



DE WERKELIJKE WAARDE VAN CASH

Aeternus Whitepaper



De werkelijke waarde van cash

In de M&A en waarderingspraktijk is er altijd veel te doen over de post liquide middelen, oftewel 'cash' op de balans. In de berekening van de waarde van aandelen is de cashpositie immers een belangrijk onderdeel, die voornamelijk wordt beïnvloed door de mening van partijen over het benodigde werkkapitaal. In de meeste gevallen is de opstelling als volgt:

Company value/Cash/Debt Free	20.000
Deficit net working capital at closing	-1.000
Cash like items	+500
Cash	+2.000
Interest bearing debt	0
Debt like items	-1.000
Share Purchase Price (Koopprijs)	20.500

De cashpositie van een bedrijf op een bepaalde datum wordt in de bovenstaande opstelling dus gecorrigeerd voor een teveel of te weinig werkkapitaal op closing.

Zodoende blijft eigenlijk de excess cash positie over, het geld dat uit de onderneming kan worden getrokken zonder dat dit de dagelijkse operatie raakt, chiquer gezegd: uitgaande van een 'genormaliseerd werkkapitaal'. Dus geen buitengewone crediteuren of debiteurenposities en een gebruikelijke voorraad die passend is bij het omzetniveau. Dat is de redenering en 'so far so good'.

Maar in de beoordeling van de excess cash positie worden vaak een aantal fouten gemaakt, die in dit artikel besproken worden. Daarnaast liggen er onder deze wat oppervlakkige beoordeling van de excess cash positie nog een aantal andere overwegingen, die in dit artikel verder uiteengezet worden.



Oneigenlijke cash

Allereerst een vaak gemaakte fout. De cashpositie is, los van de correctie voor werkkapitaal, namelijk niet altijd vrij te besteden:

G-rekeningen: met name bij bouwgerelateerde bedrijven en uitzendbureaus. Tegenover dit saldo staat een korte termijn verplichting. In de praktijk blijkt overigens ook de beoordeling van het saldo op de G-rekening van belang is.

Een geblokkeerde bankrekening voor een huurgarantie of andere garanties: deze vorm van cash kan dus niet los gezien worden van de exploitatie

Een reeds aangevane investeringsverplichting die nog niet geleid heeft tot een cash out: die staat vaak niet in de balans maar nader toegelicht onder het kopje 'buiten de balans aangevane verplichtingen'.

Vooruit ontvangen termijnen en vooruitbetaalde bedragen: hier dient onderscheid gemaakt te worden tussen hetgeen 'normaal is in de business' en 'uitzonderlijke situaties'. Zo kan het in een branche gebruikelijk zijn dat klanten altijd volledig vooruitbetalen. Dan zou de conclusie kunnen zijn dat er geen correctie gemaakt hoeft te worden. Incidentele zaken dienen echter altijd in beschouwing te worden genomen.

Uit te keren dividend: dit vindt meestal direct na de balansafsluiting plaats en zal daarom snel de cashpositie doen verlagen.

Deze voorbeelden worden in de praktijk nogal eens over het hoofd gezien. Het mag duidelijk zijn dat deze voorbeelden een negatief effect hebben op de Share Purchase Price van het bedrijf.

Foute beoordeling netto werkkapitaal

Hoewel er een bepaalde vorm van subjectiviteit schuilt in de beoordeling, komt er in de praktijk veel onder de noemer 'subjectief' terecht dat daar niet thuis hoort. Dat is begrijpelijk, aangezien een deel van de beoordeling van de cash- en netto werkkapitaalpositie eerst plaatsvindt tijdens het Due Diligence.

Omdat partijen dan 'dicht bij een deal zijn', worden gesprekken over de beoordeling van het netto werkkapitaal onderdeel van de onderhandelingen. Vanwege het verlangen van partijen wordt er

daarom snel onderhandeld naar een eindresultaat en is het werkkapitaal een onderdeel van de uitruil met andere onderhandelingspunten uit het Due Diligence.

Laten we daarom proberen de feiten van de subjectiviteit en het resultaat uit onderhandelingen scheiden.



a. Gemiddelde of maximum?

