen geld. De intrinsieke waarde- en rentabiliteitsmethode zijn boekhoudkundige benaderingen en zijn strikt genomen geen waarderingsmethoden. Dit komt omdat lang niet alle van belang zijnde activa (merk, loyaliteit, klanten, productontwikkeling, etc.) en passiva (overeenkomsten, etc.) op de balans staan.

Discounted cashflow methode (DCF)

Bij deze methode gelden de toekomstige vrije geldstromen voor vermogensverschaffers die men met een onderneming kan genereren als uitgangspunt. De waarde van de onderneming wordt benaderd met behulp van een berekening van de contante waarde van deze geldstromen. Een nadeel van de DCF-methode zou kunnen zijn dat deze redelijk complex in de uitvoering is. Anderzijds kan dit ook een voordeel zijn, omdat je uitgaat van zo goed mogelijk geformuleerde verwachtingen. De DCF methode is de meest juiste, omdat deze gebaseerd is op geldstromen en niet op manipuleerbare boekhoudkundige begrippen, zoals winst.

De waardering

De waarde van de onderneming ligt in de toekomst, immers alleen met te realiseren geldstromen kan de investering of de koopsom terugverdiend worden. Voor de koper begint de wereld pas te lopen vanaf het moment van de koop. Alles wat in het verleden heeft plaatsgevonden is leuk voor de geschiedschrijving. Met waarden heeft het echter niets te maken. Ondernemingen zijn er in principe voor de eeuwigheid. Er wordt een verschil gemaakt tussen de prognose- en restperiode. De prognoseperiode kan redelijk worden ingeschat en beslaat een termijn waarin de onderneming aan grote verandering onderhevig is, zoals grote investeringen of forse groei. Deze periode is zo lang als nodig is om tot stabiele geldstroomverwachtingen te komen. De restperiode wordt gekenmerkt door investeringen om de positie te consolideren: de afschrijvingen zijn gelijk aan de investeringen en de mutatie van het werkkapitaal is ongeveer nul. De vrije geldstromen moeten nu nog contant gemaakt worden naar het moment van waarden, immers er bestaat een tijdsvoorkeur voor geld. Bij de DCF-methode wordt dit disconteren gedaan met de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet voor vreemd en eigen vermogen. Voor het vaststellen van deze vermogenskostenvoet kan een gewenste vermogensstructuur bestaan (verhouding eigen – vreemd vermogen op basis van economische waarde, niet van boekwaarde) of kan gekeken worden naar de financieringsmogelijkheden.

De gewenste vergoeding van vreemd vermogen is gebaseerd op de huidige marktrentes en afhankelijk van de mogelijkheden om tegen bepaalde rentepercentages te kunnen lenen. Voor het vaststellen van het gewenste rendement van de eigen vermogensverschaffers worden enerzijds de sterktes en zwaktes van het bedrijf en anderzijds de kansen en bedreigingen in de markt geanalyseerd. De waarde van de onderneming bestaat nu uit alle contant gemaakte geldstromen van de prognose- en restperiode. Voor de waarde van de aandelen moet de ondernemingswaarde worden gecorrigeerd voor eventueel aanwezige de overtollige activa die niet in dienst staan van de onderneming en de werkelijk rentedragende schulden.

Waarderen en taxeren

In de praktijk worden de begrippen waarden en taxeren nogal eens door elkaar gehaald. We hebben net gezien dat waarden een economische achtergrond heeft. Bij het taxeren ligt de nadruk meer op het schatten van een toekomstige prijs. Taxeren werkt het beste als men beschikt over referentiegegevens. Veel gebruikte methoden uit de taxatieleer verwijzen hiernaar: de vergelijkingsmethode, de (huur) kapitalisatiemethode en de vervangingswaardemethode. Vaak worden deze methoden gebruikt in relatie tot (commercieel) onroerend goed. Indien het doel van de taxatie deze verbinding met het onroerend goed legt, is hier niets mis mee (bijvoorbeeld als zekerheid voor financiering). Het wordt echter drijfzand indien we de 'waarde' van het onroerend goed en opstellen vaststellen aan de hand van de activiteit die er op of in plaatsvindt. Een grondige economische analyse ontbreekt vaak. Een onderneming (een verzameling geldstromen) is bovendien iets anders dan onroerend goed (een verzameling stenen). Desalniettemin kent onroerend goed in een aantal gevallen ook een geldstroom, namelijk huur. Huur is vaak contractueel gebonden en kent daarom minder risico dan een markt van vraag en aanbod waar een onderneming mee te maken heeft. Bij taxaties wordt vaak gesproken over 'objectieve waarden', denk aan de WOZ-waarde van het tankstation. Het is een economische misvatting om over een objectieve waarde te praten. Immers, de waarde die wordt toegekend aan het object (tankstation) wordt bepaald door het subject vanuit de doelstelling en het toegekende nut. De handelende mens (subject) zal door situatie en positie aan hetzelfde object een verschillende waarde toekennen. Het voortzetten van de onderneming in zijn huidige vorm ('going concern') of met een andere vermogensstructuur ('stand alone') of voor het vergroten van het marktaandeel/realiseren van schaalvoordeel ('strategisch') zal voor hetzelfde object verschillende waarden tot uitkomst hebben. Kortom, het gaat niet om het object zelf maar om datgene wat je met een object kunt bereiken. Voor een tankstation zijn dus niet alleen de zichtbare activa van belang, maar met name wat je daarmee kunt doen: hoeveel en welk type klanten (particulier, fletcard, etc.), concurrentie (korting op pompprijs), welk merk (A-merk of wit), welke loyaliteitsactie (zegeltjes, spaarpunten, etc.), marketing (landelijk, lokaal), medewerkers (opleiding, training) en management (ondernemer, bedrijfsleider). Uiteindelijk worden deze zichtbare en onzichtbare activa en passiva vertaald in een geldstroom, waarvan de economische waarde kan worden bepaald.

