

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Fusie & overname Jaarcongres 2015



Voorstellen

drs. Chris Denneboom

cdenneboom@valuepro.nl

Register Valuator

Register adviseur bedrijfsopvolging

Gerechtigd deskundige

Bestuurslid NIRV



BEDRIJFSWAARDERING & ADVIES



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Hoe komt het dat waarderingen van jonge (ICT) bedrijven zo onlogisch lijken?

Zalando, WhatsApp, Alibaba, Tom Tom, etc.

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r)^N}$$

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

vanwaarde

Het waarderen van een bedrijf is ingewikkelde materie. Voor bedrijven die behoren tot de oude economie is er nog enige logica aanwezig. Heel anders is dit bij ondernemingen van de nieuwe economie zoals WhatsApp en Alibaba. Bij deze bedrijven staat de waardering in een ogenschijnlijk zeer onlogische verhouding tot de winst. Daardoor rijst de vraag of het waarderen van een webshop en vergelijkbare ICT-bedrijven een specifieke aanpak vraagt en of hier speciale methodes voor zijn.

HOE WAARDEER JE EEN webshop?

In de basis is het waarderen van een webshop gelijk aan het waarderen van andere ondernemingen. Je prognosticeert de toekomstige geldstromen en maakt deze vervolgens contant legen een gekozen rendementss (DCF-methode). Afhankelijk van de prognose kun je bij tussentijdse beslismomenten een variant op de DCF-methode toepassen. Hiermee houd je rekening met de waarde van toekomstige beslissingen. Zulke varianten zijn bijvoorbeeld real options waardering of stochastische waardering.

NIEUWE PADEN VERKENNEN
Het grote verschil zit dan ook niet in de methode maar in de kwalitatieve analyse van de prognose. Bij de 'oude bedrijven' kun je nog enigszins gemakzuchtig naar in het verleden gerealiseerde rendementen kijken. Die pas je vervolgens aan naar toekomstige marktontwikkelingen. Deze aanpassingen hebben weliswaar een subjectief karakter waardoor ook een subjectieve waarde ontstaat, maar hebben tegelijkertijd wel een logisch referentiekader. Bij de waardering van een 'nieuw bedrijf' moet een RV anders te werk gaan. Hij moet zich zowel uitgebreid verdiepen in het business model van de onderneming als in de aanpassende bedrijfsmodellen waar het waarderingsonderwerp mee te maken heeft. Voor de prognose kun je niet terugvallen op het verleden. Je dient nieuwe paden te verkennen en out of the box te denken.

ANDERE PARAMETERS BIJ WAARDERING
Wellicht lijken de bekende transacties onlogisch. Toch zit er uiteindelijk een beoogd verdienmodel achter waardoor de investering in normale verhouding staat tot het beoogde rendement. Neem als voorbeeld Zalando. De webshop is in haar thuismarkten Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland een belangrijke speler met een marktaandeel van 2% in de totale verkopen van schoenen en kleding. In de andere West-Europese landen waar Zalando actief is, blijft het marktaandeel nog in de kinderschoenen. Het resultaat van Zalando wordt daarom in belangrijke mate beïnvloed door opstartkosten van nieuwe markten en hoge uitgaven voor media. De huidige beurswaardering is echter gebaseerd op het gebod in de groei van het marktaandeel en de verbetering van het resultaat door het wegvalen van opstartkosten en het bereken van schaalvoordelen.

drs. Chris Denneboom RV RAB
partner en gespecialiseerd deskundige bij
ValuePro bedrijfswaardering & advies

Onlangs was ik betrokken bij de verkoop van een kleine webwinkel. Het rendement lag rond het nulpunt. Toch betaalde de geïnteresseerde uiteindelijk €100.000 voor de activa die bestonden uit een website en een klantenbestand. Vooral dat (hoogwaardige) klantenbestand vond de koper interessant. De prijs die hij betaalde werd niet bepaald door het mogelijke rendement ervan, maar door de besparing op de kosten om een vergelijkbaar klantenbestand op te bouwen.

