

Inhoudsopgave

1. Woord vooraf	7
2. Waarde	8
<i>Subjectiviteit</i>	<i>8</i>
<i>Waarderingsmethoden</i>	<i>10</i>
<i>Ingrediënten van waarde.....</i>	<i>11</i>
<i>Prijs.....</i>	<i>12</i>
<i>Niet rationele aspecten</i>	<i>13</i>
3. Werken aan Waardestuwers	15
4. Casus KaKaBo BV	19
<i>Uitgangsituatie.....</i>	<i>19</i>
<i>Ondernemingsprofiel.....</i>	<i>21</i>
<i>Financiële positie en prestatie</i>	<i>23</i>
<i>Prognose</i>	<i>25</i>
<i>Waarde eigen vermogen.....</i>	<i>30</i>
<i>Analyse</i>	<i>31</i>
<i>Toekomstige waarde.....</i>	<i>34</i>
<i>Verkoopopbrengst.....</i>	<i>36</i>
<i>Resultaten</i>	<i>38</i>
5. Werkkapitaalbeheer.....	41
<i>Cash-cycle.....</i>	<i>41</i>
<i>Stappen werkkapitaalbeheer</i>	<i>42</i>
<i>Resultaten werkkapitaalbeheer</i>	<i>44</i>
6. Investeringsbeleid.....	47
<i>Analyse investeringsbeleid.....</i>	<i>48</i>
<i>Stappen investeringsbeleid.....</i>	<i>50</i>
<i>Resultaten investeringsbeleid</i>	<i>53</i>
7. Bedrijfskosten.....	55
<i>Kostenstructuur.....</i>	<i>55</i>
<i>Kosten-efficiëntie</i>	<i>59</i>
<i>Resultaten bedrijfskosten.....</i>	<i>61</i>

8. Vermogensstructuur	63
<i>Modigliani en Miller.....</i>	<i>63</i>
<i>Herstructurering</i>	<i>66</i>
9. Onderneming-specifieke risico's.....	68
<i>Afhankelijkheid directeur-eigenaar.....</i>	<i>70</i>
<i>Afhankelijkheid management en personeel;.....</i>	<i>74</i>
<i>Positie in de waardeketen</i>	<i>76</i>
<i>Activiteitsverspreiding</i>	<i>79</i>
<i>Volumeflexibiliteit.....</i>	<i>81</i>
<i>Trackrecord.....</i>	<i>83</i>
10. Emotie	87
11. Resultaten.....	89
12. Slotwoord.....	91
13. Over de auteur	92

1. Woord vooraf

'Een hogere verkoopopbrengst bij de verkoop van mijn bedrijf? Ja, graag! Maar hoe pak ik dat aan?'

Voorafgaand aan bedrijfsoverdracht wordt vaak geadviseerd om *'op tijd te beginnen'* om *'de onderneming verkoopklaar te maken'*. Dat resulteert zo in een hogere verkoopprijs.

Hierbij rijzen vragen als *'hoe doe ik dat?'*, *'hoe werkt dat?'* en *'wat is daarvan het resultaat?'*. Vaak ontbreken hierop duidelijke antwoorden. Dan worden juiste keuzes niet gemaakt en juiste stappen niet gezet. Met als gevolg: een teleurstellende uitkomst op het moment van bedrijfsoverdracht. Spijtig en onnodig!

Dit boek "Werken aan Waardestuwers" is geschreven voor de MKB ondernemer. Hij wil op termijn zijn onderneming verkopen. Hij wil de economische waarde verbeteren. Zodat hij een hogere verkoopprijs kan realiseren.

Naar ik hoop biedt dit boek u veel leesplezier en inspiratie. Mocht u concreet aan de slag gaan met Werken aan Waardestuwers? Dan wens ik u hierbij alle goeds en succes!

Peter Schuitmaker.

2. Waarde

Voordat we met Werken aan Waardestuwers aan de slag gaan een nadere uitleg over het begrip waarde. Want als het begrip waarde voor u beter gaat leven, dan kunt u de aangeboden materie ook beter plaatsen. Zodat u met deze wetenschap de juiste stappen kunt zetten.