In de beoordeling van het genormaliseerde netto werkkapitaal wordt gezocht naar één getal. Een getal dat uiteindelijk de Share Purchase Price beïnvloedt. Vaak niet eens zo veel in procenten van de totale koopsom, maar in de onderhandelingen altijd 'voer voor discussie'.

Dit éne getal wordt voor de berekening van Share Purchase Price in mindering gebracht op netto werkkapitaalpositie zoals die wordt geconstateerd op de overdrachtsbalans. Als het verschil negatief is, hebben we dus te maken met een te lage netto werkkapitaalpositie in de overdrachtsbalans en verlaagt deze dus de Share Purchase Price. Is het verschil positief, dan is er een hoger dan 'normaal' netto werkkapitaal aanwezig binnen het bedrijf, en moet dit bij de verkoopprijs worden opgeteld.

De methodiek is duidelijk maar nu de nuancering. We zijn op zoek naar één getal. Dat betekent dat we niks hebben aan een bandbreedte in het werkkapitaal. De vraagstelling iets preciezer geformuleerd: gaan we rekenen met het maximaal benodigde (genormaliseerde) werkkapitaal of een gemiddelde (genormaliseerde) werkkapitaal positie?

En als we ervan overtuigd zijn dat het gemiddelde juist is, wordt er dan een gewogen gemiddelde, een rekenkundig gemiddelde of de mediaan bedoeld? Naar onze mening zou dit dan het gewogen gemiddelde moeten zijn. Dat geeft het beste weer hoe het werkkapitaal zich over het jaar

heen gemiddeld beweegt. Hier wordt dan ook in de navolgende tekst van uit gegaan.

Vanuit een theoretisch oogpunt lijkt er maar één logisch antwoord mogelijk: het maximum. En natuurlijk een 'genormaliseerd' maximum, waarin rekening wordt gehouden met incidentele werkkapitaalsituaties in het verleden. Het maximum is immers nodig om de operatie te laten draaien.

Andersom geredeneerd: waarom is het gemiddelde onjuist? Het antwoord is simpel en wordt beantwoord met een vraag: Als we uitgaan van een gewogen gemiddelde binnen een minimum en een maximum, hoe wordt dan het verschil tussen het gemiddelde en het maximum gefinancierd? Juist, dat zou dan toch uit de cash of een hogere debt positie moeten plaatsvinden. Et voilà, dat is dan weer extra schuld of minder cash en dit verlaagt dan weer de Share Purchase Price.

Ter verduidelijking een voorbeeld: Mijn ouders hadden een boom- en rozenkwekerij; de rozen werden geplant in februari, veredeld in juni, na de winter gesnoeid en in de daaropvolgende herfst geoogst en gefactureerd. Betaald werd er in het daaropvolgende voorjaar. Dat was dus iets meer dan 2 jaar voorfinancieren van inkoop van rozenplanten, betalen van verdelingskosten en overige kosten. In onderstaande tabel het voorbeeld uitgewerkt, waarbij de linkerkolom de factuurbedragen laat zien, de middelste kolom het aantal maanden investering en de rechterkolom het gewogen gemiddelde investeringsbedrag over de gehele periode.

Investeringen	€	Mnd	€
Rozenplanten	50.000	25	50.000
Verdelingskosten	100.000	20	80.000
Snoeikosten en overige kosten	25.000	15	15.000
Oogstkosten	50.000	10	20.000
Totaal	225.000		165.000

Mijn vader moest toch echt wel € 225.000 voorfinancieren, het gewogen gemiddelde suggereert een behoefte van slechts € 165.000. Maar als mijn vader de € 60.000 niet cash had gehad, waren de rozen nooit geoogst.

Uiteraard is er nuancering hierop mogelijk. Deze nuancering is dan meestal in de situatie dat er sprake is van een (of meerdere) sterke pieken in de netto werkkapitaalpositie gedurende een korte periode. Het lijkt dan onrechtvaardig om een piek als maximum te nemen. Daar is veel voor te zeggen, maar wel onder de voorwaarde dat:

- Het genormaliseerde netto werkkapitaal wordt verhoogd met het effect van de liquiditeitspiek gemeten naar de periode.
- Het volledige bedrag van de piek in het netto werkkapitaal ook financierbaar is op stand alone-going-concern basis. Financiering van een piek in het netto werkkapitaal moet mogelijk zijn uit de beschikbare liquiditeiten danwel een (seizoens)kredietfaciliteit, waarbij de verwachting gerechtvaardigd is dat de (seizoens)kredietfaciliteit op basis van de financiële performance van het bedrijf gehandhaafd blijft.