4

5

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Webshop	2011	2012	2013
Omzet	11.000	249.000	368.000
Inkoopwaarde	16.000	221.000	279.000
Afschrijvingen	1.000	5.000	5.000
Overige bedrijfskosten	5.000	45.000	60.000
EBIT	-11.000	-22.000	24.000
EBITDA	-10.000	-17.000	29.000

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Zalando boekt de eerste winst en gaat naar de beurs voor 5 miljard

Zalando maakte vorige week bekend een deel van haar aandelen naar de beurs te willen brengen. Investerder en 37% belanghouder Kinnevik betaalde 287 miljoen euro voor een uitbreiding van haar belang met 10% waarmee de waardering van dat moment op 2,87 miljard uitkwam. De kwartaalresultaten van Zalando ontwikkelen zich positief maar met een EBIT van 12 miljoen over het eerste halfjaar lijkt de stap naar een waardering van 5 miljard erg groot. Grofweg dient voor een waardering van 5 miljard een vrije geldstroom van 320 miljoen per jaar aanwezig te zijn. Het rendement dient in absolute zin 18 keer zo hoog te worden om een dergelijke waardering te rechtvaardigen. Is dit haalbaar voor deze succesvolle internet retailer?



De cijfers op een rij

Het bedrijf is erg zuinig met het vrijgeven van financiële data maar Als we iets preciezer naar de cijfers uit de diverse [persberichten](#) kijken dan kunnen we een aantal conclusies trekken. Zalando is het sterkst in haar thuismarkten de Duits sprekende landen Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland, ook wel DACH regio genoemd. Zij is sinds de oorsprong in 2008 in deze regio actief. De omzet in deze regio bedraagt 600 miljoen in het eerste half jaar. Als we dit met seizoensinvloed naar jaarbasis extrapoleren dan is de verwachte jaaromzet 1,25 miljard in de DACH regio. Dat betekent dat er een gemiddelde besteding in de regio is van € 12.70 per inwoner. Dit komt grofweg neer op een marktaandeel in de totale markt van

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Zalando	2014	2014	2014
	Realisatie	Prognose	Totaal
(bedragen x € 1.000.000)	1e half jaar	2e half jaar	
Omzet	1.047	1.153	2.200
EBIT	12	50	62
Beursgang			
Introductiekoers 30-09-2014	21,50		
Waarde (x € 1.000.000)	5.300		
Openingskoers			
Waarde (x € 1.000.000)	5.941		
Koers 30-11-2015			
Waarde (x € 1.000.000)	7.888		

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Land	Inwoners
Duitsland	81.890.000
Oostenrijk	8.462.000
Zwitserland	7.997.000
DACH inwoners	98.349.000
Totaal overig	329.641.441
Totaal inwoners	427.990.441

Besteding per hoofd aan kleding en schoenen	700
Besteding in marktgebied (x € 1.000.000)	299.593
Marktaandeel	4,00%
Verwachte omzet Zalando (x € 1.000.000)	11.984
EBIT	5,00%
EBIT (x € 1.000.000)	599
Belasting (x € 1.000.000)	150
Vereenvoudigde FCF (x € 1.000.000)	449
Waarde Zalando bij WACC 8% (x € 1.000.000)	5.617

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Zalando en de webshop zijn jonge bedrijven
business model bekend en te doorgronden.

Maar hoe te handelen bij start up's?

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Wat is een start up?

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Wat is een start up?

