



The Integrated Experience

# Multidisciplinair samenwerken in de praktijk

(casus waarderen bij herstructureren)

*Steven van Straten (DRV)*

*Lars van Heeren (CrossMinds)*

*Leonoor de Kruif (Sdu)*

18 november 2021 – Kanaal30 Utrecht

Sdu

# 1. Agenda

- 1 Stellingen
- 2 Casus
- 3 Waardering
- 4 Vragen?



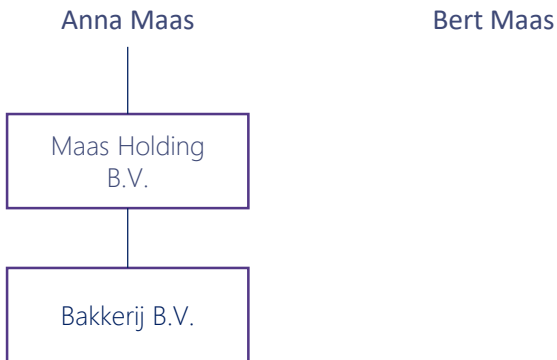
# 1. Stellingen

Voorafgaand aan de casus leggen we je graag wat stellingen voor.

Ga naar <https://menti.com>

En voer de code **90383539** in

## 2. Casus



### Bedrijfsoverdracht

- Anna Maas houdt alle aandelen in Maas Holding B.V.
- Maas Holding B.V. houdt alle aandelen in Bakkerij B.V. In Bakkerij B.V. wordt de onderneming uitgeoefend (een bakkerij).
- Anna Maas heeft een zoon, Bert Maas. Bert werkt al vijf jaar voor de onderneming en heeft zichzelf inmiddels bewezen.
- Anna Maas wil graag een belang van 25% in Bakkerij B.V. overdragen aan haar zoon. Zij vraagt aan jou hoe zij dit het beste kan doen.

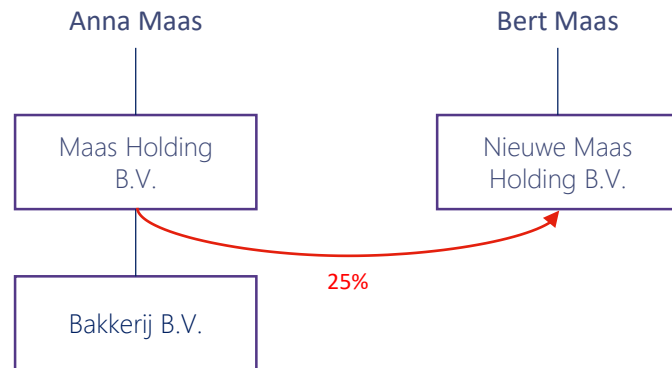
## 2. Hoe bereik ik de beoogde structuur?

Ga naar <https://menti.com> en voer de code **90383539** in

Antwoordmogelijkheden:

- Schenking onderlangs (aandelen Bakkerij B.V.)
- Schenking bovenlangs (aandelen Maas Holding B.V.)
- Splitsing (Maas Holding B.V.)
- Andere optie

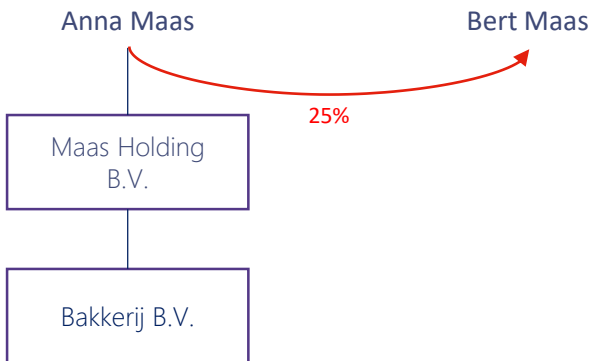
## 2. Bedrijfsopvolging: Schenking onderlangs



### Bedrijfsoverdracht

- Bij optie 1 richt Bert Maas een eigen holding, Nieuwe Maas Holding B.V. op. Vervolgens worden de aandelen Bakkerij B.V. geschonken aan Nieuwe Maas Holding B.V.
- Gevolgen?
  - AB: Verkapte uitdeling Maas Holding B.V. aan Anna Maas voor de waarde economisch verkeer van de uitgekeerde aandelen Bakkerij B.V.
  - Dividendbelasting blijft op verzoek achterwege (art. 4f DB)
  - Renteloos uitstel betaling mogelijk voor een periode van tien jaar (art. 25, lid 11 IW)
  - Bert heeft een hoge verkrijgingsprijs i.v.m. afrekening AB.
  - SW: BOR van toepassing (Besluit BLKB 2012/1221M, onderdeel 3.8).