Subjectiviteit

Waarde is een subjectief begrip. Wat voor de één veel waarde heeft, heeft voor een ander juist een beperkte waarde. En andersom. Dat is maar goed ook. Want anders bestond er geen handelsverkeer.

Waarde moet u dus vooral zien vanuit het gezichtspunt van de toekomstige koper. U moet uw bedrijf vanuit dat perspectief taxeren.

Voor de koop van uw bedrijf zijn er verschillende aspirant-kopers denkbaar. Uw bedrijf is misschien een mooie *target* voor een medewerker in uw bedrijf. Deze *Management Buy Out* (MBO) kandidaat kent uw bedrijf 'door-en-door'. Zijn kennisachterstand is beperkt. Hij heeft daarom een andere *waarde-perceptie* dan bijvoorbeeld een koper van 'buiten', een zogenaamde *Management Buy In* (MBI) kandidaat.

Deze MBI kandidaat worstelt met een grotere kennisachterstand. Hij kent uw bedrijf nog niet. Hij moet alle *ins-and-outs* gaan ontdekken. Zo is er sprake

3. Werken aan Waardestuwars

Werken aan Waardestuwars heeft grote betekenis in elke levensfase van uw bedrijf. Werken aan Waardestuwars loont zich eigenlijk altijd. De inhoud van dit boek kunt u onafhankelijk van uw verkoopplannen in de praktijk brengen. Deze levert u onmiddellijk rendement op op uw investering in tijd en geld.

Werken aan Waardestuwars is echter bij uitstek geschikt als voorbereiding op een bedrijfsoverdracht. In dat perspectief wordt Werken aan Waardestuwars ook behandeld.

Helaas zijn bedrijven niet altijd optimaal voorbereid op een bedrijfsovername. Dan leidt dan helaas tot een teleurstellend verkoopresultaat.

Echter, wanneer u zich goed voorbereidt kunt u eerder rekenen op een vlotte overname tegen betere condities.

De belangrijkste elementen van Werken aan Waardestuwars zijn werkkapitaalbeheer, investeringsbeleid, bedrijfskosten en onderneming-specifieke risico's. In dit boek behandelen we ook de invloed van de vermogensstructuur.

Werken aan Waardestuwars

- *Werkkapitaalbeheer*
- *Investeringsbeleid*
- *Bedrijfskosten*
- *Onderneming-specifieke risico's*

4. Casus KaKaBo BV

In het vorige hoofdstuk benoemden we de belangrijkste pijlers van Werken aan Waardestuwers. Dit boek diept deze uit aan de hand van een concrete casus, de onderneming KaKaBo¹ BV. Zo ontdekt u hoe de bedrijfsvoering zich vertaalt in overwaarde en meerprijs. Dit helpt u om concrete stappen binnen uw eigen onderneming te zetten.

Uitgangssituatie

KaKaBo (Karel's Kasten Bouw) is de onderneming van Karel. KaKaBo bouwt hardhouten kasten in opdracht van interieurbouwers. Het gaat om project-specifieke kasten met een solide kwaliteit. De kasten worden gebruikt in *high-end* kantooromgevingen. De kasten van KaKaBo onderscheiden zich door een hoogwaardige uitstraling.

Karel heeft de onderneming 18 jaar geleden overgenomen van zijn schoonvader. Daarvoor was hij als werknemer werkzaam. De bedrijfsvoering vraagt zijn volledige aandacht.

Karel geniet van zijn rol in het bedrijf. Zijn dagen zijn gevuld met het onderhouden van klantrelaties, het maken van offertes, de werkvoorbereiding, de productieplanning en het toezicht houden op de montage op locatie. Maar ook het afhandelen van

¹*Bij het verschijnen van dit boek is geen onderneming KaKaBo BV bekend. Elke overeenkomst met bestaande bedrijven, personen of gebeurtenissen berust op louter toeval.*

5. Werkkapitaalbeheer

Op pad naar overwaarde en meerprijs zet Karel met zijn overname-adviseur een eerste stap: een analyse van het netto werkkapitaal.