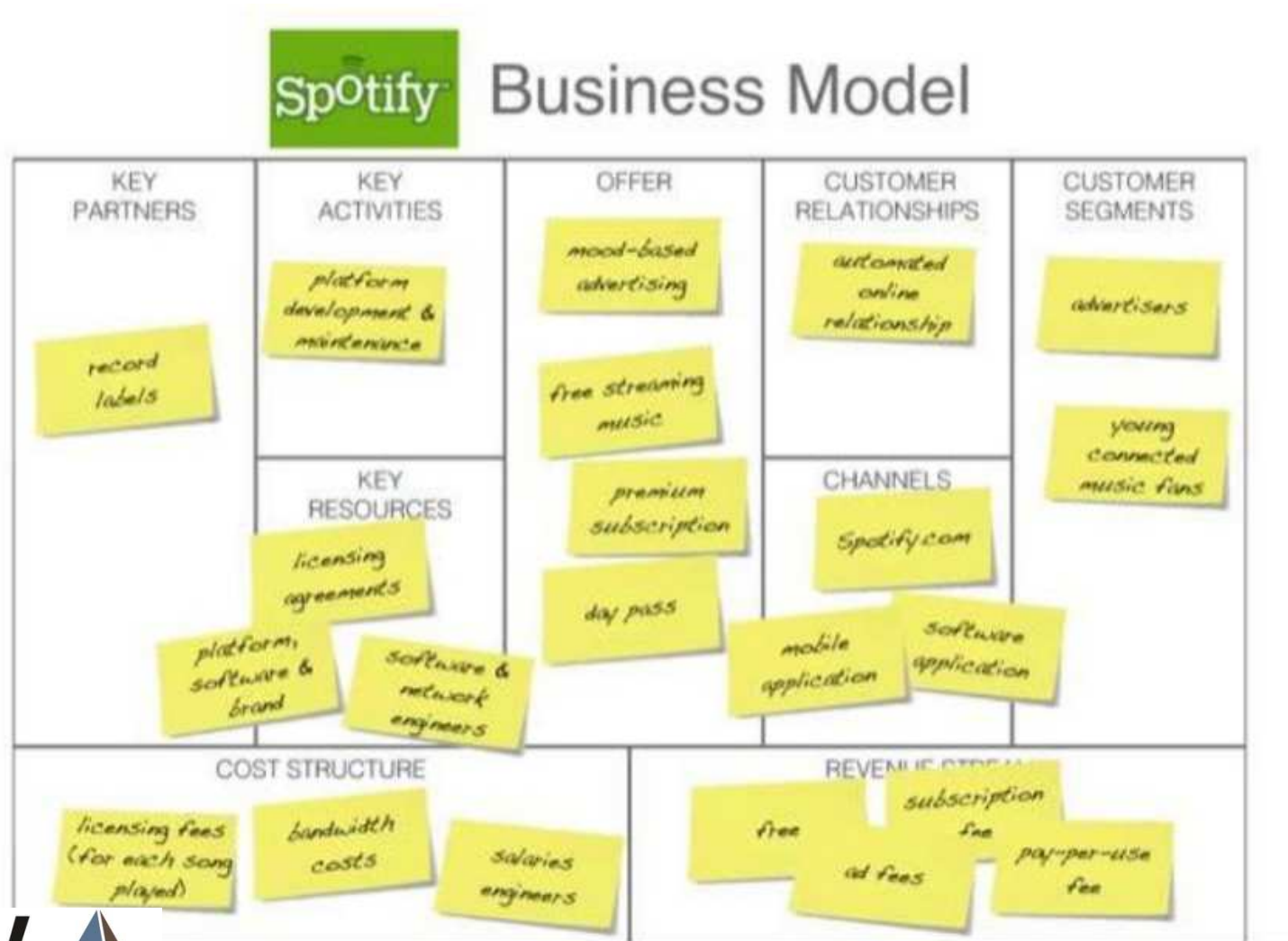
Een start up is een product of dienst dat nog op zoek is naar een werkend businessmodel.