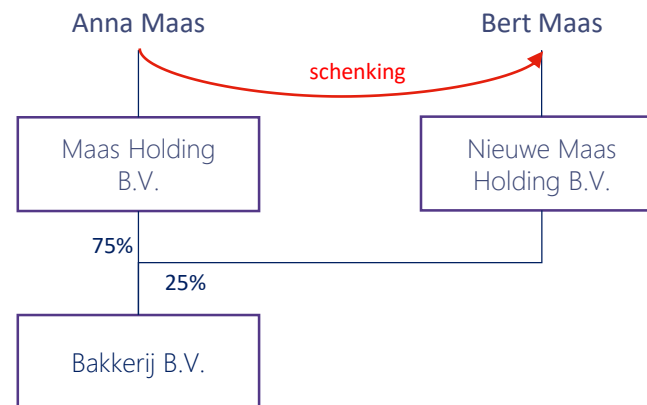
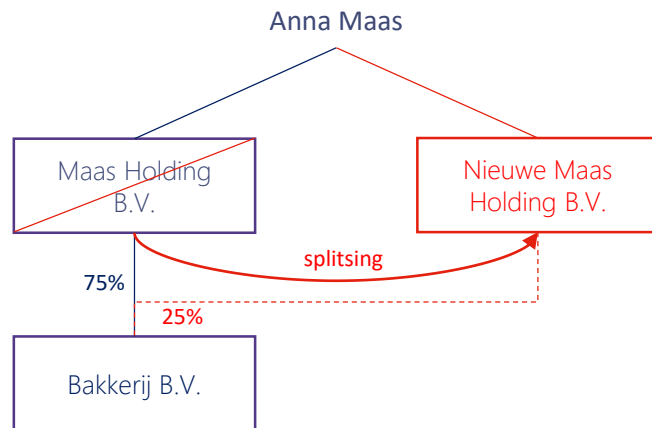
## 2. Bedrijfsopvolging: schenking bovenlangs



### Schenking bovenlangs

- Bert krijgt een belang in Maas Holding B.V. geschonken
- BOR van toepassing 35c SW (Besluit BLKB 2012/1221M, onderdeel 3.8).
- BOR inkomstenbelasting van toepassing 4.17c IB
- Gewenst?
  - Eventueel beleggingsvermogen in Maas Holding B.V. gaat ook over.
  - Bert krijgt een belang in holding Anna wat niet gewenst is.
  - Geen eigen personal holding. Gevolg inbreng belang Maas Holding B.V. in Nieuwe Maas Holding B.V. voor IB en SW?

## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing



### Splitsing

Maas Holding B.V. splitst vermogen af naar een nieuw op te richten vennootschap, Nieuwe Maas Holding B.V. De aandelen in deze vennootschap worden vervolgens geschonken aan Bert Maas.

Gevolgen?



## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing

### Inkomstenbelasting

- Artikel 4.16, lid 1, onderdeel d Wet IB stelt dat er sprake is van een fictieve vervreemding van het AB voor Anna Maas.
- Verzoek op basis van artikel 4.41, lid 2 Wet IB juncto artikel 3.56 Wet IB om vervreemdingsvoordeel niet in aanmerking te nemen.
- Er is geen sprake van het ontgaan of uitstellen van belastingheffing aangezien de splitsing is gericht op een reële bedrijfsoverdracht (Staatssecretaris, OFM 2010)
- Verzoek doorschuiven verkrijgingsprijs op basis van artikel 4.42, lid 2 Wet IB.

### Vennootschapsbelasting

- Verzoek splitsing art. 14a, lid 2 Wet VPB.
- Indien fiscale eenheid wordt verbroken controleren of sanctie artikel 15ai Wet VPB van toepassing is.

## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing

### Schenking: gevolgen IB

- Schenking zorgt voor vervreemding aandelen tegen WEV aandelen (artikel 4.22 Wet IB).
- Bedrijfsopvolgingsregeling artikel 4.17c (op verzoek) van toepassing: let op 36 maanden dienstbetrekking en ondernemingsvermogen. Doorschuiven verkrijgingsprijs vervolgens mogelijk op basis van artikel 4.39c Wet IB.
- Werkzaamheden Bakkerij B.V. tellen mee voor 36-maandsperiode (art. 26d Uitv. Reg IB).

