

Bent u JAGER OF PROOI?

Met de nasleep van de kredietcrisis, Basel III in het vooruitzicht en toenemende onzekerheid in de eurozone in ogenschouw, zal de huidige krapte in de kapitaalmarkten niet verbeteren. Onafhankelijk zijn van banken blijft daarom het devies. Een goede cash-flow is meer dan eens van belang. Dit verlaagt de financieringsbehoefte en bepaalt in grote mate de waarde van een onderneming. En daarmee ook of een organisatie jager of prooi is.

Goede cashflow is bepalend

Het streven naar groei is het resultaat van ambitie. Zo wordt dat althans door de markt beleefd. Een onderneming toont hiermee aan dat het gericht is op waarde creatie voor haar aandeelhouders. Groei kun je bereiken door meer producten of diensten te verkopen dan het jaar ervoor of door markt-aandeel op te kopen. Het eerste is vaak zeer lastig in een concurrerende markt en vraagt een zeer grote inspanning. Het tweede is op papier het meest eenvoudig, maar gaat gepaard met grote risico's. Tevens stellen veel ondernemers zich de vraag wat het juiste moment is een andere onderneming te kopen en tegen welke prijs dit moet gebeuren.

Fusie- en overnamecijfers maken duidelijk dat de fusie en overnamemarkt volatiel is. De grootste en de meeste transacties vinden op het hoogtepunt van de markt plaats. Van de top 10 grootste acquisities uit de Europese geschiedenis zijn er vier in 1999 en 2000 afgesloten (waarde van deze vier transacties: 380 miljard euro) en twee transacties in 2007 die een gezamenlijke waarde hadden van 140 miljard euro (waaronder ABN Amro).

Van deze overnamewaarde is inmiddels weinig meer over. De beurs heeft zijn grilligheid bewezen en de raden van bestuur van de grootste multinationals blijken timing niet

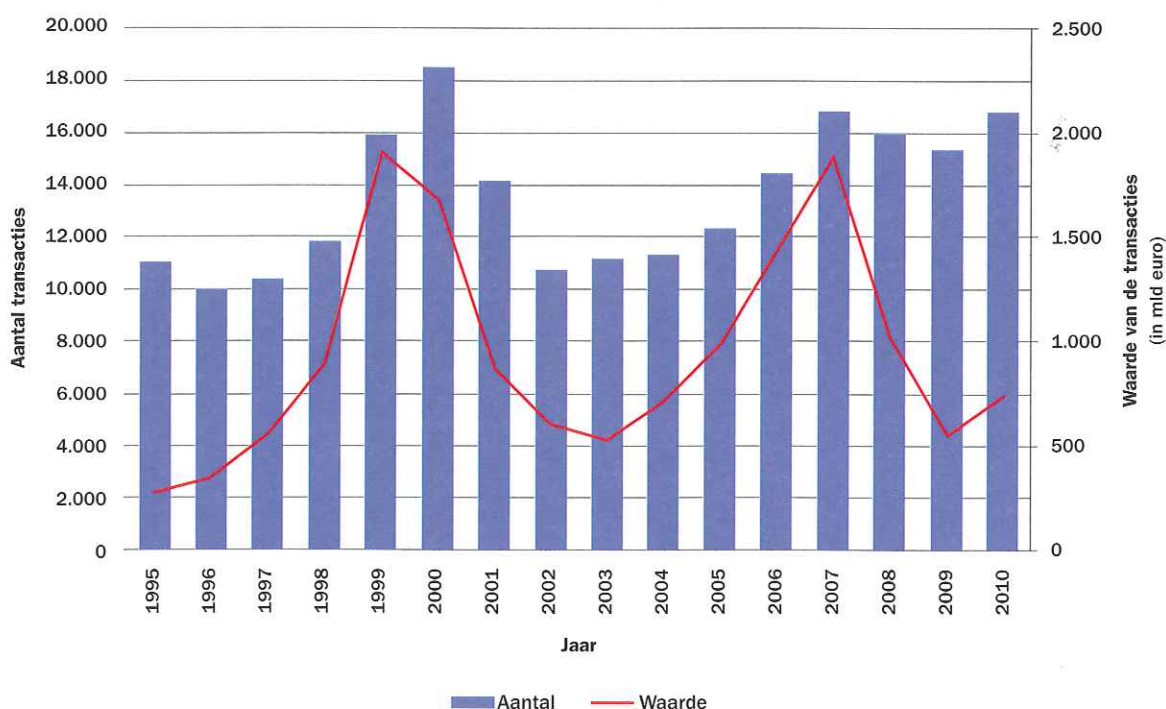
beter onder de knie te hebben dan directies van kleinere ondernemingen. De voorspellende waarde van een topbankier is ook niet betrouwbaarder gebleken dan die van een willekeurige andere CEO van een niet-financiële instelling. Mede hierdoor mislukken in de regel 60 tot 80 procent van de overnames.