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

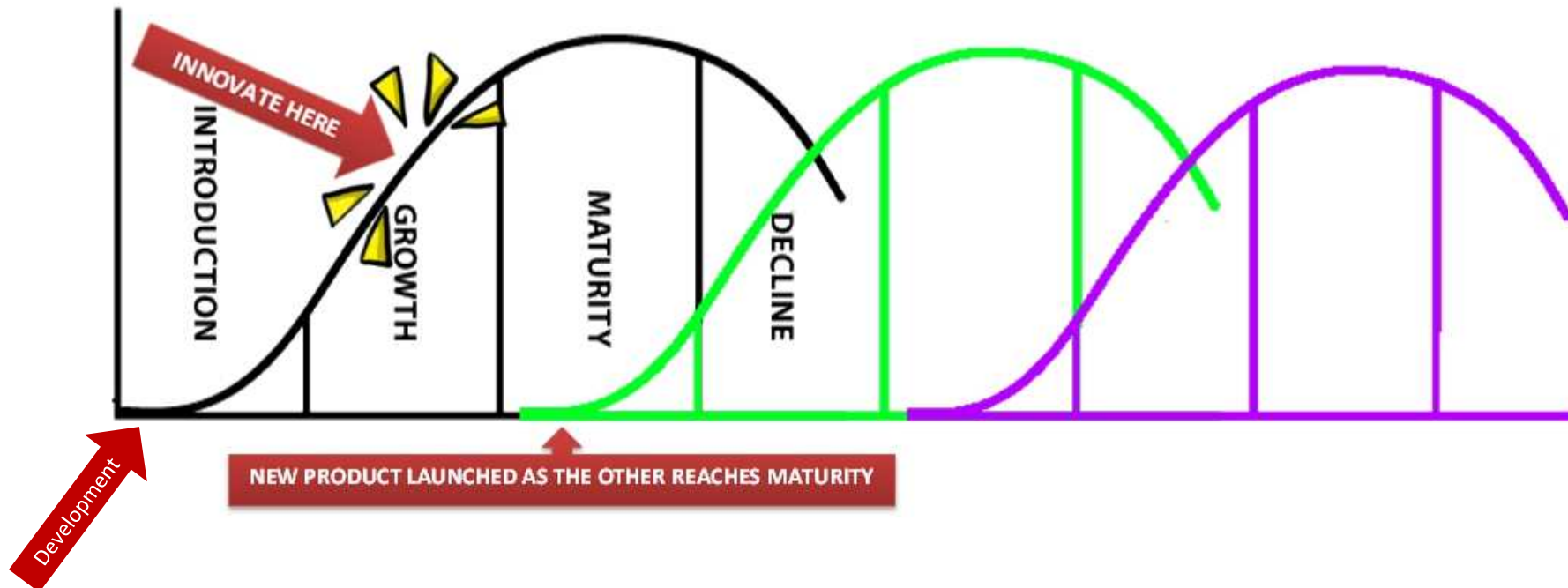
Wat is een start up?



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Computable Awards

[Home](#) | [Awards](#) | [Computable Award](#)