Let op voortzettingseis art. 35e SW! Indien binnen 5 jaar geen onderneming meer geen terugname ab-claim, maar wel terugname faciliteit voor de schenkbelasting.

## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing

### Schenking: gevolgen SW

- De BOR van artikel 35b SW is van toepassing op deze schenking.
- Vrijstelling van € 1.119.845 (2021) voor 100% en alles hierboven voor 83% (niet per begiftigde, maar per onderneming).
- De vrijstelling ziet op de waarde van de aandelen en het hierin aanwezige ondernemingsvermogen. Beleggingsvermogen in beginsel niet onder BOR. Tot vijf procent van de waarde van het ondernemingsvermogen kan als beleggingsvermogen worden mee geschonken (35c, lid 1, onderdeel c, 2° SW).
- Afstemmen met fiscus dat Nieuwe Maas Holding B.V. voldoet aan de bezitsperiode aangezien de aandelen Bakkerij B.V. al meer dan vijf jaar in bezit zijn (artikel 35d SW). Formeel zorgt splitsing ervoor dat er een nieuwe 5-jaarstermijn gaat lopen op niveau Nieuwe Maas Holding B.V., maar materieel blijft Bakkerij B.V. in bezit van Anna Maas.
- Alternatief: afsplitsen vermogensbestanddelen die je wilt behouden en schenken aandelen 'oude holding'.
- Let op voortzettingseis art. 35e SW! Indien binnen 5 jaar geen onderneming meer geen terugname ab-claim, maar wel terugname faciliteit voor de schenkbelasting.

## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing

Hoe bereik  
ik de  
beoogde  
structuur?

Schema BOR		Bezitsperiode erflater / schenker	Dienstbetrekking verkrijger	Voortzettings- vereiste	Fiscaal gevolg	Beleggings- vermogen max.
Aanmerkelijk belang	Schenken	geen	36 maanden	geen	uitstel	5%
	Overlijden	geen	geen	geen	uitstel	5%
Schenk- en erfbelasting	Schenken	5 jaar	geen	5 jaar	afstel	5%
	Overlijden	1 jaar	geen	5jaar	afstel	5%

## 2. Bedrijfsopvolging: Splitsing

### Samenwerking

- Fiscalist(en): bij de bedrijfsoverdracht heb je in ieder geval te maken met o.a. de inkomstenbelasting, vennootschapsbelasting en schenkbelasting.
- Notaris: opstellen splitsingsvoorstel en akten.
- Accountant:
  - Jaarrekeningen laatste drie jaar. Indien splitsing na 1 juli eveneens tussentijdse vermogensopstelling.
  - Verklaring dat ruilverhouding splitsing redelijk is.
  - Als de splitsende vennootschap na de splitsing voortbestaat: verklaren dat waarde achterblijvend vermogen vermeerderd met (eventueel) verkregen aandelen gelijk is aan gestort kapitaal en opgevraagde deel van het kapitaal + wettelijke en statutaire reserves.
- Waarderingspecialist: waardering onderneming t.b.v. schenking.
- Bank: afstemming indien er schulden/hypotheken of een RC-faciliteit is.

### 3. Waardering – waarom waarderen

#### Aanleiding

---

- Koop – Verkoop
- Overdracht, familieopvolging
- Fusies
- Geschillen
- Echtscheidingen
- Overlijden
- Emigratie
- Informatievoorziening
- Schenkingen

#### Reden

---

- Basis prijsbepaling
- Fiscale doeleinden
- Juridische doeleinden

### 3. Waardering – voorbeeld

Balans Activa	2015	2016	2017	2018
	(A)	(A)	(A)	(A)
<b>Materiële vaste activa</b>				
Bedrijfsgebouwen en -terreinen	5.431.853	5.208.801	6.568.308	6.482.422
Andere vaste bedrijfsmiddelen	1.163.914	957.876	2.554.672	2.478.718
	6.595.767	6.166.677	9.122.980	8.961.140
<b>Financiële vaste activa</b>				
Andere deelnemingen	4.955.182	3.951.483	200	200
Overige effecten	24.576	24.576	26.076	26.076
Vordering op groepsmaatschappijen				1
Latente belastingvordering	83.670	53.702	37.091	22.000
	5.063.428	4.029.761	63.367	48.277
<b>Voorraden</b>				
Voorraden	9.348.903	8.989.023	18.432.194	19.521.359
	9.348.903	8.989.023	18.432.194	19.521.359
<b>Vorderingen</b>				
Debiteuren	3.383.504	3.226.884	4.250.513	2.508.410
Belastingen en premies sociale verzekeringen	202.540	192.519	122.862	181.479
Overige vorderingen en overlopende activa	154.735	400.762	630.934	743.139
	3.740.779	3.820.165	5.004.309	3.433.028
<b>Liquide middelen</b>	651.752	762.045	1.225.643	459.612
<b>Totaal</b>	25.409.649	23.767.671	33.848.493	32.423.416

