

2 Heeft de te verkopen onderneming wel een goede uitgangspositie?

2.1 Zicht op cijfers

Wat zeggen cijfers in een balans en winst- en verliesrekening? Een antwoord op deze vraag is niet zonder meer te geven. Daarvoor moeten we eerst weten welke waarderingsgrondslag is gebruikt. Zo dit de historische uitgaafprijs is, weten we dat die cijfers niet overeenstemmen met de werkelijke waarde van de balansposten. Het getoonde ondernemingsresultaat in de winst- en verliesrekening is ook niet bruikbaar voor het beoordelen van de werkelijk geleverde prestaties. Zijn niet-structurele gegevens (bijvoorbeeld incidentele baten en lasten) uit het resultaat gefilterd? Is adequaat gebruikgemaakt van waardestuwers als omzet, marge, investeringen in werkkapitaal en vaste activa? Kortom, wanneer de financiële cijfers zijn gebaseerd op historische kostprijzen, zullen deze voor het krijgen van een aanvaardbaar beeld van de werkelijke gang van zaken in het verleden moeten worden aangepast.

Laten we eens kijken welke cijfers Bob de Jong over de werkmatschappij heeft. Dat de administratie snel recente gegevens kan produceren, is mooi meegenomen. Niet elke onderneming slaagt daarin, wat problemen geeft als het tijdstip van waardebepaling te ver weg ligt van de laatst verstrekte informatie. In zo'n geval zit er niets anders op dan alsnog een betrouwbare tussentijdse balans en winst- en verliesrekening te doen samenstellen.

VRAAGPRIJS OF PRIJSVRAAG?!

Balansen 'De Jong Bakkerijen' (x € 1.000)

	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	30-6-2008
Activa					
Grond	400	400	400	400	400
Bedrijfsgebouw	522	495	468	441	428
Overige bedrijfs- middelen	680	750	800	850	1.000
<i>Vaste activa</i>	<u>1.602</u>	<u>1.645</u>	<u>1.668</u>	<u>1.691</u>	<u>1.828</u>
Voorraden	60	70	80	95	80
Debiteuren	1.560	1.543	1.918	2.252	1.995
Liquide middelen	0	0	0	88	618
<i>Vlottende activa</i>	<u>1.620</u>	<u>1.613</u>	<u>1.998</u>	<u>2.435</u>	<u>2.693</u>
Totaal activa	3.222	3.258	3.666	4.126	4.521
Passiva					
Aandelenkapitaal	300	300	300	300	300
Reserves	698	1.109	2.020	3.327	3.863
<i>Eigen vermogen</i>	<u>998</u>	<u>1.409</u>	<u>2.320</u>	<u>3.627</u>	<u>4.163</u>
<i>Lang vreemd vermogen</i>	1.400	700	500	300	0
Korte rentedragende schulden	718	1.049	692	0	0
Te betalen belasting	50	37	76	107	281
Crediteuren	56	63	78	92	77
<i>Vlottende passiva</i>	<u>824</u>	<u>1.149</u>	<u>846</u>	<u>199</u>	<u>358</u>
Totaal passiva	3.222	3.258	3.666	4.126	4.521

HEEFT DE TE VERKOPEN ONDERNEMING WEL EEN GOEDE UITGANGSPOSITIE?

Winst- en verliesrekeningen 'De Jong Bakkerijen' (x€1.000)

	2004	2005	2006	2007	Eerste halfjaar 2008
Netto-omzet	8.400	9.490	11.750	13.800	6.100
Kostprijs van de omzet	672	759	940	1.104	488
<i>Brutomarge</i>	<i>7.728</i>	<i>8.731</i>	<i>10.810</i>	<i>12.696</i>	<i>5.612</i>
Personeel	4.700	5.176	6.170	7.072	3.184
Bedrijf	180	213	281	390	179
Verkoop	515	660	733	855	246
Algemeen	465	507	456	455	200
Opleiding/training	60	80	90	100	45
Informatie-systeem	800	1.200	1.500	1.700	900
Afschrijvingen	207	227	247	267	143
<i>Operationele kosten</i>	<i>6.927</i>	<i>8.063</i>	<i>9.477</i>	<i>10.839</i>	<i>4.897</i>
Bedrijfsresultaat (EBIT)	801	668	1.333	1.857	715
Rente	100	70	40	15	5
Resultaat vóór belasting	701	598	1.293	1.842	710
Belasting	250	187	382	535	174
Resultaat na belasting	451	411	911	1.307	536
Aantal werknemers eind periode (ultimo 2003 122)	130	140	172	180*	142

* Begin 2008
zijn nog 142
werknemers
in dienst

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes (een winstbegrip exclusief vermogenskosten en belasting).

