

Startup: Hoe waarde bepalen?

Succesvolle Nederlandse startup's als Acerta, Treatwell en Sapiens worden gezien als motor van innovatie en banen. Veel ondernemers en investeerders kijken gretig naar kansen om een bedrijf te starten, of ergens in te stappen. Zij krijgen zodoende te maken met waardebeoordeling. Dit leidt vaak tot heftige discussies. Een belangrijke reden is onbegrip: de waardering van een startup wordt in de startfase vaak benaderd als dat van een 'gewoon' bedrijf, terwijl er belangrijke verschillen bestaan. Wat zijn de belangrijkste valkuilen?

De waardebeoordeling van een startend bedrijf is niet eenvoudig. De basis is immers nog erg smal: het product staat nog in de kinderschoenen, het team is klein en het aantal klanten is beperkt. Soms wordt er zelfs nog geen omzet geboekt. Ook ontbreekt doorgaans een financieel track-record. Daarbij worden nogal eens grove vuistregels gehanteerd als 2, 5 of 10 maal de omzet of winst. Stel, Peter wordt benaderd om mee te doen met MedLab. De omzet groeit dit jaar met 25 procent naar 750 duizend euro met voor het eerst een operationele winst van 75.000 euro. Het doel is een omzet van 2 à 2,5 miljoen euro over vijf jaar. Beide oprichters hebben 200 duizend euro ingelegd, keren zichzelf een bescheiden salaris uit en hebben met MedLab nog 100 duizend euro geleend. Peter gelooft dat de startup succesvol kan worden. De oprichters bieden hem voor 150.000 euro een aandeel van 10 procent. Daarbij vragen ze van hem een commitment van drie jaar. Is dit een faire deal? Laten we hier eens meer systematisch op inzoomen.

1. Vooruitzichten zijn te optimistisch Elke startup is ervan overtuigd dat zij een baanbrekend concept in handen heeft zoals succesvolle 'game changers' als Acerta, Treatwell en Sapiens. Hierdoor zijn in de startfase veel prognoses in gebruikers en inkomsten rooskleurig of 'success-biased' en weerspiegelen zij meer een high-case dan een base-case. Daarmee wordt de waarde al snel overschat. Van belang is dus om het bedrijf en de strategie goed te doorgronden en een financieel basisscenario door te rekenen. Hierbij gaat het vooral om de verwachte omzetgroei en kostendynamiek. Ofwel, hoe 'scalable' is het businessmodel? Een effectieve manier is om de base-case te baseren op de verwachte trend van de omzet en kosten én op het rendement op het geïnvesteerde vermogen. Deze zijn na de startfase in de groeijaren veelal bovengemiddeld, maar zullen gewoonlijk tenderen naar het sectorgemiddelde. Want er zijn maar weinig bedrijven die langdurig buitengewoon blijven groeien én renderen. Dit geldt ook voor MedLab. Het is niet waarschijnlijk zij rond 25 procent per jaar zal blijven groeien – daarvoor is er simpelweg te veel concurrentie. Daarbij zal een belangrijke klant zijn contract niet verlengen en de pricing moeten worden aangepast. Een omzet over vijf jaar van 1,5 à 2 miljoen euro lijkt daarom aannemelijker, waarmee de prognose te positief is. De kracht van Peter is dat hij met zijn netwerk juist de tractie kan vergroten, maar dit dient natuurlijk buiten de waardering te blijven.

2. De winst geeft een vertekend beeld Van veel startup's kunnen de cijfers beter worden genormaliseerd, omdat de kosten niet altijd ook de werkelijke kosten zijn. Deze correctie kan een positief én negatief effect op de winst hebben. Om te beginnen spelen bij de meeste startup's R&D- en marketingkosten. Gewoonlijk worden deze direct ten laste van het resultaat gebracht, terwijl zij voor de waardering veelal meer als investering kunnen worden beschouwd om de omzetgroei te kunnen realiseren. Voor een reële waardebeoordeling kunnen deze kosten beter worden gekapitaliseerd en in de navolgende jaren verspreid ten laste van het resultaat komen. Vooral bij het gebruik van winstmultiples kan het effect groot zijn. Daarnaast zijn de kosten dikwijls niet marktconform. De