De Europese Fusie- & Overnamemarkt (EMEA) is over de eerste zes maanden van 2011 slechts zeven procent van de waarde over een vergelijkbare periode in 2007. Europese ondernemingen zijn blijkbaar terughoudend bij het verhogen van de schuldenlast als gevolg van een acquisitie.

Acquisitie financiering

Voor een overnemende partij zijn twee zaken van belang: hij betaalt het liefst een zo laag mogelijke prijs voor de 'prooi' en de acquisitie dient financierbaar te zijn. In beide gevallen is de cashflow de 'driver'. De financierbaarheid wordt onder andere bepaald door de netto schulden versus de EBITDA. De EBITDA is het resultaat van de verkopen en de kostenefficiëntie waarmee dit gebeurt. Dit levert uiteindelijk cash op. De cash die uiteindelijk op de balans terecht komt is aftrekbaar van de schulden.

Een lage 'net debt to EBITDA' ratio geeft ruimte voor een additionele schuldenlast en veel cash op de balans kan wor-



Figuur 1. Aangekondigde fusies en overnames: Europa 1995-2010 (Bron: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA))



den aangemerkt als 'oorlogskas'. (Financiële instellingen financieren in de regel niet boven een net debt to EBITDA van maximaal 4. Dit is echter afhankelijk van de marktomstandigheden, die momenteel minder gunstig zijn.)

Een grote acquisitie in 2007, die gefinancierd werd met hoge schulden op basis van een oplopende EBITDA in 2005, 2006 en 2007, heeft in de jaren 2008 en 2009 menig CFO slapeloze nachten bezorgd. De financiële crisis van 2008 zorgde voor een enorme terugval in de EBITDA en bracht de cash positie van menig onderneming tot een minimum terug. Daar waar ondernemers op zoek waren naar additionele cash, stond de bank aan de voordeur te kloppen om de schulden tegen minder gunstige voorwaarden naar beneden bij te stellen.

Cashflow

'Cash is king' is het devies van vrijwel iedere financieel directeur. Dit adagium heeft haar volle betekenis hervonden als gevolg van de kredietcrisis. Zonder positieve cashflow kan een onderneming niet bestaan. Het geeft de garantie dat werknemers, crediteuren en andere schuldeisers op tijd betaald kunnen worden. Onaangename bezoeken van bankiers blijven achterwege en bij fusies en overnames heeft de cashflow grote invloed op de waarde van een bedrijf.

Overnemen of overgenomen worden?

Procesinefficiëntie kan ertoe leiden dat een bedrijf prooi wordt. Private equity partijen zijn altijd op zoek naar bedrijven met verborgen cash. Over het algemeen is deze te vinden in het werkkapitaal. Voorraden en handelsdebiteuren worden als eerste geanalyseerd om, in een vroeg stadium, te bepalen welk percentage van deze activa in cash kan worden omgezet. Om de prooien te selecteren

kan men de omloopsnelheid van de voorraden en de days sales outstanding (DSO) bestuderen, om deze vervolgens af te zetten tegen het sectorgemiddelde. Bij iedere significante (negatieve) afwijking zal de private equity investeerder de geselecteerde onderneming aan een diepere analyse blootstellen.