Balans Passiva	2015	2016	2017	2018
	(A)	(A)	(A)	(A)
<b>Eigen vermogen</b>				
Geplaast kapitaal	5.502.000	5.502.000	5.502.000	5.502.000
Wettelijke en statutaire reserves	1.952.538	1.292.351	1.410.484	1.375.812
Onverdeelde winst	-244.167	-484.392	-288.304	68.380
Overige reserves	4.713.208	5.017.378	4.567.659	4.314.027
Aandeel van derden in het groepsvermogen	9.333	9.265	10.229	10.116
	11.932.912	11.336.602	11.202.068	11.270.335
<i>Solvabiliteit</i>	47%	48%	33%	35%
<b>Voorzieningen</b>				
Voorziening voor personeelsbeloningen		-	280.910	314.122
Overige voorzieningen	221.624	237.066	217.839	204.515
Voorziening latente belastingverplichtingen	284.225	267.813	397.816	385.005
	505.849	504.879	896.565	903.642
<b>Langlopende schulden</b>				
Hypothecaire leningen	2.435.046	1.718.968	5.795.218	5.860.472
Leningen o/g	200.000	250.000	720.000	1.735.000
Financieringen	267.469	239.365	192.636	136.330
	2.896.960	2.202.778	6.702.299	7.726.247
<b>Kortlopende schulden</b>				
Kredietinstellingen	7.155.574	7.399.683	7.338.982	4.505.402
Aflossingsverplichtingen	1.376.128	1.083.104	1.066.645	1.024.468
Schulden aan leveranciers en handelskrediet	536.005	305.677	3.063.529	4.452.780
Schulden aan participanten	418.861	376.008	330.644	296.503
Belastingen en premies sociale verzekeringen	120.779	124.084	154.806	592.624
Overige schulden en overlopende passiva	466.581	434.856	3.092.955	1.651.415
	10.073.928	9.723.412	15.047.561	12.523.192
<b>Totaal</b>	25.409.649	23.767.671	33.848.493	32.423.416

### 3. Waardering – intrinsieke waarde

- Is gelijk aan het verschil tussen bezittingen en schulden, dus het eigen vermogen
- De bezittingen worden hierbij verhoogd met stille reserves onder aftrek van de hierover verschuldigde belasting

#### Voordelen

---

1. Praktisch / snel uitvoerbaar
2. Weinig discutabel (stille reserves onderbouwen met transacties)

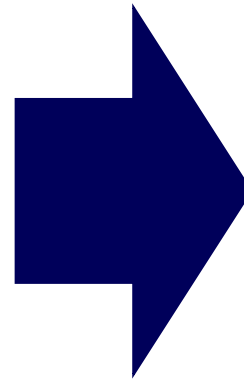
#### Nadelen

---

1. Momentopname
2. Gaat voorbij aan de winstcapaciteit / winstgevendheid
3. Gebaseerd op en beïnvloedbaar door grondslagen voor verslaggeving



### 3. Waardering – intrinsieke waarde



### 3. Waardering – De multiple methode

- Waardebepaling (of beter gezegd prijsbepaling) op basis van vergelijking met huidige marktwaarde van vergelijkbare ondernemingen (bijv. koers-winstverhouding) of recente referentie transacties.

#### Voordelen

---

1. Praktisch / snel uitvoerbaar
2. Houdt rekening met de markt waarin de onderneming opereert

#### Nadelen

---

1. Weinig echt passende multiples (geen onderneming / deal is hetzelfde)
2. Moment transactie is sterk van invloed op multiple, moment van levenscyclus van de onderneming
3. Niet toekomstgericht, houdt geen rekening met benodigde investeringen
4. Houdt geen rekening met risico, vermogensstructuur en tijdswaarde