Duidelijk is dat deze cijfers in de balansen en winst- en verliesrekeningen niet voldoen aan de eisen die worden gesteld wanneer het gaat om het vaststellen van de waarde van de aandelen van de onderneming. Zo zijn de gegevens niet gebaseerd op fair value maar op de historische uitgaafprijs. Ook kan reeds uit de informatie worden opgemaakt dat geen rekening is gehouden met de marktwaarde van bijvoorbeeld het in

gebruik zijnde informatiesysteem, waaraan toch vanaf 2003 € 6.100.000 is besteed! En hoe moeten de kosten voor opleiding/training worden opgevat? Daarvoor zijn niet zulke omvangrijke uitgaven in relatie tot andere kostensoorten gemaakt. Toch heeft men gemeend deze post afzonderlijk tot uitdrukking te moeten brengen. Met welke intentie?

2.2 De werkelijkheid achter de cijfers

Bij financiële cijfers gaat het om helderheid en transparantie van de informatie. Helaas is de werkelijkheid zelden op het eerste oog te traceren. Doorgaans zijn de groei van de omzet, de brutomarge en de invloed van de personeelskosten op het bedrijfsresultaat wel uit de gegevens op te maken. Maar is informatie over de operationele hefboomwerking uit de cijfers af te leiden? Die vraag moeten we ontkenkend beantwoorden.

Kijken we met een financiële bril naar de balansen, dan kunnen we de ontwikkeling in het geïnduceerd netto werkkapitaal wel volgen. Wat de ontwikkeling van de liquiditeit betreft kunnen we een eind komen mits de gegevens op de juiste wijze worden geïnterpreteerd.

Een laatste kritisch punt is nog dat de cijfers niet de mogelijkheid bieden te achterhalen welk rendement de bedrijfsactiviteiten hebben opgeleverd in relatie tot het werkelijk geïnvesteerd vermogen.

2.2.1 Analyse van het resultaat

Omzetgroei

Uit de cijfers van 'De Jong Bakkerijen' kunnen we opmaken hoe de omzet zich in de loop van de jaren na 2003 heeft ontwikkeld. Daarnaast zien we ook een toename van het aantal werknemers tot en met 2007, waarna dit is teruggelopen. Een vergelijking tussen beide gegevens ligt dus voor de hand.

HEEFT DE TE VERKOPEN ONDERNEMING WEL EEN GOEDE UITGANGSPOSITIE?

Jaar	Omzetgroei tegenover jaar daarvoor (in procenten)	Toename gemiddeld aantal werknemers ten opzichte van jaar daarvoor (in procenten)
2004	niet bekend	niet bekend
2005	13,0	7,1
2006	23,8	15,6
2007	17,4	12,8
2008; eerste halfjaar	-/- 11,6*	-/- 19,3*
	* Waarbij is uitgegaan van een gelijke omzet in het tweede halfjaar 2008 als in het eerste	* Eind 2007 hebben 38 werknemers het bedrijf verlaten

Met het interpreteren van deze cijfers moeten we wel bedacht zijn op een valkuil. Zo zouden we kunnen concluderen dat de terugval van de omzet met € 1.600.000 in 2008 op jaarbasis, zeker als we de brutomarge daarbij betrekken, volledig gecompenseerd is door een kostenbesparing als gevolg van het teruglopen van het personeelsbestand eind 2007 met 38 werknemers. Op jaarbasis wordt voortaan minimaal € 1.528.000 minder uitgegeven. Maar vergeten we dan niet dat die besparing reeds bereikt was vóór we wisten dat er een omzetzdaling in 2008 zat aan te komen? Eigenlijk moeten we vaststellen dat de gerealiseerde kostenreductie is 'verdamp't als gevolg van de terugval van de omzet in dezelfde orde van grootte. We kunnen dus niet volhouden dat het effect van die omzetzdaling geen pijn doet!