Juryrapport: IreckonU



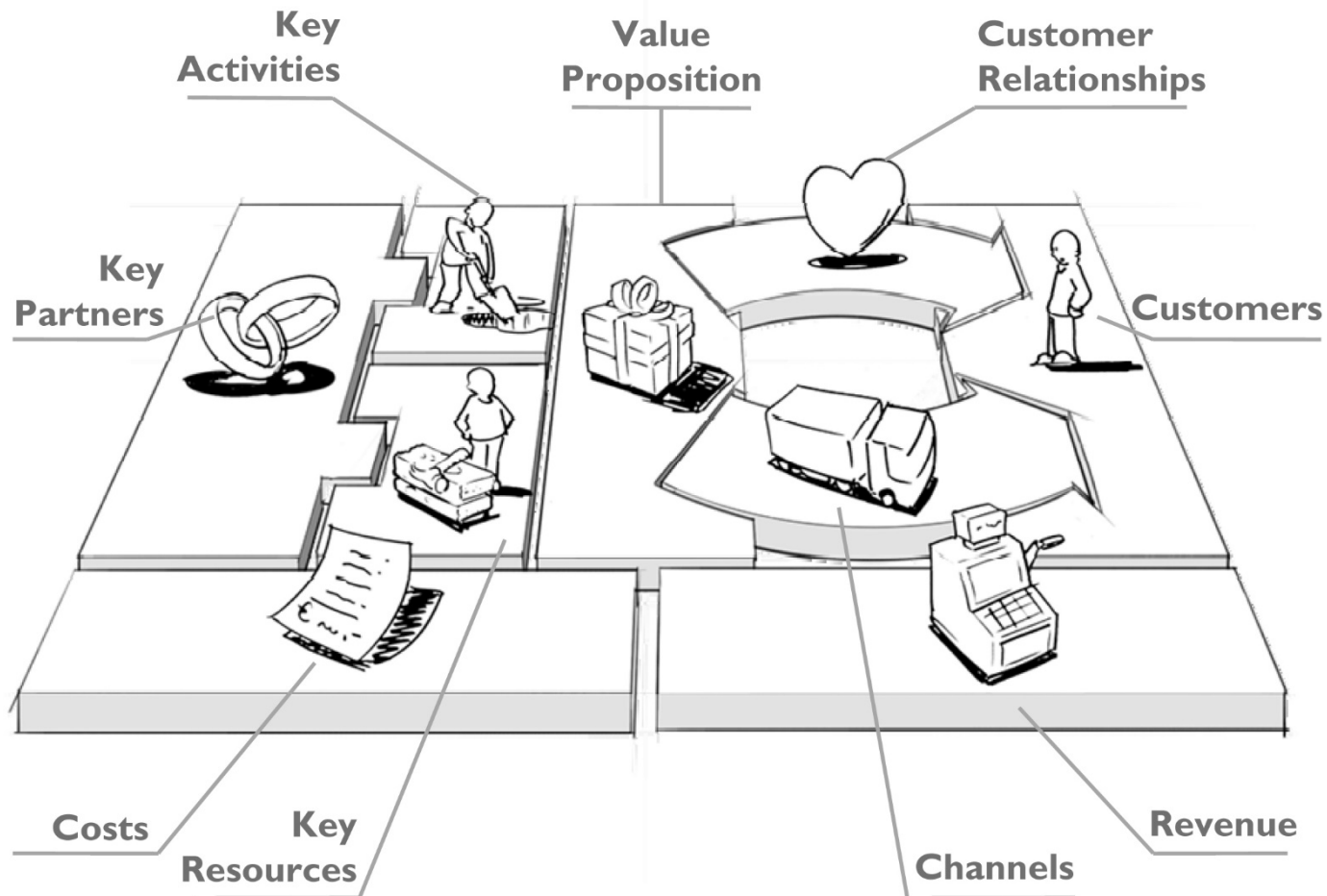
Sebastiaan Hoofd, jurylid voor de start-up categorie, licht de nominatie toe.

Computable Awards 2015

Genomineerd voor Nederlandse start-up van het jaar

IreckonU ontwikkelt oplossingen voor de hospitality sector, om de beleving voor hotelgasten te optimaliseren. De hotelbranche heeft te maken met veel autonome softwaresystemen die voor complexiteit en inefficiëntie zorgen. IreckonU komt met de oplossing, waardoor er voor de gasten een ongekende gepersonaliseerde hotelervaring wordt gerealiseerd.

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



drawings by JAM

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Kritische succesfactor

Unique Selling Proposition

Sustainable competitive advantage

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Wat is nu het effect op de waardering?

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Wat is het effect op de waardering?

Jonge (ICT) bedrijven hebben geen historie die houvast geeft voor de prognose.

Is er een bestaand verdienmodel of is het verdienmodel compleet nieuw?