### 3. Waardering – De multiple methode

	H2-2020	Correctie	H1-2021
IT-dienstverlening & Software ontwikkeling	6,5	+ 0,05	6,55
Gezondheidszorg & Farmacie	6,25	+ 0,05	6,3
Agri & Food	5,6	+ 0,05	5,65
E-commerce	5,55	+ 0,10	5,65
Groothandel	5,5	0	5,5
Industrie & Productie	5,25	+ 0,10	5,35
Zakelijke dienstverlening	4,9	+ 0,05	4,95
Media, Reclame & Communicatie	4,4	0	4,4
Bouw & Installatietechniek	3,95	+ 0,10	4,05
Automotive, Transport & Logistiek	3,6	0	3,6
Horeca, Toerisme & Recreatie	3,35	- 0,15	3,2
Detailhandel	3,05	- 0,10	2,95

De gemiddelde EBITDA  
multiple voor het  
Nederlandse MKB is:

**4,85**

### 3. Waardering – Resultatenrekening voorbeeld

#### Winst- en verliesrekening

	2015	2016	2017	2018	2018	2018
	(A)	(A)	(A)	(A)	Norm.	(N)
Netto-omzet	38.825.925	38.186.669	43.619.333	81.481.459		81.481.459
Omzetontwikkeling		-1,6%	14,2%	86,8%		
Kostprijs van de omzet	30.855.490	29.816.605	33.610.291	61.026.619		61.026.619
<b>Bruto-omzetresultaat</b>	<b>7.970.435</b>	<b>8.370.064</b>	<b>10.009.042</b>	<b>20.454.840</b>	-	<b>20.454.840</b>
Brutomarge %	20,5%	21,9%	22,9%	25,1%		25,1%
Overige bedrijfsopbrengsten	29.538	54.475	221.356	335.492		335.492
<b>Som der bedrijfsopbrengsten</b>	<b>7.999.973</b>	<b>8.424.539</b>	<b>10.230.398</b>	<b>20.790.332</b>	-	<b>20.790.332</b>
Personeelskosten	4.306.805	4.033.465	5.571.294	9.959.305	-103.820	10.106.040
<i>Personeelskosten in %t.o.v. omzet</i>	11%	10,6%	12,8%	12,2%		12,4%
Huisvestingskosten	485.465	508.432	497.727	1.168.871	-	1.168.871
Productiekosten	313.352	293.831	286.426	685.441	-	679.886
Verkoopkosten	1.800.567	1.977.982	3.356.020	5.538.425	-123.237	5.164.633
Algemene kosten	330.380	286.017	381.884	1.364.377	-	1.369.932
<b>Overige bedrijfskosten</b>	<b>2.929.764</b>	<b>3.066.262</b>	<b>4.522.057</b>	<b>8.757.114</b>	<b>-123.237</b>	<b>8.383.322</b>
<b>Som der bedrijfslasten</b>	<b>7.236.569</b>	<b>7.099.727</b>	<b>10.093.351</b>	<b>18.716.419</b>	<b>-227.057</b>	<b>18.489.362</b>
<b>EBITDA</b>	<b>763.404</b>	<b>1.324.812</b>	<b>137.047</b>	<b>2.073.913</b>	<b>227.057</b>	<b>2.300.970</b>

### 3. Waardering – Tussentijdse samenvatting

(x€ 1.000)	(1) Intrinsiek	(2) Multiple
<b>Ondernemingswaarde</b>		<b>12.310</b>
Financiële vaste activa		26
Liquide middelen		454
Kredietinstellingen		-4.505
Langlopende leningen		-8.751
Schulden aan participanten		-297
		<b>-13.072</b>
<b>Aandeelhouderswaarde</b>	<b>11.270</b>	<b>-762</b>

### 3. Waardering – Discounted cash flow methode

- Verwachte toekomstige netto geldstromen worden contant gemaakt tegen de vermogenskostenvoet van de onderneming. Hier worden bijgeteld de niet-operationele activa (zoals de overtollige liquide middelen) en hierop wordt in mindering gebracht de marktwaarde van het vreemd vermogen.
- Een variant van de DCF-methode is de Adjusted Present Value-methode (APV). Hierbij worden verwachte toekomstige geldstromen contant gemaakt tegen een vermogenskostenvoet eigen vermogen 'unlevered'.

#### Voordelen

---

1. Bedrijfseconomisch meest zuivere methode
2. Toekomstgericht
3. Houdt rekening met verwachte investeringen
4. Houdt rekening met risico en vermogensstructuur
5. Houdt rekening met tijdswaarde van geld

# 3. Waardering – Elementen DCF

## 1. Geld (verwachte free cash flows)

- Free cash flow: de toekomstige verwachte vrije cash flow beschikbaar voor de verstrekkers van vreemd- en eigen vermogen.