Er zullen vast en zeker situaties zijn dat een gemiddelde wel gerechtvaardigd is. Overnames en bedrijfswaardering kunnen namelijk case-by-case zoveel verschillen, dat onmogelijk alles in een formule te vatten is. Veel van deze discussie hoort thuis onder de noemer 'genormaliseerd werkkapitaal'.

Maar een kledingretailer zal toch echt zijn piek in de inkoop moeten kunnen financieren als hij de winter- en zomercollectie binnenkrijgt. Hij kan proberen de betalingstermijn van zijn leveranciers proberen zo ver mogelijk op te rekken, maar uiteindelijk moet er toch betaald worden.



b. Werkkapitaal in geval van een negatief RC saldo

Het is verbazingwekkend dat we het in waarderingsland bijna nooit hebben over een genormaliseerd werkkapitaal in de situatie dat er sprake is van een negatief saldo in de rekening courant. Dat komt omdat er bij kredietposities afgevraagd wordt hoeveel van de cash “excess is” en daarom automatisch inzoomen op de cash- en daarmee netto werkkapitaalpositie. Maar goed is dat natuurlijk niet. Het volgende voorbeeld verduidelijkt dit:

Gebouwen	1.000	EV	800
Inventaris & vervoermiddelen	500	Voorziening latente belasting	400
Vorraad	600	Lening bank	1.500
Debiteuren	1.500		
Overige activa	700	RC bank	900
		Crediteuren	400
Cash	0	Overige passiva	300
Totaal activa	4.300	Totaal passiva	4.300

Stel dat de Company Value voor dit bedrijf 5 miljoen bedraagt. De aandelenprijs zou dan volgens de opstelling in het begin 2.6 miljoen bedragen:

Company Value	5.000
Excess or deficit net working capital at closing	
Cash like items	
Cash position	0
Interest bearing debt	2.400
Debt like items	-
Share Purchase Price	2.600

Het netto werkkapitaal is in dit voorbeeld 2.1 miljoen. Maar als het genormaliseerde werkkapitaal 2.5 miljoen bedraagt, dan moet de debetpositie met 0,4 miljoen gecorrigeerd worden en is de Interest bearing debt dus 2.8 miljoen en de Share Purchase Price in dat geval 2.2 miljoen. In de praktijk van waarderings- en in mindere mate, M&A-transacties wordt hier vreemd genoeg beperkt aandacht aan besteed en naar onze mening methodisch onjuist.

c. Investeringscash

In prognoses die gebruikt worden voor waarde berekeningen, wordt uitgegaan van prognoses op jaarbasis. Omzet, kosten en investeringen worden

geprognosticeerd op jaarbasis. Binnen een jaar ziet de cashflow op maandbasis er vaak veel grilliger uit. Met name investeringen vinden vaak schoksgewijs binnen het jaar plaats en kunnen gedurende een jaar voor een extra cashbehoefte zorgen. Met name bij bedrijven met grote jaarlijkse investeringen en een regelmatige cashflow of een cashflow die zich echt pas materialiseert aan het einde van elk jaar. Het effect op waarde of prijs bedraagt maximaal de hoogste jaarlijkse investeringsbehoefte in de gebruikte prognoses.

Dit geldt ook voor R&D. Elk bedrijf moet investeren in de toekomst. Het ene bedrijf doet dit door het maken van extra kosten, het andere door het investeren in nieuwe ontwikkelingen. Innovaties ontstaan niet altijd na een lange uitvoerige geplande periode van regelmatige uitgaves uit de cashflow, deze moeten soms ook snel worden ontwikkeld en in de markt gezet. Dus is er behoefte aan extra geld dat onregelmatig gebruikt kan worden. Dit is uiteraard niet bij alle bedrijven van toepassing, maar met name bij bedrijven met veel snelheid in innovatiekracht. Dit proces is vaak onvoldoende in prognoses meegenomen. Innovaties leveren hogere cashflows op. Bijzondere aandacht verdienen hierbij te ontvangen subsidies, die niet altijd synchroon lopen met de investeringen.

d. Survivalcash

Branches als de (scheeps)bouw en uitzendbureaus, maar ook dienstverlenende- bouw en transportbedrijven zijn conjunctuurgevoelig. Cash is daarom nodig om te overleven in mindere tijden, dus om ook in de toekomst cashflows te kunnen genereren.