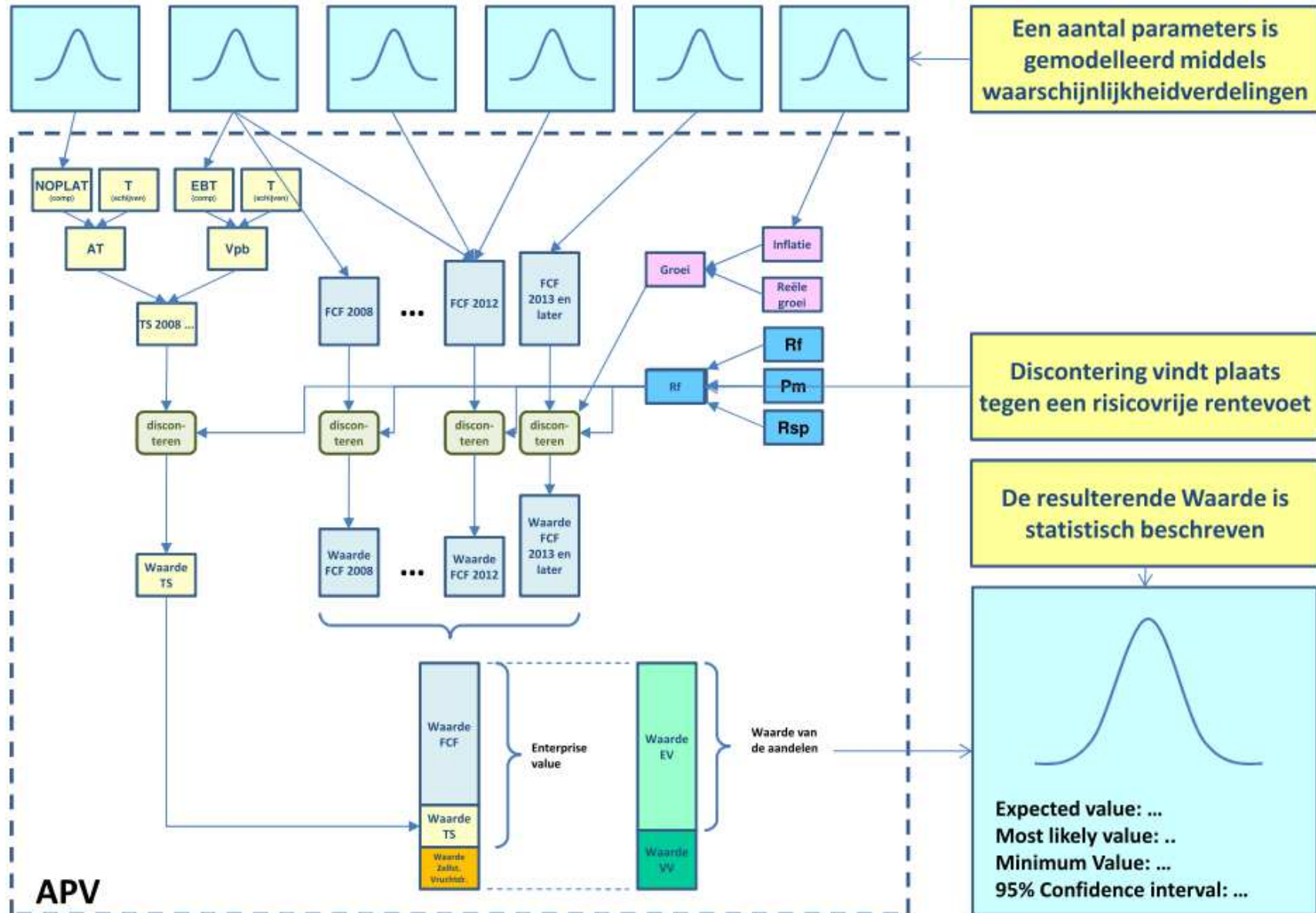
Verdienmodel volledig doorgronden.