Samen buigen zij zich over de zogenaamde *cash-cycle*. Karel stelt zich hierbij de vraag: 'in hoeverre is dat in orde?'

Cash-cycle

De *cash-cycle* is het proces waardoor een *cash-in* ontstaat door een *cash-out* van de onderneming. Investerings in duurzame productiemiddelen kennen een lange omlooptijd, ook wel cyclustijd genoemd. Want de investering verdient zich meestal beetje-bij-beetje over meerdere jaren terug.

Investerings in netto-werkkapitaal kennen een kortere cyclus tijd. De inkopen en overige directe kosten, zoals loonkosten van direct personeel, resulteren binnen een relatief korte termijn in een *cash-in*.

Hierbij speelt dus een groot aantal aspecten, zoals voorraadtermijn, de omvang van onderhanden werk, het betalingsgedrag van debiteuren.

6. Investeringsbeleid

Investeren is de basis voor continuïteit: anticiperen op de toekomst. Maar dat moet wel met beleid gebeuren. Want verkeerde beslissingen leiden tot onnodig waardeverlies. Daarom neemt Karel een volgende stap: een kritische blik op zijn investeringsbeleid.

Daarbij helpt een vergelijking met branchegegevens², bijvoorbeeld de meubelindustrie en de timmerindustrie. Een *benchmark* geeft het volgende resultaat:

Branche gegevens³	Meubel	Timmer	KaKaBo
Brutomarge	46,7%	45,4%	62,5%
Afschrijvingen	3,6%	3,1%	5,0%

Een eerste conclusie luidt dat KaKaBo, vergeleken met de branche een relatief hoge brutomarge heeft. KaKaBo heeft een hoge toegevoegde waarde. De verhouding omzet / inkoop is circa 33% hoger.

Deels wordt dat misschien verklaard door de afzet: de betere producten in het hogere segment. Of door een relatief goedkope inkoop. Maar misschien ook wel door een afwijkende verhouding eigen productie en uitbesteding.

Ook zijn de afschrijvingen relatief hoog. Dat duidt op een relatief hoge kapitaalintensiteit. Dat betekent: de

² *Bijvoorbeeld Cijfers & Trends Rabobank*

³ *Cijfers & Trends Rabobank 40e jaargang 2016/2017*

7. Bedrijfskosten

Nu krijgt Karel er goed zin in. Hij begrijpt beter-en-beter de relatie tussen waarde, geïnvesteerd vermogen, verwachte verkoopopbrengst, kasstromen, bedrijfswinst, NOPLAT, overwaarde en meerprijs. Dat brengt hem op het idee om kritisch naar de bedrijfskosten te kijken.

Dat blijkt zeker geen eenvoudige opgave. Karel lette altijd al op 'de kleintjes'. Op dit gebied stappen zetten lijkt niet zo eenvoudig. Maar in het gesprek met zijn overname adviseur snijdt hij dit onderwerp aan.

Bedrijfskosten

- *Structuur*
- *Beheersing*
- *Efficiëntie*

Wanneer het om bedrijfskosten gaat zijn er drie belangrijke aspecten. Dat zijn structuur, beheersing en efficiëntie. Deze hebben alle drie een positief effect op waarde en prijs. Met deze wetenschap gaan Karel en zijn overname-adviseur uit de startblokken.

Kostenstructuur

Kostenstructuur heeft betrekking op de verhouding vaste kosten en de variabele kosten. Vaste kosten zijn (vast) personeel, huurkosten voor huisvesting, leasekosten, abonnementen, verzekeringen, algemene kosten voor beheer en administratie, enzovoorts. Kenmerkend is dat de vaste kosten vrijwel onafhankelijk zijn van de omzet.

8. Vermogensstructuur

Inmiddels raakt Karel gepassioneerd door kostenefficiëntie. Opnieuw werpt hij een blik op de prognoses. Wat hem onderaan de streep opvalt is de rente op de banklening. Die is 5%. Terwijl de liquide middelen, deels op een bedrijfsspaarrekening maar 0,3% oplevert. Per saldo een verlies van 4,7%.