Brutomarge

Voor het beoordelen van de brutomarge is het belangrijk vast te stellen wat onder de kostprijs van de omzet wordt begrepen. Is daar naast grondstoffen ook rekening gehouden met arbeid en een aandeel in de overige directe en indirecte kosten?

Bij 'De Jong Bakkerijen' zien we dat in de kostprijs van de omzet noch arbeid, noch overige directe en indirecte kosten zijn opgenomen. Dit betekent niet dat een kostprijscalculatie

VRAAGPRIJS OF PRIJSVRAAG?!

ontbreekt. De gegevens daarvan worden echter niet gebruikt bij het opstellen van de winst- en verliesrekening als het gaat om de post 'kostprijs van de omzet'.

De brutomarge komt in de jaren 2004 tot en met half 2008 steevast uit op 92%. Kennelijk heeft men hogere grondstofprijzen aan afnemers kunnen doorberekenen.

Personeel

Aan de hand van de beschikbare informatie is het volgende beeld van de personeelskosten te geven.

Jaar	Gemiddeld aantal werknemers			Kosten (x € 1.000)	Toename kosten (in procenten)	Gemiddelde kosten per werknemer (x € 1.000)
	a	b	c			
2004	101	25	126	4.700	niet bekend	37,3
2005	108	27	135	5.176	10,1	38,3
2006	125	31	156	6.170	19,2	39,6
2007	141	35	176	7.072	14,6	40,2
2008; eerste halfjaar	117	25	142*	3.184	-/- 10,0*	44,8*
	a: bakkers				* op jaarbasis	* op jaarbasis
	b: overig personeel					
	c: totaal					
	* Nu eind 2007 38 werknemers zijn afgevloeid, en daarna geen mutaties zijn geweest, is het gemiddeld aantal werknemers gelijk aan begin- en eindstand van de periode					

Uit dit overzicht blijkt dat de gemiddelde kosten per werknemer in de eerste zes maanden van 2008 ten opzichte van 2007 met 11,4% zijn gestegen. Zo'n kostenexplosie heeft zich in de jaren daarvoor niet voorgedaan!

HEEFT DE TE VERKOPEN ONDERNEMING WEL EEN GOEDE UITGANGSPOSITIE?

Overige 'out of pocket'-kosten

Het betreft hier bedrijfs-, verkoop- en algemene kosten. Deze vaste kosten zijn te relateren aan de in bedrijf zijnde bakkerijen. Het volgende overzicht laat de ontwikkeling van de betreffende kosten zien.

	2004		2005		2006		2007		Eerste halfjaar 2008	
	(x € 1.000)		(x € 1.000)		(x € 1.000)		(x € 1.000)		(x € 1.000)	
	a	b	a	b	a	b	a	b	a*	b*
Aantal bakkerijen	11		12		13		14		13	
Vaste kosten:										
- bedrijf	180	16,4	213	17,7	281	21,6	390	27,8	358	27,5
- verkoop	515	46,8	660	55,0	733	56,4	855	61,1	492	37,8
- algemeen	465	42,3	507	42,3	456	35,1	455	32,5	400	30,8
Totaal	1.160	105,5	1.380	115,0	1.470	113,1	1.700	121,4	1.250	96,1

a: kosten per jaar
b: kosten per bakkerij

* op jaarbasis

De vaste kosten per bakkerij zijn jaarlijks steeds gestegen (met uitzondering van een beperkte daling in 2006). In de eerste zes maanden van 2008 is echter een forse daling bereikt.

Bekijken we nu iedere kostensoort voor het eerste halfjaar 2008 afzonderlijk, dan kan worden vastgesteld dat alleen de bedrijfskosten per bakkerij fractioneel zijn gedaald. De verlaging van de vaste kosten is vooral bereikt door te snoeien in de verkoopkosten en in mindere mate in de algemene kosten.