Benodigdheden:

- Prognose balans ten behoeve van investeringen in materiële vast activa, werkkapitaal en aflossing van schuldeisers.
- Prognose resultatenrekening ten behoeve van berekening van het bedrijfsresultaat.

## 2. Tijd

## 3. Risico

Bedrijfsresultaat	100
Belastingen	-20
<b>Netto operationeel resultaat</b>	<b>80</b>
Afschrijvingen op vaste activa	20
Mutaties voorzieningen	5
Investeringen in werkkapitaal	-2
Investeringen in vaste activa	-20
<b>Vrije geldstroom</b>	<b>83</b>

### 3. Waardering – Prognose

#### Winst- en verliesrekening

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	(N)	(P)	(P)	(P)	(P)	(P)
Netto-omzet	81.481.459	80.000.000	89.650.000	91.661.978	93.685.140	95.750.191
Omzetontwikkeling		-1,8%	12,1%	2,2%	2,2%	2,2%
Kostprijs van de omzet	61.026.619	59.200.000	67.925.592	69.352.030	70.708.517	72.015.925
<b>Bruto-omzetresultaat</b>	<b>20.454.840</b>	<b>20.800.000</b>	<b>21.724.408</b>	<b>22.309.948</b>	<b>22.976.623</b>	<b>23.734.266</b>
Brutomarge %	25,1%	26,0%	26,7%	24,3%	24,5%	24,8%
Overige bedrijfsopbrengsten	335.492	340.524	258.887	264.323	269.874	275.542
<b>Som der bedrijfsopbrengsten</b>	<b>20.790.332</b>	<b>21.140.524</b>	<b>21.983.295</b>	<b>22.574.271</b>	<b>23.246.497</b>	<b>24.009.808</b>
Personeelskosten	10.106.040	9.995.000	9.948.289	10.097.640	10.249.945	10.567.693
<i>Personeelskosten in % t.o.v. omzet</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,0%</i>
Huisvestingskosten	1.168.871	1.186.404	1.015.887	1.037.221	1.059.002	1.081.241
Productiekosten	679.886	690.084	872.000	890.312	909.009	928.098
Verkoopkosten	5.164.633	5.242.103	5.528.166	5.644.257	5.762.787	5.883.805
Algemene kosten	1.369.932	1.246.536	1.489.339	1.520.615	1.552.548	1.585.152
<b>Overige bedrijfskosten</b>	<b>8.383.322</b>	<b>8.365.127</b>	<b>8.905.392</b>	<b>9.092.405</b>	<b>9.283.346</b>	<b>9.478.296</b>
<b>Som der bedrijfslasten</b>	<b>18.489.362</b>	<b>18.360.127</b>	<b>18.853.681</b>	<b>19.190.045</b>	<b>19.533.291</b>	<b>20.045.989</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.300.970</b>	<b>2.780.398</b>	<b>3.129.614</b>	<b>3.384.226</b>	<b>3.713.207</b>	<b>3.963.818</b>
Afschrijvingen incl. boekresultaat	1.127.231	1.092.368	1.063.016	1.051.247	1.025.894	986.708
<b>Bedrijfsresultaat (EBIT)</b>	<b>1.173.739</b>	<b>1.688.029</b>	<b>2.066.598</b>	<b>2.332.980</b>	<b>2.687.313</b>	<b>2.977.110</b>
Financiële baten en lasten	-659.661	-530.069	-453.032	-479.503	-445.357	-395.124
<b>Resultaat voor belastingen</b>	<b>514.078</b>	<b>1.157.960</b>	<b>1.613.566</b>	<b>1.853.476</b>	<b>2.241.955</b>	<b>2.581.986</b>
Belastingen	-388.147	-299.287	-443.661	-466.144	-563.845	-649.362
Aandeel van derden in het groepsresultaat	-490					
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>125.441</b>	<b>858.673</b>	<b>1.169.905</b>	<b>1.387.332</b>	<b>1.678.110</b>	<b>1.932.624</b>