Dat kan worden opgelost door extra snel af te lossen op de bestaande lening met de overtollige liquide middelen. Karel mag jaarlijks €27.000 boetevrij aflossen. Als hij dat doet bespaart hij de komende drie jaar zo'n €2.700 rentekosten. 'Een echte *quick-win*: geen ingewikkelde stap met een snel en concreet resultaat' denkt Karel.

'Wat is daarvan het effect op de waarde en de verkoopopbrengst?' vraagt Karel zich af. Dus zet hij dit onderwerp op de agenda voor de bespreking met zijn overname-adviseur.

Modigliani en Miller

Met zijn overname-adviseur diept Karel dit onderwerp wat verder uit. Hierbij bestuderen zij het gedachtengoed van Modigliani en Miller (M&M). M&M schreven een theorema over de invloed van de vermogensstructuur, de zogenaamde *capital structure*.

M&M kwamen tot de conclusie dat de waarde van een onderneming niet afhankelijk is van de vermogensstructuur. Op zich is dat eigenaardig. Want

9. Onderneming-specifieke risico's

De wetenschap over waarde als quotiënt van NOPLAT en WACC maakt Karel duidelijk dat Werken aan Waardestuwers vooral effect heeft als hij de K_{eu} verbetert.

Karel wil zijn bedrijf overdragen aan een externe partij. Van belang is dan om de waarde-perceptie van de aspirant-koper te verbeteren. Want dat betekent een lagere K_{eu} en daarmee een hogere waarde.

Maar wat is risico? Waaruit bestaat dat risicoprofiel? Zijn overname-adviseur verduidelijkt hem dat ook risico een subjectief begrip is. De een doet zonder blikken of blozen een bungy-jump. De ander krijgt knikkende knieën bij het idee om op een ladder te moeten klimmen.

Voor de waarderingdeskundigen is dat natuurlijk een lastig gegeven. Daarom zijn er verschillende systematieken ontwikkeld om het risicoprofiel te objectiveren.

Bijvoorbeeld: het zogenaamde *Capital Asset Pricing Model* CAPM. Deze geeft een uitkomst van de kostenvoet van het eigen vermogen. Dit is een samentelling van het risicovrije rendement plus een specifiek risico. Dat specifiek risico is het product van een onderneming-specifieke β (bètawaarde) en een systematisch risico of marktrisico. In formule

$$K_{ev} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

10. Emotie

Veel MKB ondernemers zijn ooit begonnen met een idee en passie. Door jarenlange inspiratie en transpiratie is hun onderneming uitgegroeid tot een goedlopende en financieel gezonde entiteit. Er werd personeel aangenomen, in inventaris en machines geïnvesteerd, nieuwe markten ontgonnen, de eerste stappen gezet op exportgebied, enzovoorts.

Veel MKB ondernemers zien daarom hun onderneming als hun 'kind'. Dat is enerzijds ook een sterkte. Want de onderneming kan zo onvoorwaardelijk rekenen op hun inzet en betrokkenheid. Onderneming en ondernemer zijn één.

Een aspirant-koper ziet dat echter als een risico. 'Kan ik het personeel, de klanten en de toeleveranciers wel binden als ik de onderneming voortzet? Welke kennis gaat verloren als de eigenaar vertrekt? Word ik ooit evenzeer succesvol? Hoe bewandel ik de paden naar succes en continuïteit?'

Bij bedrijfsoverdracht moet de directeur-eigenaar de eigen onderneming loslaten. Rationeel gezien is dat raadzaam en onvermijdelijk. In de praktijk blijkt echter niets zo lastig als dat. Want dat druist in tegen de emoties: het gevoel onmisbaar te zijn en de zorg niet kunnen overdragen!

Als u momenteel acteert als spin in het web of –erger nog– uw organisatie kan eigenlijk niet zonder u, dan is er werk aan de winkel. Een aspirant-koper zal uw

11. Resultaten

Het proces Werken aan Waardestuwers heeft Karel uiteindelijk veel opgeleverd. Onderstaande is een samenvatting van de resultaten per moment van overdracht, eind jaar 3.