2.2.2 Analyse van de financiële positie

Geïnduceerd netto werkkapitaal

Het geïnduceerd netto werkkapitaal is de som van voorraden en debiteuren minus crediteuren (= leveranciers grondstoffen). Het gaat hier om drie omzetafhankelijke balansposten. Delen we de omzetten uit de jaren 2005 tot en met 2008 (dit laatste

VRAAGPRIJS OF PRIJSVRAAG?!

op jaarbasis) door de gemiddelde geïnduceerde netto werkkapitalen in die jaren, dan kunnen we vaststellen dat de werkkapitalen zes à zeven keer zijn ‘omgezet’. Wat wil dit zeggen?

Het beoordelen van omvang en samenstelling van het geïnduceerd netto werkkapitaal (en eventuele wijzigingen daarin) houdt een afweging in tussen liquiditeitsrisico enerzijds en vermogensrendement anderzijds. Een positief werkkapitaal betekent dat dit wordt gefinancierd met eigen en lang vreemd vermogen. Dit vermogen kan nu niet worden aangewend voor de financiering van investeringen in vaste activa. Wat is hier op tegen?

In het algemeen leidt vermogen vastgelegd in vaste activa tot een hogere rentabiliteit van de onderneming dan vermogen gebruikt ter financiering van geïnduceerd netto werkkapitaal. Een in de tijd dalend werkkapitaal doet het risico van afnemende liquiditeit toenemen, maar heeft een positieve invloed op de winstgevendheid. Omgekeerd kan een toenemend werkkapitaal de rentabiliteit van de onderneming aantasten; het risico van illiquiditeit neemt daarentegen af.

Laten we deze stelling eens toepassen bij ‘De Jong Bakkerijen’, waar wijzigingen in het bedoelde werkkapitaal feitelijk alleen veroorzaakt zijn door de mutaties in de vorderingen op afnemers (leveranciers financieren immers de voorraad). We kunnen dan vaststellen dat Bob de Jong nagelaten heeft het niveau van het werkkapitaal te verlagen. Hij heeft het beschikbare vermogen niet winstgevender ingezet dan mogelijk was. Er is meer aandacht geweest voor de liquiditeit dan voor een hogere operationele rentabiliteit. Was het geïnduceerd netto werkkapitaal bijvoorbeeld gehalveerd, dan had dit twaalf à veertien keer kunnen ‘meedraaien’ en was het operationeel resultaat mogelijk hoger geweest. Nu is volstaan met voortdurend de omlooptijd van de vorderingen op de winkels (waar toch contante verkopen normaal zijn) te ‘laten staan’ op circa 60 dagen.

Deze laatste kritische opmerking krijgt een nog groter gewicht in de beoordeling van de ontwikkeling van het geïnduceerd netto werkkapitaal bij 'De Jong Bakkerijen' als we denken aan het risico van oninbaarheid van de betreffende vorderingen. Ook al meent men de winkelketens, door de voortdurende en intensieve contacten, 'van binnen en van buiten goed te kennen', waakzaamheid blijft geboden. Het is niet de eerste keer dat nagelaten wordt regelmatig bij gespecialiseerde instituten te informeren naar het 'wel en wee' bij afnemers om dan te laat tot de ontdekking te komen dat die toch niet zo solvabel zijn.

Liquiditeit

Hiervoor hebben we gezien dat bij 'De Jong Bakkerijen' de liquiditeit een hoge prioriteit heeft. Uiteraard is liquiditeit, naast werkkapitaalbeheer, een van de meetpunten omtrent het gevoerde financiële beleid. Het zijn niet alleen technische, commerciële en organisatorische capaciteiten van de ondernemer die het toekomstig lot van de onderneming bepalen. Ook de liquiditeit bepaalt dit. Is het daarmee slecht gesteld, dan loopt de onderneming de kans te maken te krijgen met crediteuren die overgaan tot het aanvragen van een faillissement. Trouwens al eerder wordt het doelmatig runnen van de onderneming gehinderd door voortdurend al te agressief geld eisende crediteuren van het lijf te moeten houden. Dat eist veel aandacht en energie die nu niet kunnen worden besteed aan andere dringende zaken die, als gevolg van deze liquiditeitsperikelen, op hun beurt een negatief effect kunnen krijgen op het uiteindelijke bedrijfsresultaat. Zo glijdt de onderneming af naar haar ondergang. Het is duidelijk dat de liquiditeit uiteindelijk een van de belangrijkste financiële prestatie-indicatoren is van goed ondernemerschap.