Conjunctuurgevoelige bedrijven worden verkocht als er een aantal betere jaren zijn gerealiseerd. En dus is er in die prognoses ook geen rekening gehouden met de in deze jaren benodigde cash om de gevolgen van de eerstvolgende conjunctuurdip op te vangen. Dit is niet opgenomen in werkkapitaalberekeningen die gemaakt worden bij overnames. Deze berekeningen worden namelijk meestal gemaakt op basis van recentelijk gerealiseerde cijfers in de afgelopen jaren en zijn dus niet ‘forward looking’.

Het gaat natuurlijk al bijna goed als de conjunctuurcyclus is opgenomen in de prognoses die de grondslag vormen voor de waardering en de prijs. Dan zijn de verliezen op de een of andere manier verdisconteerd in de prijs. Maar dan is het nog de vraag of ze stand alone going concern gefinancierd kunnen worden. Zeker wanneer een conjuncturele dip op korte termijn wordt verwacht (1-2 jaar) en het bedrijf in hoge mate conjunctuurgevoelig is, is een afslag op de Share Purchase Price voor 'survival cash' op zijn plaats.



Hoeveel correctie is er nodig op de cashpositie? Dat is afhankelijk van de tijd tot aan het punt van de conjuncturele neergang en de mate van gevoeligheid van de cashflows van het bedrijf voor de conjunctuurcycli. Die zijn in de meeste gevallen af te leiden uit historische informatie, in combinatie met branche-informatie. Natuurlijk is dit in M&A-land een moeilijke discussie in de onderhandelingen. Je vraagt de verkoper feitelijk om geld te laten staan zodat de koper in moeilijke tijden kan overleven. Dat lijkt een beetje vreemd: de toekomstige exploitatie is immers toch het risico van de koper? Het moment van transactie in relatie tot de conjunctuurgolf bepaald of de koper of de verkoper de beste uitgangspositie in de onderhandelingen heeft.

e. Opportunity cash

Als we de waarde van cash alleen maar bekijken vanuit het perspectief van het enge begrip werkkapitaal, zouden we menige bedrijfsvoering tekort doen.

Het hebben van een vrije cashpositie of vergelijkbaar daarmee, voldoende vrije ruimte in een rekening courant krediet, heeft de waarde voor een bedrijf dat opportuniteiten gepakt kunnen

worden die zonder die vrije cash niet mogelijk zouden zijn geweest. Het hebben van ruimte om te wachten of juist snel te acteren, onderhandelingen te vertragen of juist snel te onderhandelen.

Omstandigheden die niet in toekomstige cashflows zijn verdisconteerd maar wel een waarde kunnen hebben voor toekomstige cashflows. Welke waarde hieraan moet worden toegekend hangt af van de aard van de activiteiten van een bedrijf en een aantal andere factoren. Laten we deze aan de hand van een aantal praktijkvoorbeelden verder onder de loep nemen.

Allereerst is er natuurlijk de kans dat er zich opportuniteiten voordoen waarop snel geanticipeerd moet worden. De kans hierop bij een ondernemer van vier McDonalds vestigingen is bijvoorbeeld heel laag, maar bij een groothandel van gebruikte machines vrij groot. De McDonalds vestigingen hebben een voorspelbaar verloop van zowel investeringen als werkkapitaal, terwijl de groothandel in machines altijd cash moet hebben om te kunnen bewegen, en mogelijk in belangrijke mate zijn rendement bepalen.

