

Hoe wordt uw bedrijf bij overname gewaardeerd?



Een goede bedrijfsvoering vertaalt zich in goede cijfers. Een waardering is een startpunt om te zien of uw bedrijf klaar staat voor overdracht en indien niet, wat er nog te gebeuren valt. Dit artikel vat samen hoe zo'n waardering praktisch wordt aangepakt.

Startpunt bij een waardering van een KMO is de boekhoudkundige balans en resultatenrekening over de laatste 3 à 5 boekjaren. Deze geeft een enigszins vertekend beeld van de werkelijke gang van zaken. Een voorzichtige ondernemer voert immers zijn boekhouding zo dat

- er niet teveel winst wordt getoond naar cliënten, leveranciers, personeel;
- er voldoende wordt gereserveerd voor groei of voor minder goede tijden;
- de vergoeding van de bedrijfsleiding de onderneming zo weinig mogelijk belast;
- er zo weinig mogelijke wordt uitgegeven, ook fiscaal.

Om tot een economisch netto resultaat na belastingen te komen, moet de vraag gesteld: zijn kosten en opbrengsten

- volledig dan wel bedrijfseigen
- correct
- uitzonderlijk
- in de juiste periode geboekt zijn (cut-off)?

Op basis van dit nazicht worden correcties toegepast. Zo zal bijvoorbeeld, indien een actieve aandeelhouder zich enkel via dividenden vergoedt, een marktconforme wedde worden voorzien. Ander geval: indien het bedrijfsvastgoed in dezelfde vennootschap zit als de exploitatie, zal in de resultatenrekening een marktconforme huur worden voorzien. Evident dat na het inschatten van het economisch resultaat ook de daarop theoretisch te betalen belastingen opnieuw moet worden berekend.

Volgende stap is te komen tot vrije cashflows. Veel mensen verkrijgen zich immers op een netto resultaat of boekhoudkundige cashflow en vergeten dat er ook nog investeringen moeten gebeuren, werkkapitaal moet worden gefinancierd en leningen dienen te worden afbetaald. Anderzijds kan er bijkomende cashflow komen door de verkoop van een gebouw of uitkering van extra cash. Vandaar dat de waarde van het bedrijf niet bepaald wordt door nettowinst of gewone cashflow, maar wel door die cashflow die vrij uit de vennootschap kan worden genomen, zonder de normale werking te storen.

Om tot de vrije cashflow van een bepaald jaar te komen telt men eerst de niet-kaskosten (o.a. afschrijvingen) bij het gecorrigeerd netto resultaat na belasting. Zo bekomt men de boekhoudkundige cashflow. Vervolgens worden de investeringen van dit jaar afgetrokken, alsook de afbetaling van leningen en de toename van werkkapitaal. Anderzijds wordt de extra cash door de verkoop van een gebouw of een extra dividend bijgeteld. Het resultaat is de vrije cashflow van dat jaar.

Maar welke cashflows worden nu best gebruikt: die van het verleden of die van de toekomst? Natuurlijk wordt bij overname betaald voor de toekomstige vrije cashflows, want met deze wordt de overnamefinanciering terugbetaald en deze zullen aanleiding geven tot latere dividenden, en daar ondernemen we toch voor!

Maar hoe schatten we die toekomstige vrije cashflows op een praktische manier in? Er is een statistisch spreekwoord dat zegt "de beste schatter voor de toekomst is het nabije verleden". Als we dit met een korreltje zout toepassen komen we er wel. Begin met de kijken naar het nabije verleden (3 à 5 jaar), hou dan rekening met de diverse aspecten die typisch zijn voor het bedrijf in kwestie:

- de activiteit en hoe de marges worden gerealiseerd;
- de concurrentie en de marktpositie van het bedrijf en de kans dat deze kan behouden, respectievelijk verbeterd worden;
- de kwaliteit, stabiliteit van het cliënteel en de afhankelijkheid ervan;
- idem naar leveranciers toe;
- de organisatie van het bedrijf: de structuur en in dit kader de (on)afhankelijkheid van de eigenaar(s), de procedures, de ICT systemen, enz.;
- de investeringen (vervanging en nieuwe) die nog moeten gebeuren;
- de waarschijnlijke evolutie van het werkkapitaal (zijn de klanten + voorraad – leveranciers);
- de af te betalen schulden.

Als deze aspecten bekeken, gewikt en gewogen zijn, dan krijgt men een goed gevoel van welke vrije cashflows men in de toekomst kan verwachten.

Zo komen we tot de laatste stap in de waardering, met name het actualiseren van de vrije cashflows. Actualiseren van de toekomst naar vandaag, betekent dat men op basis van een bepaald rendement dat men verwacht, gaat bepalen hoeveel men voor die toekomstige vrije cashflows wil betalen om juist dit rendement te halen. Stel: de vrije cashflow van volgend jaar is 115. U verwacht een rendement van 15%. Vraag is hoeveel u voor die vrije cashflow vandaag wilt betalen. In dit geval is dit eenvoudigweg 100, want als u dit getal vermeerderd met 15%, dan komt u exact op de 115 uit. Het verwachte rendement hangt op zich af van een aantal factoren, zoals de rente op risicoloze beleggingen, de stabiliteit van de vrije cashflows en het rendement van het bedrijf respectievelijk de sector waarin het actief is.

Bij waarderingen worden soms "multiples" genoemd. Zo wordt een waarde op basis van één getal berekend. Als basis kunnen dienen: omzet, EBITDA, EBIT, winst na belasting, enz. Zo wordt in sommige sectoren de maatstaf gehanteerd waarbij de waarde van een bedrijf gelijk gesteld wordt als één keer de omzet. Zoals u waarschijnlijk al vermoedt is dit een te sterke vereenvoudiging om een belangrijke investeringsbeslissing op te baseren. Als er één keer de omzet betaald wordt, dan wordt verondersteld dat het bedrijf in kwestie een voor deze sector gemiddelde balans en resultatenrekening heeft, met andere woorden dat

alle bedrijfsbeslissingen gebeuren en het bedrijf gestructureerd is volgens een voorgeschreven stramien. Er wordt dus geen rekening gehouden met de eigenheid van het bedrijf, wat een gevaarlijke reductie inhoudt.

Tot slot: de waardering van een bedrijf hangt af van de vrije cashflows die het realiseert. Deze hangen op hun beurt af van de verschillende facetten van de bedrijfsvoering. Het komt erop aan ieder van die aspecten te begrijpen zodat men met vertrouwen uitspraken kan doen over de toekomst. Eenmaal de waarde bepaald, weet een ondernemer dus aan welke aspecten nog kan gesleuteld worden om de waarde van zijn/haar bedrijf te verhogen.

Kristo van Holsbeeck, MNA
kristo.van.holsbeeck@mna.eu