Wat verstaan we nu onder de liquiditeit van een onderneming? In het geval we dit begrip uitsluitend aan de hand van een balans omschrijven (wat accountants en administrateurs graag

doen), wordt vergeten dat het begrip eigenlijk betrekking heeft op de mogelijkheid om op tijd aan de financiële verplichtingen te voldoen (uiteraard onder de veronderstelling van continuïteit). Dit is niet zonder meer af te lezen uit de balansen. Daartoe is hierna een opstelling gegeven, aan de hand waarvan we kunnen vaststellen of 'De Jong Bakkerijen' daadwerkelijk aan haar financiële verplichtingen in de loop van de jaren 2005 tot en met half 2008 heeft voldaan (voor een beoordeling voor het jaar 2004 missen we enige gegevens daarvoor).

Beoordeling liquiditeit bij 'De Jong Bakkerijen' (x € 1.000)

	2005	2006	2007	Eerste halfjaar 2008
EBIT	668	1.333	1.857	715
Afschrijvingen	227	247	267	143
Netto ontvangsten uit operationele activiteiten	895	1.580	2.124	858
Investeringen in:				
– werkkapitaal	-/- 14	370	335	-/- 257
– overige bedrijfsmiddelen	270	270	290	280
	256	640	625	23
Aflossing LVV	700	200	200	300
Rentebetaling	70	40	15	5
Betaalde Vpb	200	343	504	0
Specifieke uitgaven	1.226	1.223	1.344	328
Overschot geldmiddelen (cash of kredietruimte bij korte rentedragende schulden)	-/- 331	357	780	530
Ontwikkeling beschikbare geldmiddelen				
Stand:				
– op 1 januari	-/- 718	-/- 1.049	-/- 692	88
– mutatie	-/- 331	357	780	530
– 31 december	-/- 1.049	-/- 692	88	618

LVV = lang vreemd vermogen

Vpb = vennootschapsbelasting

De liquiditeit bij 'De Jong Bakkerijen' heeft in 2005 onder druk gestaan. Dit is opgevangen doordat kennelijk het krediet bij geldverstrekkers kon worden opgetrokken (of daarvoor nog ruimte bood). In de jaren daarna is het jaarlijkse overschot aan geldmiddelen steeds positief geweest en is Bob de Jong er in geslaagd de korte rentedragende schulden af te bouwen. In 2007 hebben deze plaatsgemaakt voor liquide middelen. Maar in hoeverre zijn die renderend belegd? Zijn deze middelen nodig voor het geïnduceerd netto werkkapitaal of voor uitbreiding van investeringen in materiële en/of immateriële vaste activa?

2.2.3 Hoe kritisch zijn we?

Hoewel de eerste analyse van het resultaat over de verstreken zes maanden van 2008 wel minpunten te zien geeft, blijft mogelijk toch het beeld van een redelijk renderend bedrijf op ons netvlies achter. Ook de financiële positie is in de loop van de jaren verbeterd, mede als gevolg van het achterwege laten van dividenduitkering.

Maar zijn deze conclusies wel correct? Strooit met name de periodewinst van € 536.000 Bob de Jong geen zand in de ogen? We zullen in dit hoofdstuk nog zien dat het maken van winst, zeker als de omzet met 11,6% daalt, niet alleenzalgmakend is! Een meer diepgaande analyse, maar dan buiten de geijkte paden, is noodzakelijk om een beter inzicht te krijgen in de gang van zaken in de eerste twee kwartalen van 2008. We zijn benieuwd waar dit toe leidt. We moeten toch een antwoord krijgen op de in dit hoofdstuk gestelde kernvraag? Hiervoor dienen we de verstrekte cijfers 'om te bouwen' van boekwaarde naar marktwaarde. Voorafgaand is het zinvol de ondernemingsstrategie van 'De Jong Bakkerijen' voor het voetlicht te krijgen.