Cashflow bepaalt bedrijfswaardering

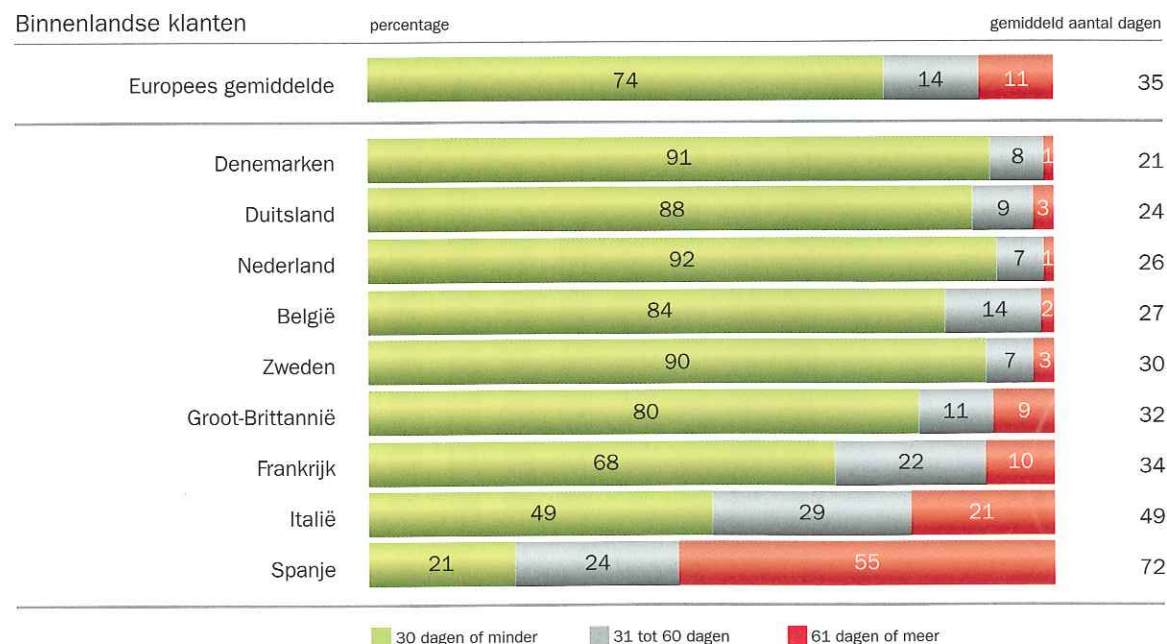
Een overname is altijd het resultaat van een afweging tussen prijs en potentieel rendement. De uiteindelijke waarde van een aandeel van het bedrijf is de cumulatieve waarde van de te verwachten toekomstige dividenduitkeringen. Aangezien dividend uit de kasstromen betaald wordt, zijn goede processen rond het werkkapitaal van groot belang.

De prijs wordt derhalve mede bepaald door de hoogte van de cashflow van het over te nemen bedrijf. Hoe sneller klanten de rekeningen betalen, hoe hoger de cashflow is en hoe lager de financieringsbehoefte. Ook de stabiliteit van de cashflow is bepalend voor de waarde. Grote schommelingen in de debiteurenportefeuille hebben een negatieve invloed op de waarde van een onderneming.

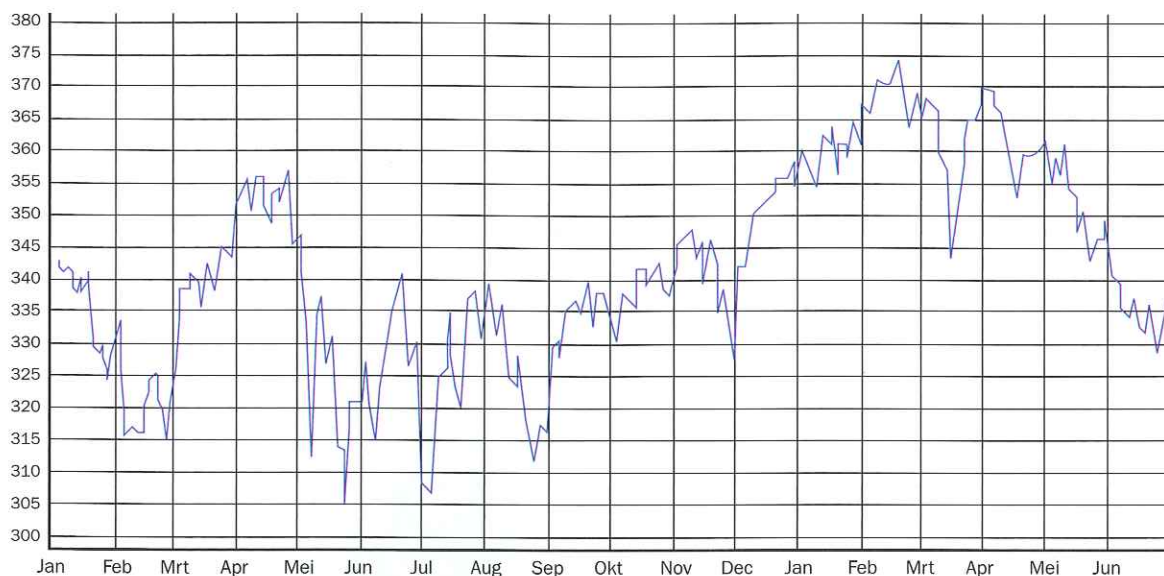
Nederland zit in de kopgroep van Europa in termen van gemiddelde DSO. Per industriële sector bestaan echter ook per land grote verschillen. Het is van belang dat de financieel directeur van iedere onderneming kennis heeft van dergelijke cijfers en begrijpt hoe deze in verhouding staan tot de concurrentie.