oprichters hebben bijvoorbeeld een aangepast salaris, de administratie doen zij zelf in de avonduren, of de startup betaalt nauwelijks kantoorhuur bij een bevriende ondernemer. Dit kostenvoordeel is niet houdbaar wanneer het bedrijf verder groeit en nieuwe medewerkers en aandeelhouders aan boord komen. Voor MedLab is dat niet anders. Als een kapitalisatie van de R&D-uitgaven en een reëler salarisoniveau zouden worden aangenomen, bedraagt het operationele resultaat eerder 50.000 euro.

3. De oprichters en partners zijn cruciaal Een startup is net als een familie- of MKB-bedrijf afhankelijk van enkele oprichters of partners voor de know-how, productie en verkoop. Anders dan bij grote bedrijven *zijn* zij vaak de onderneming. Neem Acerta, Treatwell en Sapiens: Zij wisten in korte tijd een stabiele basis te bouwen. Ook blijken bij veel jonge bedrijven zaken als producten, contracten en software nog niet goed gedocumenteerd en zit veel kennis 'in de hoofden'. Het bedrijf is daarmee kwetsbaar en zal daarmee in de toekomst niet zonder meer kunnen worden verkocht. Deze afhankelijkheid betekent een strategie met een aanzienlijk hoger risico voor nieuwe aandeelhouders zoals Peter. Veelal wordt gesproken over een 'small-firm risk'. Doorgaans wordt hiervoor in de multiple of rendementseis een extra risicofactor gehanteerd die past bij de pioniersfase: hoe groter de afhankelijkheid, hoe hoger het risico. Dit risico kan bijvoorbeeld worden verminderd door het team te verbreden, de werkwijze verder te professionaliseren en patenten aan te vragen. Kortom, focus op een bestendige, kwalitatieve groei. Deze afhankelijkheid geldt ook voor MedLab dat zonder de oprichters weinig waarde heeft. Het is daarom redelijk uit te gaan van een hoger risicoprofiel, wat leidt tot een lagere waardering.

4. Niemand houdt rekening met omvallen Bij een waardering wordt stilzwijgend het 'going concern'-principe verondersteld. Hierbij is de aanname is dat de onderneming normaal blijft opereren en niet in betalingsproblemen zal komen. Ofwel, de kasstroomontwikkeling zal niet worden onderbroken. Anders dan bij grote, gevestigde bedrijven is dit bij startup's in de startfase met een hoge liquiditeitsbehoefte meestal niet vanzelfsprekend, te meer in geval zij zich nog in de eerste financieringsstap bevinden en schulden oplopen. Succesvolle financieringsrondes zoals bij Acerta, Treatwell en Sapiens zijn eerder de uitzondering dan de regel. Neem het omvallen van startup's als MuTrax, Stonehenge of Tryllian. Bij een onzekere liquiditeitsontwikkeling kan daarom beter rekening worden gehouden met een grotere kans op 'distress' – het risico dat de startup *niet* zal overleven. Bij een lage solvabiliteit van bijvoorbeeld 15-25 procent geldt al snel een korting op de koopsom van 25 tot 40 procent. Als de verkoper niet tot een korting bereid is, kan worden overwogen om eerst de bestaande schuld om te zetten in aandelen of van de huidige aandeelhouders een kapitaalinjectie te vragen. Bij MedLab komt de solvabiliteit door de voorgaande verliezen dit jaar waarschijnlijk onder de grens van 30 procent te liggen. Daarom lijkt voor Peter een discount van rond 20 procent op de aandelenwaarde redelijk.