### 3. Waardering – Prognose

#### Balans

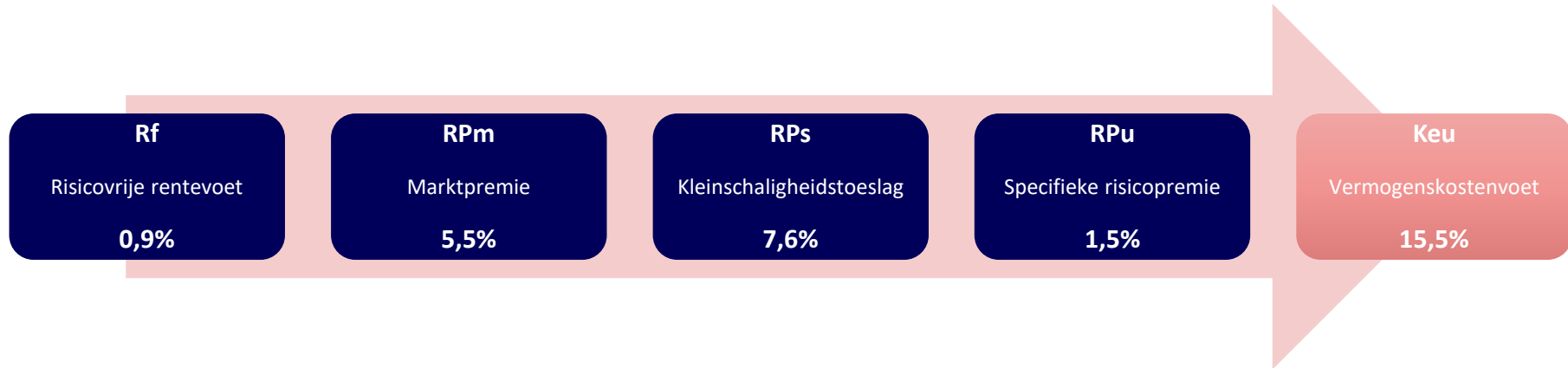
Activa	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	(N)	(P)	(P)	(P)	(P)	(P)
<b>Materiële vaste activa</b>						
Bedrijfsgebouwen en -terreinen	6.482.422	6.154.919	5.950.333	6.434.830	6.075.493	5.716.157
Andere vaste bedrijfsmiddelen	2.478.718	2.138.853	2.830.423	2.624.680	2.978.122	3.500.750
	8.961.140	8.293.772	8.780.756	9.059.509	9.053.615	9.216.907
<b>Financiële vaste activa</b>						
Andere deelnemingen	200	200	200	200	200	200
Overige effecten	26.076	26.076	26.076	26.076	26.076	26.076
Vordering op groepsmaatschappijen	1	1	1	1	1	1
Latente belastingvordering	22.000	-	-	-	-	-
	48.277	26.277	26.277	26.277	26.277	26.277
<b>Vorraden</b>						
Vorraden	19.521.359	18.937.055	21.728.221	22.184.514	22.618.431	23.036.648
	19.521.359	18.937.055	21.728.221	22.184.514	22.618.431	23.036.648
<b>Vorderingen</b>						
Debiteuren	2.508.410	2.457.349	2.753.767	2.815.569	2.877.714	2.941.146
Belastingen en premies sociale verzekeringen	181.479	-	-	-	-	-
Overige vorderingen en overlopende activa	743.139	729.628	817.639	835.989	854.441	873.275
	3.433.028	3.186.977	3.571.406	3.651.557	3.732.155	3.814.420
<b>Liquide middelen</b>	459.612	-	-	-	-	-
<b>Totaal</b>	32.423.416	30.444.081	34.106.660	34.921.858	35.430.477	36.094.252