Resultaat uit het verleden

Nu de economie na de crisis aantrekt, nemen de winsten bij veel bedrijven weer toe. Voor het bepalen van de waarde van een bedrijf, kijkt men bij een overname terug in de tijd. Op dit moment wordt de prijs mede bepaald door de



Figuur 2. Betalingsmonitor voorjaar 2011 (Bron: Attradius)



Figuur 3. AEX-grafiek januari 2010 t/m juli 2011

behaalde cashflow gedurende de periode tussen de start van de crisis en het ingezette herstel. Deze waarde is over het algemeen lager door een dalende omzet in 2008 en 2009, maar ook doordat bedrijven langere betaaltermijnen zijn gaan hanteren. Onder het motto 'als de banken onze klanten niet financieren, doen wij het wel' zijn de handelsvorderingen op de balans in verhouding tot de omzet gestegen. Daarnaast hebben veel faillissementen plaatsgevonden, waardoor ook de afschrijvingen op de debiteurenportefeuille toenamen. De stijging van de vorderingen heeft er verder toe geleid dat de financieringslasten en -behoefte toenamen, met als gevolg schommelingen in de cashflow en hogere kosten resulterend in een lagere externe waardering.

Omgekeerd optimaliseert goed creditmanagementbeleid de cashflow en vermindert het de financieringsbehoefte en de lasten. Snel betalende klanten hoeven immers niet gefinancierd te worden en de kans op afschrijvingen neemt af.

Creditmanagement bestaat uit alle elementen binnen het order to cash proces. Het begint bij acceptatie, op basis van goede informatiebronnen, gevolgd door een efficiënt Dunning proces, tot aan een effectief incassotraject. De totale kosten van dit proces, inclusief financieringslasten, dienen berekend te worden als percentage van de omzet. Dit percentage dient beperkt te blijven waarbij tevens de volatiliteit in bedwang moet worden gehouden.

Jager of prooi

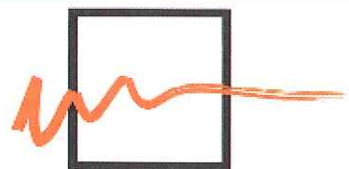
De bedrijven die gedurende de crisis in staat zijn gebleken hun liquiditeitspositie op niveau te houden, hebben een sterkere positie in het proces van fusies en overnames. Hierdoor zullen zij eerder jager zijn dan prooi.

De kredietcrisis is opgevolgd door de Europese landencrisis. Na het Griekse debacle staat het vertrouwen in financiële kracht van de Zuid Europese landen ter discussie. De gevolgen van deze crisis zullen invloed hebben op de overige Europese landen en de vele financiële instellingen die

in staatsobligaties hebben geïnvesteerd. Dit feit en de implementatie van Basel III (aanscherping van de kapitaal-eisen) zullen de huidige krapte in de kapitaalmarkten niet verbeteren. Onafhankelijk zijn van de banken blijft daarom het devies.



advertentie



F I N Y A R D

Rust en controle op uw financieel-administratieve afdelingen

Wij bieden hoogwaardige oplossingen in de vorm van:

- Tijdelijk financieel administratief personeel op alle niveaus
- Werving & selectie van financieel administratieve professionals
- Quick scans
- Speciale projecten op financieel gebied

Ons streven is niet alleen een passende oplossing te vinden voor uw administratieve uitdagingen op korte termijn maar u ook op langere termijn te begeleiden in het voeren van een optimale administratie. Onze werkwijze is gericht op het doorbreken van de stresslijn.

Heeft u vragen of wilt u graag aanvullende informatie, neemt u dan contact met ons op:

Zuidermolenweg 7 • 1069 CE AMSTERDAM • Tel. 020-6675290
• Fax 020-6675291 • Email: info@finyard.nl • www.finyard.nl