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

2 fasen model

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r)^N}$$

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Real options

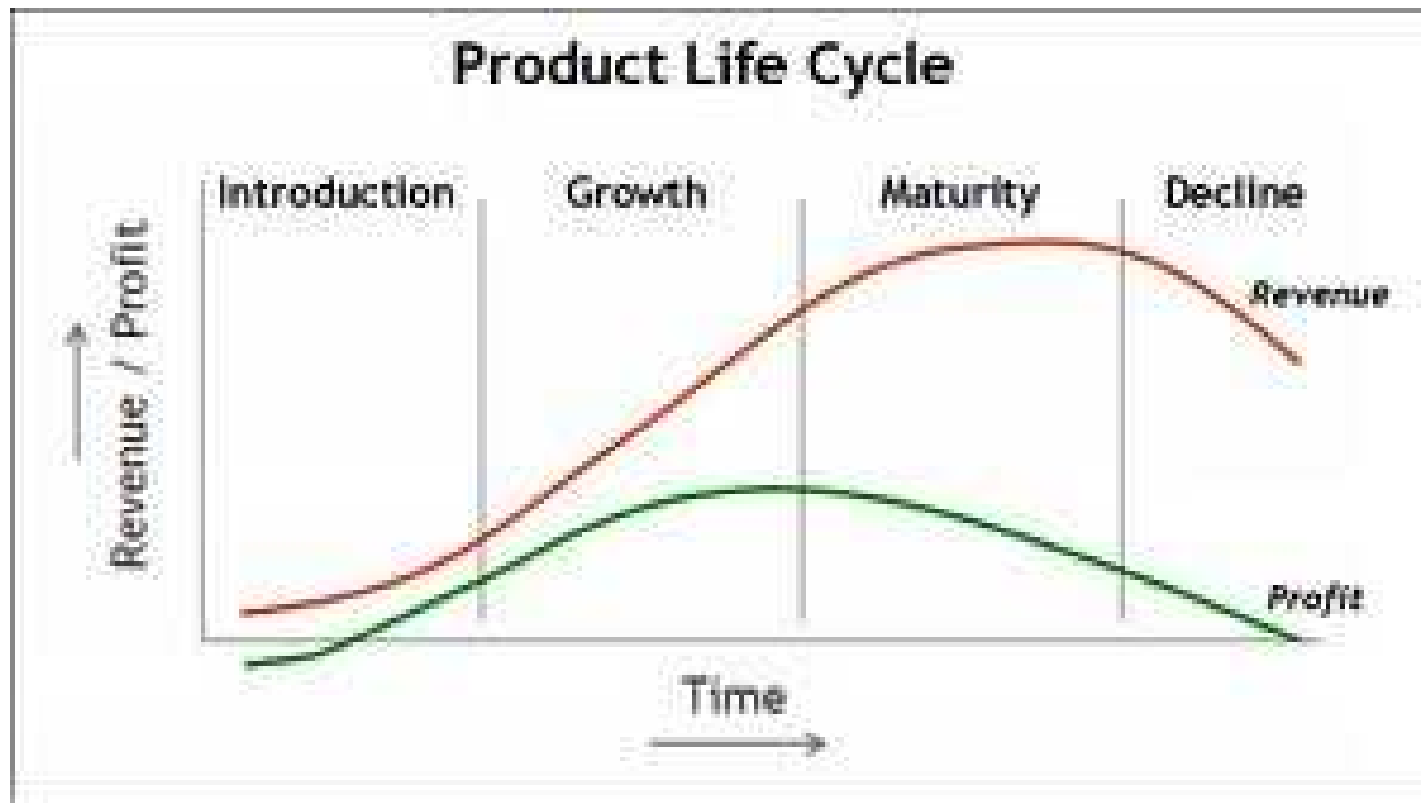


Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

2 fasen model

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r)^N}$$

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



Workshop waardering van jonge ICT bedrijven

Wees kritisch over het SCA in de restwaarde.

Wees reeel over de alternatieve mogelijkheden (make or buy).

Blijf echter ook open staan voor andere verdienmodellen bij dezelfde customer base.

Workshop waardering van jonge ICT bedrijven



download handout's www.valuepro.nl/publicaties