### 3. Waardering – Prognose

#### Balans

Passiva	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	(N)	(P)	(P)	(P)	(P)	(P)
<b>Eigen vermogen</b>						
Geplaatst kapitaal	5.502.000	5.502.000	5.502.000	5.502.000	5.502.000	5.502.000
Wettelijke en statutaire reserves	1.375.812	1.341.140	1.306.468	1.271.796	1.237.124	1.202.452
Onverdeelde winst	68.380	858.673	1.169.905	1.387.332	1.678.110	1.932.624
Overige reserves	4.314.027	4.417.079	5.310.424	6.515.000	7.937.005	9.649.787
Aandeel van derden in het groepsvermogen	10.116	10.116	10.116	10.116	10.116	10.116
	11.270.335	12.129.008	13.298.912	14.686.245	16.364.355	18.296.979
<i>Solvabiliteit</i>	35%	40%	39%	42%	46%	51%
<b>Voorzieningen</b>						
Voorziening voor personeelsbeloningen	314.122	314.122	314.122	314.122	314.122	314.122
Overige voorzieningen	204.515	204.515	204.515	204.515	204.515	204.515
Voorziening latente belastingverplichtingen	385.005	385.005	385.005	385.005	385.005	385.005
	903.642	903.642	903.642	903.642	903.642	903.642
<b>Langlopende schulden</b>						
Hypothecaire leningen	5.854.917	5.473.860	5.101.995	4.982.152	4.910.226	4.843.562
Leningen o/g	1.735.000	1.220.000	705.000	190.000	-	-
Financieringen	136.330	-	-	-	-	-
	7.726.247	6.693.860	5.806.995	5.172.152	4.910.226	4.843.562
<b>Kortlopende schulden</b>						
Kredietinstellingen	4.505.402	3.065.407	5.754.957	5.902.806	5.218.207	4.063.148
Aflossingsverplichtingen	1.024.468	1.019.387	873.865	634.843	261.926	66.664
Schulden aan leveranciers en handelskrediet	4.452.780	4.311.215	4.902.453	5.005.405	5.104.143	5.200.006
Schulden aan participanten	296.503	296.503	296.503	296.503	296.503	296.503
Belastingen en premies sociale verzekeringen	592.624	403.670	452.362	462.515	472.723	483.143
Overige schulden en overlopende passiva	1.651.415	1.621.390	1.816.970	1.857.747	1.898.752	1.940.605
	12.523.192	10.717.571	14.097.110	14.159.819	13.252.254	12.050.069
<b>Totaal</b>	32.423.416	30.444.081	34.106.660	34.921.858	35.430.477	36.094.252

### 3. Waardering – Vermogenskostenvoet



De **specifieke risicopremie (Rpu)** heeft betrekking op de volgende aspecten:

- Hoge mate van afhankelijk van het management.
- Sterke positie van opdrachtgevers leidt tot afname van marges.
- Toenemende mate van concurrentie, met name in Noord-Amerika.
- Valuta risico, een substantieel deel van de facturatie geschiedt in buitenlandse valuta.

### 3. Waardering – uitkomst DCF

Bedragen x € 1.000	2021	2022	2023	2024	2025	Restperiode
Bedrijfsresultaat	1.688	2.067	2.333	2.687	2.977	2.847
Belastingen	-436	-534	-603	-695	-769	-736
Netto operationeel resultaat	1.252	1.532	1.730	1.993	2.208	2.111
Afschrijvingen op vaste activa	1.092	1.063	1.051	1.026	987	1.173
Investeringen in werkkapitaal	470	-2.340	-383	-365	-352	-385
Investeringen in vaste activa	-425	-1.550	-1.330	-1.020	-1.150	-1.173
<b>Vrije geldstroom</b>	<b>2.389</b>	<b>-1.295</b>	<b>1.069</b>	<b>1.634</b>	<b>1.692</b>	<b>1.726</b>
<b>Restwaarde</b>						<b>12.907</b>
<b>CW vrije geldstroom</b>	<b>2.071</b>	<b>-973</b>	<b>696</b>	<b>922</b>	<b>828</b>	<b>6.314</b>
Rentelasten	530	453	480	445	395	403
<b>Taxshield rentelasten</b>	<b>137</b>	<b>117</b>	<b>124</b>	<b>115</b>	<b>102</b>	<b>104</b>
<b>Restwaarde</b>						<b>779</b>
<b>CW taxshield</b>	<b>119</b>	<b>88</b>	<b>81</b>	<b>65</b>	<b>50</b>	<b>381</b>
Contante waarde vrije geldstromen	3.544	36%				
Contante waarde restwaarde vrije geldstromen	6.314	64%				
Operationele waarde	9.857					
Contante waarde taxshield	402	51%				
Contante waarde restwaarde taxshield	381	49%				
	783					
<b>Ondernemingswaarde</b>	<b>10.641</b>					
Netto schuld positie	-13.067					
<b>Aandeelhouderswaarde (100%)</b>	<b>-2.426</b>					

### 3. Waardering - vergelijking methodes

(x€ 1.000)	(1) Intrinsiek	(2) Multiple	(3) DCF
<b>Ondernemingswaarde</b>		<b>12.310</b>	<b>10.647</b>
Financiële vaste activa		26	26
Liquide middelen		454	454
Kredietinstellingen		-4.505	-4.505
Langlopende leningen		-8.751	-8.751
Schulden aan participanten		-297	-297
		<b>-13.072</b>	<b>-13.072</b>
<b>Aandeelhouderswaarde</b>	<b>11.270</b>	<b>-762</b>	<b>-2.426</b>

## 4. Vragen?

