

Hoeveel zijn uw aandelen waard?

Er bestaan verschillende methodes om de waarde van aandelen in het kader van een overdracht of overname te berekenen. Tegenwoordig wint de Pay Back-methode aan populariteit. Waarom is dat zo en wat houdt die methode precies in? Wat is er daarbij voor u van belang als u uw bedrijf wilt overlaten of - omgekeerd - als u eraan denkt om zelf een andere zaak over te nemen?

Hoeveel is uw bedrijf waard? Dat is een kwestie van onderhandelen op basis van de recentste cijfers. Één van de methodes die vaak gebruikt wordt om de waarde van de aandelen te bepalen, vertrekt vanuit de winstgevendheid of rentabiliteit van de vennootschap. Men gaat er daarbij van uit dat de vennootschap ook in de toekomst elk jaar (ongeveer) dezelfde winst zal maken. De waarde van de vennootschap is dan de som van de verdisconteerde 'voorspelde' winst. Bij de verdiscontering zal de boekhouder vragen naar de verwachte rentabiliteit op het geïnvesteerde kapitaal. Voor de overnemer betekent dit: "Hoeveel wilt u dat uw investering (de prijs die u betaalt voor de aandelen) opbrengt?"

Hoeveel cash komt er vrij? Een andere methode gaat uit van de (vrije) kasstromen (of zgn. cash flow) die de (normale) activiteiten van de vennootschap genereren. Veel hangt uiteraard af van de correctheid van de voorspellingen waarvan men uitgaat. Bij de zgn. Discounted Cash Flow-methode wordt er voorspeld hoeveel cash de vennootschap elk jaar zal genereren. Ook die cash flow (van 10 à 20 jaar) moet 'verdisconteerd' worden, rekening houdend met de verwachte inflatie. In de praktijk wordt de Ebitda vaak berekend op basis van de vrij beschikbare cash flow. Die Ebitda werd in het verleden vaak vermenigvuldigd met een factor 5 à 7 om te komen tot de waarde van de onderneming.

De Pay Back-methode. De financiële en economische crisis heeft duidelijk gemaakt dat de toekomst veel minder voorspelbaar is dan wat er tot een paar jaar geleden algemeen aangenomen werd. Net door die onzekerheid zal een overnemer in onderhandelingen meer geneigd zijn om de termijn waarbinnen men verwacht dat de aankoopprijs terugverdiend is, zo kort mogelijk te houden. Tegenwoordig wordt een terugverdientermijn van 5 à 7 jaar voor de investering in de aankoopprijs van de aandelen als 'normaal' beschouwd (tegenover vroeger 10 à 15 jaar). De vraag is natuurlijk wel of de bank u geld wil lenen, maar zelfs als u zelf middelen ter beschikking heeft, blijft het een element om te berekenen welke prijs u bereid bent te betalen voor de over te nemen aandelen. In de praktijk kunt u dat als volgt berekenen: stel dat de overnameprijs € 500.000 bedraagt. Als u dat geld integraal moet lenen, zit u met een looptijd van zeven jaar tegen een interestvoet van 5%, met een jaarlijkse aflossing van ± € 84.500. Dat bedrag moet u uiteraard elk jaar op de één of andere manier uit de overgenomen vennootschap zien te halen. De bank zal daarbij mee beoordelen of dit wel haalbaar is en bekijkt of de vrij beschikbare cash flow of de Ebitda voldoende groot is. De Ebitda zal dus elk jaar, gedurende 7 jaar, voldoende moeten zijn om u die € 84.500 terug te laten verdienen. Op 5 jaar zal een overnameprijs van € 500.000 maar realistisch zijn als de Ebitda elk jaar een aflossing van € 113.000 toelaat.

Is dat nu dé methode? Een bedenking die weleens gemaakt wordt, is dat de Pay Back-methode geen rekening houdt met de inflatie. Vooreerst is die inflatie (voorlopig) beperkt, zodat dit effect - gelet op de korte terugverdientermijn waarmee er nu gerekend wordt - niet overdreven groot kan zijn. Bovendien wordt die inflatie wel degelijk verrekend via de interestvoet die de bank u als overnemer aanrekent. Verder houdt deze methode bij de bepaling van de waarde geen rekening met de cash flow ná afloop van de terugverdientermijn, maar daartegen kunt u als overnemer argumenteren dat het resultaat (en dus de cash flow) na 5 of 7 jaar eerder van uw eigen inzet en aanpak afhangt dan dat er dan nog geteerd wordt op hetgeen de overlater vroeger gerealiseerd heeft. Een mogelijke kritiek is ook dat de keuze van de terugverdientermijn 'arbitrair' is,

maar als de bank de overname van de aandelen niet wil financieren op langere termijn, is dat een feit dat noch u noch de overnemer moeilijk kan negeren. De verdienste van de Pay Back-methode is in elk geval dat ze een radicale oplossing biedt voor de onzekere kasstromen op langere termijn.

Ebitda meer dan ooit van belang. Waar de Ebitda vroeger al snel vermenigvuldigd werd met een factor 5 à 7, zal dit nu eerder een factor 3 à 4 zijn. Dit is in zekere zin de vertaling van een kortere terugverdientermijn. Die 'trend' vertaalt zich bv. ook naar een hogere verdisconteringsvoet (van 20% à 25% i.p.v. 12%) bij de rentabiliteitsmethode, waardoor ook de waarde die een vennootschap krijgt volgens die berekeningsmethode een stuk lager uitvalt. Zeker als u over een paar jaar uw vennootschap wilt verkopen, komt het er nu dus meer dan ooit op aan op de Ebitda van uw vennootschap zo hoog mogelijk te krijgen. Hoe hoger nl. de Ebitda, hoe sneller een kandidaat-overnemer zijn investering terugbetaald ziet of m.a.w. hoe meer hij bereid zal zijn om te betalen zonder dat zijn investering daardoor pas over bv. een tiental jaar terugverdiend is.

De verdienste van de Pay Back-methode is dat ze een radicale oplossing biedt voor de onzekere kasstromen op langere termijn. Als overnemer heeft u zo een berekeningsmethode waarmee u de waarde van een vennootschap kunt temperen in de mate waarin er de eerste jaren na de overname te weinig cash beschikbaar is om een financiering rond te krijgen. Wilt u als bedrijfsleider over een paar jaar uw vennootschap verkopen, dan komt het er nu meer dan ooit op aan om de Ebitda van uw vennootschap op peil te houden of nog te verhogen om zo een interessantere overnameprijs te kunnen onderhandelen.