Werken aan Waardestuwers	Basis	WeKaBe	InvBel	KosEff	RisPro
Bedrijfsresultaat	€ 67.500	€ 60.000	€ 67.750	€ 75.250	€ 75.250
Afschrijvingen	€ 48.000	€ 48.000	€ 35.250	€ 35.250	€ 35.250
EBITDA	€ 115.500	€ 108.000	€ 103.000	€ 110.500	€ 110.500
3 * EBITDA	€ 346.500	€ 324.000	€ 309.000	€ 331.500	€ 331.500
Debt	€ -90.000	€ -90.000	€ -90.000	€ -90.000	€ -90.000
Cash	€ 87.900	€ 195.900	€ 244.200	€ 262.200	€ 262.200
Verkoopopbrengst APV waarde onderneming	€ 344.400	€ 429.900	€ 463.200	€ 503.700	€ 503.700
APV waarde EV	€ 385.200	€ 344.400	€ 386.560	€ 427.360	€ 529.700
Boekwaarde EV	€ 383.100	€ 450.300	€ 540.760	€ 599.560	€ 701.900
Overwaarde EV	€ 369.900	€ 351.900	€ 362.700	€ 380.700	€ 380.700
Meerprijs EV	€ 13.200	€ 98.400	€ 178.060	€ 218.860	€ 321.200
	€ -25.500	€ 78.000	€ 100.500	€ 123.000	€ 123.000

Basis : Zonder Werken aan Waardestuwers

WeKaBe : Werkkapitaalbeheer

InvBel : Investeringsbeleid

KosEff : Kostenefficiëntie

RisPro : Risicoprofiel onderneming

Afgezet tegen de Basis zijn de cumulatieve resultaten als volgt:

12. Slotwoord

Hier bent u aangekomen aan het eind van dit boek. Naar ik hoop bent u niet verdwaald door al het rekenwerk. Maar hebt u wel inzicht gekregen in de belangrijkste principes van Werken aan Waardestuwers.

Hopelijk hebt u ontdekt hoe werkkapitaalbeheer, investeringsbeleid, kostenefficiëntie, vermogensstructuur en onderneming-specifieke risicoprofiel u helpen bij de voorbereiding op een bedrijfsoverdracht. Zodat deze concreet bijdragen aan overwaarde en meerprijs.

Helaas konden niet alle onderwerpen in de volle omvang worden uitgediept. Daarvoor is de materie te omvangrijk. Bovendien zijn de beginsituaties en omstandigheden te verschillend.

Werken aan Waardestuwers laat zich ook niet in een vastomlijnd kader plaatsen. Daarvoor is geen standaard recept. Ieder traject kent zijn eigen uitdagingen en dynamiek.

Hopelijk realiseert u uw persoonlijke doelstellingen. Waarbij u later met een tevreden gevoel achterom kunt kijken op het bewandelde pad met een bevredigend verkoopresultaat.

13. Over de auteur

Peter Schuitmaker is Register Adviseur Bedrijfsopvolging (RAB). Sinds 2000 heeft hij een adviespraktijk voor bedrijfsovername in Breda.

Peter is gecertificeerd lid van de Beroepsorganisatie voor Specialisten in Bedrijfsoverdracht (BOBB).

Peter was ook parttime docent Bedrijfsopvolging MKB aan de Academie voor Algemeen en Financieel Management van de Avans Hogeschool in Breda.

In 2016 verschenen zijn boeken “Mijn bedrijf verkopen? Wat komt er dan op mijn pad?” en “Een bedrijf kopen? Keuzes maken en stappen zetten!”

Daarnaast schrijft hij leermodules voor accountants in opdracht van E-Wise en de PE-Academy (Utrecht).

Hij volgde studies Werktuigbouwkunde aan de Technische Universiteit Delft en Bedrijfskunde aan de Business School Strathclyde University, Glasgow (UK).

Peter heeft een aantal hobby's. Eén daarvan is koken voor grotere gezelschappen.

Ook zeezeilen is zijn grote passie. Jarenlang zeilde hij met zijn vrouw Annet op de eigen zeilboot Daan Douwe langs Duitse, Franse, Engelse en Scandinavische kusten.