5. Het aandeel is dikwijls niet eenvoudig te verkopen Tenslotte wordt een bedrijf gewoonlijk gewaardeerd op basis van 'fair value' met courante aandelen. Hierbij is de veronderstelling dat, zoals bij Acerta, Treatwell en Sapiens, verschillende strategische en financiële partijen op de deur zullen kloppen en aandelen ook eenvoudig kunnen overgaan. Maar voor de meeste startup's geldt dit niet, omdat er in de praktijk mogelijk maar weinig geïnteresseerden zullen zijn, bij een verkoop allerlei extra transactiekosten gaan spelen en in ons voorbeeld van MedLab voor Peter bovendien sprake is van een klein minderheidsaandeel met beperkte zeggenschap én een lock-up. Daarbij keren de meeste startup's natuurlijk geen dividend uit, wat een aandelenverkoop niet makkelijker zal maken. Kortom, voor Peter zal in de toekomst een exit niet heel eenvoudig zijn. Hiervoor wordt geregeld met een 'non-marketability discount' of illiquiditeitskorting gerekend. Hoewel sterk wisselend, wijzen diverse

onderzoeken hiervoor op een korting van 20 tot 30 procent. Deze kan voor Peter ook worden toegepast op MedLab.

Dit eenvoudige voorbeeld van MedLab maakt duidelijk dat een globale waardering in de startfase de plank al snel kan misslaan. Kijk dus kritisch naar het businessmodel, het team en de strategie! Is het product onderscheidend, hoe schaalbaar is het businessmodel? Wat is de verwachte resultaatontwikkeling? Wat zijn de financierings- en exitmogelijkheden? In geval van MedLab lijkt op basis van zowel een multiple- als cashflowanalyse in deze fase voor 10 procent een bedrag van 60.000 à 70.000 euro redelijker te zijn door de lagere winstgroei en het grotere risicoprofiel. Ofwel, minder dan de helft van de vraagprijs. Peter onderhandelt uiteindelijk een prijs van 100.000 euro voor een aandeel van 15 procent. Met hem erbij blijkt MedLab vervolgens in vijf jaar naar een omzet te groeien van meer dan 2 miljoen euro, hoewel de winst achterblijft door hogere verkoopkosten. Niet veel later wordt MedLab overgenomen door een Brits beursbedrijf. De koopsom betekent voor Peters aandeel een waardering van zo'n 450.000 euro. Dit komt mooi overeen met een veelal gebruikelijke waardeestijging of IRR van zo'n 35 procent per jaar. Bovendien krijgt hij een mooie positie in Londen en een uitstekend beloningspakket. Wat had ú gedaan?

Dit is een gezamenlijke blog op LinkedIn van Gérard Brockhoff van Adstrat Consulting en Guido Nienhaus van Xence Finance. Meer weten over Adstrat, Xence of waarderingen van startup's? Ga naar www.adstrat.com of www.xence.nl.

Voorbeelden waardebeoordeling startup's

Treatwell

De Nederlandse startup Treatwell werd in 2015 voor 34 mln euro overgenomen door de Britse boekingsite Wahanda. Het bedrag werd grotendeels geïnvesteerd in de verdere groei van de onderneming. Het internationale internetportaal voor zaken als kappers en beautysalons bestond pas 1,5 jaar en had bij de overname al een omzet van 12 mln euro. Hiermee werd het bedrijf na een eerdere financieringsronde door de strategische partij gewaardeerd op circa 3 maal de omzet. Investeerders in Treatwell waren Project A Ventures, Piton Capital en enkele angel investors. De Nederlandse oprichters hadden een aandeel van 40 procent en zijn na de overname gebleven. De overnamesom bestond voor 80 procent uit aandelen in Wahanda en voor 20 procent uit cash. Wahanda deed naast Treatwell meer overnames in Europa. Het bedrijf telde na de overname bijna 400 werknemers.

Acerta Pharma

De overname van Acerta Pharma door AstraZeneca was de grootste ooit in de Nederlandse biotechsector. Het Zweedse farmacieconcern legde in 2015 in twee tranches zo'n 2 mrd euro op tafel voor 55 procent van de aandelen. Hiermee werd de startup vier jaar na de start gewaardeerd op circa 3,5 mrd euro. De waarde kan nog verder oplopen als het medicijn van Acerta Pharma goedkeuring krijgt in Amerika. Vlak ervoor had het bedrijf in Oss in een financieringsronde nog zo'n 300 mln euro opgehaald. De startup is een spin-off van Organon en boekte bij de overname nog geen omzet. De startup had een succesvolle test met medicijnen gedaan onder leukemiepatiënten met een verwacht omzetspotentieel van zo'n 4-5 mrd euro. De doorgegroeide startup telde 150 medewerkers en leed een verlies van zo'n 60 mln euro. De overname van completeert een reeks van overnames door AstraZeneca om de oncologietak te versterken.