Vervolgens is het bedrag van opportunity cash afhankelijk van de reactietijd in een geval zich een opportuniteit voordoet. Een leverancier in de metaalsector zou graag in de situatie zitten om altijd een grote klant te kunnen accepteren. Een grote klant vergt echter een forse investering in machines, voorraad onderhanden werk en debiteuren. Hij heeft de tijd om de benodigde financiering met zijn financier en leveranciers overeen te komen. Omdat het over het algemeen een tijd duurt voordat een klant operationeel overstapt, heeft hij hiervoor langer de tijd. Een groothandel in gebruikte machines daarentegen, moet snel beslissen als een opportuniteit zicht voordoet.

Ook hangt de waarde af van *de hoogte van de verwachte vrije cashflow* in de reactietijd. Naarmate de cashflow in de reactietijd hoger is en naarmate deze vrije cashflow dichterbij het bedrag komt dat nodig is om opportuniteiten te benutten, is een negatieve correctie op de waarde minder belangrijk.

Samengevat in een formule kan de Opportunity Cash als volgt worden samengevat:

$$V(oc) = -\{[EAOC] * p * (1 - [FCF(r)] / EAOC)\}$$

Waarbij

V(oc) = Value of Opportunity Cash

EAOC= Estimate Amount Opportunity Cash necessary to capture the business opportunity's, based on estimated revenues

FCF(r)= Free Cash Flow the Company can generate within the Reaction period

p = probability of an Opportunity event (between 0 and 1)

Stel een bedrijf heeft € 500.000 nodig om business opportuniteiten te benutten. De Cashflow die gegenereerd kan worden gedurende de reactietijd is € 100.000. De kans wordt ingeschat op 90%. Dan is de Value of Opportunity Cash $\{[€ 500.000 * 0,9 * (1 - [100/500]) = € 360.000$. Dit bedrag dient dan vervolgens in mindering te worden gebracht op de Share Purchase Price.

Naarmate de kans kleiner is dat er behoefte is aan Opportunity Cash, neemt het bedrag dus af. Als een bedrijf een hoge cashgeneratie heeft en/of een lange leadtime naar de cashinvestering, is er ook minder behoefte aan extra cash. De hoogte van de EAOC dient aan de hand van een nadere analyse te worden vastgesteld.

Ter voorkoming van misverstanden: het is goed mogelijk dat er in bedrijven geen sprake van survival cash of opportunity cash. De waarderingdeskundige of M&A adviseur dient hiervan op basis van zijn deskundigheid een inschatting te maken.

Tot slot

Het inschatten van een genormaliseerd nettowerkkapitaal en excess cash blijven uitdagende onderwerpen in M&A transacties en bedrijfswaarderingen.

Niet zelden vormen zij een bron van discussie. In waarderingland doet zich telkens de vraag voor of en op welke manier deze onderwerpen in de toekomstige Free Cash Flows zijn verwerkt. In M&A land zijn door de veelheid van begrippen in combinatie met ondeskundige adviseurs vaak misverstanden hierover. Het doel van dit artikel is om bij te dragen aan een beter inzicht.



BIG VALUE

BY PUTTING THINGS IN PERSPECTIVE

Aeternus heeft sinds 2006 meer dan 1000 klanten begeleid op het gebied van (international) M&A, bedrijfswaardering, financiering en waardemanagement.

Aeternus Office Amsterdam
Joop Geesinkweg 501
1114 AB Amsterdam

Aeternus Office Eindhoven
Parklaan 54a
5613 BH Eindhoven
+31 (0)40 782 01 82

Aeternus Office Venlo
Noorderpoort 39
5916 PJ Venlo
+31 (0)77 320 06 10

www.aeternuscompany.nl

Aeternus Corporate Finance

Aeternus is een onafhankelijk corporate finance kantoor met vestigingen in Amsterdam, Eindhoven en Venlo. Onze klanten zijn bedrijven in het top MKB en mid-corporate segment. We zijn sterk in industrie, business services, zakelijke dienstverlening, agrotechniek en food-gerelateerde bedrijven. Aeternus doet alles rondom waarde: waarde bepalen, waarde verhogen en waarde realiseren. Aeternus is specialist op het gebied van bedrijfsovernames. Wij adviseren bij waardebeoordelingen, financieringen en waardemanagement.



M&A WORLDWIDE®

aeternus
corporate finance