Rekenvoorbeeld

Op basis van een grondige analyse (concurrentie, ontwikkeling autobezit en autogebruik, behoeften van klanten, infrastructuur, merk/loyaliteit, etc.) is de volgende informatie van tankstation 'Op de Bies' gegeven:

Waardering tankstation 'Op de Bies' (in € 1.000) DCF methode

	2009	2010	2011	2012	Restperiode
BEDRIJFSRESULTAAT	195,00	210,00	230,00	255,00	260,10
BELASTING	(49,73)	(53,55)	(58,65)	(65,03)	(66,33)
NETTO OPERATIONEEL RESULTAAT	145,28	156,45	171,35	189,98	193,77
AFSCHRIJVINGEN	40,00	34,00	23,00	12,00	11,00
INVESTERINGEN	(20,00)	(30,00)	(20,00)	(10,00)	(11,00)
MUTATIE WERKKAPITAAL	(2,00)	(3,00)	(4,00)	(5,00)	-
MUTATIE VOORZIENINGEN	-	6,00	-	-	-
VRIJE GELDSTROOM	163,28	163,45	170,35	186,98	193,77
AANNAMES					
Gemiddelde vermogenskostenvoet		15%			
Gemiddelde groeivoet restperiode (inflatie)		2%			
Overtollige vaste activa (liquide middelen)		75			
Rentedragende schulden		125			

Waardeberekening (per waarderingmoment 1 januari 2009)

	2009	2010	2011	2012	Restperiode
VRIJE GELDSTROOM	163,28	163,45	170,35	186,98	193,77
DISCONTERINGSVOET	1,15	1,32	1,52	1,75	1,75
CONTANTE WAARDE	141,98	123,59	112,01	106,90	852,24
Ondernemingswaarde (som contante waarde vrije geldstromen)					
			1.336,72		
+ overtollige vaste activa (liquide middelen)			75,00		
- rentedragende schulden			(125,00)		
WAARDE 100% VAN DE AANDELEN			1.286,72		

Wordt dezelfde informatie gebruikt om een waardering op basis van de rentabiliteitswaarde methode vast te stellen, dan ziet de opstelling er zo uit:

Waardering tankstation 'Op de Bies' (in € 1.000) Rentabiliteitswaarde methode

	2009
BEDRIJFSRESULTAAT	195,00
FINANCIEEL RESULTAAT	(5,00)
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN	190,00
BELASTING	(48,45)
RESULTAAT NA BELASTINGEN	141,55
AANNAMES	
RENTABILITEITSEIS	15%

Waardeberekening (per waarderingmoment 1-1-2009)

ONDERNEMINGSWAARDE (RENTABILITEIT)	943,67
+ OVERTOLLIGE VASTE ACTIVA (LIQUIDE MIDDELEN)	75,00
- RENTEDRAGENDE SCHULDEN	(125,00)
WAARDE 100% VAN DE AANDELEN	893,67

Het verschil in uitkomst wordt verklaard doordat bij de rentabiliteitsmethode geen rekening wordt gehouden met de ontwikkeling van het tankstation (investeringen – groei), er wordt slechts één jaar in de berekening meegenomen. Bovendien wordt uitgegaan van boekhoudkundige winst (arbitrair!) en niet van vrije geldstromen.

Conclusie

Het vaststellen van de waarde van een onderneming, bijvoorbeeld een tankstation, is altijd subjectief. Op basis van economische waarderingsregels kan dit eenduidig gebeuren. Bij het toepassen van boekhoudkundige regels ontstaan verschillen. Het is vooral belangrijk om geen valse verwachtingen te wekken. Waarderen is een nauwgezette bezigheid en wordt gekenmerkt door consistent redeneren. Het inzetten van een specialist bij belangrijke beslissingen (overname, investering, wijzigen vermogensstructuur, etc.) is daarbij geen overbodige luxe.

drs. Toon Ligtenberg RV

De auteur heeft onder meer gebruik gemaakt van suggesties van drs. Jan Vis MBA RV, eventuele onnauwkeurigheden blijven voor rekening van de auteur.

Toon Ligtenberg is overname adviseur en waarderingsdeskundige en lid van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (www.nirv.nl)