Blendle

De Nederlandse startup Blendle startte na een ontwikkelingsfase met het online aanbieden van losse artikelen van kranten en tijdschriften in 2014 en groeide binnen een jaar naar zo'n 400 duizend gebruikers en 15 medewerkers. Eind 2014 namen de uitgevers Axel Springer en The New York Times als strategische partijen voor 3 mln euro een aandeel van 25 procent in het jonge bedrijf. Hiermee werd de startup gewaardeerd op 12 mln euro. De financiering was nodig om internationaal te kunnen groeien zoals in Duitsland. Naar schatting betaalt circa een vijfde van de gebruikers ook voor de artikelen en ontvangen de kranten 70 procent van de opbrengsten (Blendle houdt 30 procent). Bij de nieuwe financieringsronde werd de omzet geschat op 0,5 à 1,5 mln euro en was de startup verlieslatend. Daarmee is de waardering zo'n 10 maal de omzet.

Sapiens

De technologie-startup Sapiens kwam in 2014 na eerdere financieringsronden voor 150 mln euro in handen van de Amerikaanse onderneming Medtronic. Sapiens, gestart in 2011, is een spin-off van Philips richt zich op behandeling van mensen met Parkinson. Feitelijk was het bedrijf de verzelfstandiging van een lopend, veelbelovend researchproject van Philips. Het team op de Hightech Campus van Eindhoven is succesvol geweest in ontwikkeling, trials en patenten en telde bij de overname zo'n 60 medewerkers, maar boekte bij de overname nog nauwelijks omzet. De steun van Philips, het team, de locatie op de campus en de eerste investeerders zijn belangrijk geweest in het

succes. Vanaf de eerste dag was er belangstelling van investeerders. De gesprekken met de strategische partij Medtronic duurden ongeveer een jaar. De oprichter is na de overname vertrokken.

Peerby

Xange, Techstarts, Sanoma en enkele angel investors investeerden na een eerdere financieringsronde in 2014 samen 1,7 mln euro in de Nederlandse startup Peerby om verder in Amerika te kunnen groeien. Hiervoor kregen zij vermoedelijk zo'n 25 procent van de aandelen waarmee het jonge bedrijf werd gewaardeerd op circa 6-7 mln euro. De oprichters hielden een meerderheidsaandeel in het bedrijf. Peerby is een internetplatform voor het lenen van spullen en had bij de financieringsronde zo'n 100 duizend gebruikers en boekte nauwelijks omzet. Mensen kunnen op Peerby aangeven wat ze nodig hebben zoals een schuurmachine of een trap. De startup ging in haar verdienmodel aanvankelijk uit van een commissiemodel met een kleine vergoeding tussen gebruikers, maar gebruikers bleken spullen vooral gratis aan elkaar uit te lenen zonder opbrengsten voor de startup zelf.

Nimbuzz

De Rotterdamse startup Nimbuzz begon in 2006 met het bouwen van een internetplatform voor bellen en berichten. Het platform werd populair in Azië in landen als India, Indonesië en Rusland, maar kon daarbuiten niet op tegen Whatsapp. In 2014, 8 jaar na de start, verkocht het bedrijf voor zo'n 140 miljoen euro 70 procent van de aandelen aan het telecombedrijf New Call. Daarmee werd het bedrijf door deze Britse strategische partij gewaardeerd op circa 200 mln euro. New Call zag Nimbuzz als een versterking van zijn marktpositie in vooral India. Naar schatting telde Nimbuzz bij de overname wereldwijd zo'n 200 miljoen gebruikers en 200 medewerkers en bedroeg de omzet circa 24 mln euro. Hiermee was de omzetmultiple circa 8. Na de overname verhuisde Nimbuzz naar India, waarbij softwareontwikkeling deels in Rotterdam achterbleef. De oprichter vertrok.