



Werkkapitaal, Equity cashflow, Entity cashflow en Discretionary Cashflow

Er is al heel wat gezegd en geschreven over het onderwerp Cash Flows. Wat ons blijft verbazen is hoe onvolledig deze publicaties vaak nog steeds zijn. Eén van de meest terugkerende vragen van onze klanten is: “Hoeveel middelen kan ik uit mijn onderneming halen, en toch de gezonde financiële structuur behouden”. Op deze belangrijke vraag gaan wij in dit artikel een antwoord bieden. Wij gaan u ook een correcte benadering van de begrippen Equity en Entity Cash Flows voorleggen.

Het is belangrijk om te benadrukken dat wij niet onmiddellijk kunnen aanvatten met het berekenen van Cash Flows, dit is de meest gemaakte fout in de berekeningen die wij terugvinden. Eerst dienen wij ons de vraag te stellen: “Welke middelen heeft mijn onderneming nodig om dagdagelijks te draaien.” Met andere woorden, welke financiële middelen zitten er “vast” in de onderneming.

Dit brengt ons tot de berekening van het werkkapitaal (Working Capital Requirement), ook nog WCR genoemd

Werkkapitaal

De berekening is vrij eenvoudig. We bekijken wat het bedrag van de werkactiva is van de onderneming is, en hier trekken we de werkpassiva (niet rentedragende schulden) van af. Indien dit bedrag positief is, dan vormt het een bezit en dus een te financieren actief.

Merk op: het begrip werkkapitaal is niet gelijk aan het begrip netto bedrijfskapitaal (Net Long term Financing)

Concreet:

werkactiva = de klanten, voorraad en de overlopende rekening op het activa

-Werkpassiva = leveranciers, belastingen, lonen e.d., overige niet rentedragende schulden en overlopende rekeningen op het passief.

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Voorbeeld :

	N-3	N-2	N-1	N
Operationele Activa	€ 2,400	€ 3,000	€ 3,900	€ 5,300
Overlopende rekening actief	€ 500	€ 500	€ 500	€ 500
Vorraad	€ 1,100	€ 1,500	€ 2,000	€ 2,300
Klanten	€ 800	€ 1,000	€ 1,400	€ 2,500
Operationele Passiva	€ 1,800	€ 2,000	€ 2,500	€ 2,600
Overlopende rekening passief	€ 500	€ 500	€ 500	€ 500
Niet rentedragende schuld (lonen, belastingen, leveranciers)	€ 1,300	€ 1,500	€ 2,000	€ 2,100
Behoeftte aan werkkapitaal	€ 600	€ 1,000	€ 1,400	€ 2,700

Equity Cash Flow

Bij de Equity Cash Flow gaan wij voor de berekening van de Cash Flow uit van het eigen vermogen (equity) van de onderneming. Wij aanzien dus banken en andere rentedragende schulden als derden aan de onderneming en wij berekenen de Cash Flow voor de aandeelhouders.

De formule ziet er als volgt uit:

$$\text{ECF} = \text{Winst NA belastingen} + \text{afschrijvingen} - \Delta \text{ werkkapitaal (zie hierboven)} - \Delta \text{ investeringen} \\ +/- \Delta \text{ financiële schulden}$$

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

- 1) Een eerste belangrijk punt is dat we rekening dienen te houden met de winst NA belastingen of (EAT earnings after Taxes), dit is de winst na intresten en dus het werkelijk beschikbare bedrag voor aandeelhouders maar voor uitzonderlijke kosten en opbrengsten. Wat U immers interesseert is de cashflow die de onderneming realiseert door haar courante activiteiten
- 2) Een volgende belangrijk punt is dat we rekeningen dienen te houden met de mutatie in werkkapitaal. We dienen dus steeds voor twee boekjaren het werkkapitaal te berekenen. Indien de nood aan werkkapitaal stijgt over twee boekjaren dienen wij deze in mindering te brengen van de Equity Cash Flow.
- 3) De volgende factor in de berekening van de cashflow betreft de investeringen in vaste activa. Ook dit wordt bij de berekeningen die wij terugvinden vaak over het hoofd gezien.. Om een CF berekening naar de toekomst op te maken is het belangrijk om in aanmerking te nemen wat de gemiddelde toekomstige investeringen zullen zijn om de activiteiten van de vennootschap te behouden.
- 4) De laatste belangrijke factor is dat we rekening houden met de mutatie in financiële schulden. Dit wil zeggen :
 - Toename in lange- en korte termijn financiële schulden MIN terugbetalingen van leningen –MIN betaalde intresten van leningen

Dit laatste punt maakt ook dat de Equity Cash flow een gevaarlijke Cash flow berekening is om te gebruiken bij een eventuele waardering van een vennootschap. Het betekent dat een toename in financiële schulden leidt tot een hogere CF en dus ook een hogere waarde van de onderneming. Dit maakt onmiddellijk het belang duidelijk van onze volgende Cash Flow berekening, de Discounted Entity Cash Flow

Hierbij een voorbeeld:

Stel dat een onderneming een winst na belastingen heeft van 1.722,00 EUR. De afschrijvingen van het boekjaar bedragen 500 EUR, en de mutatie aan werkkapitaal is (cfr het voorbeeld op de vorige pagina) een toename van 1.300,00 EUR. Het bedrag van de gemiddelde jaarlijkse investeringen van deze onderneming is 700 EUR. Tenslotte gaat de onderneming geen nieuwe leningen aan, maar dient zij wel € 1.305,00EUR terug te betalen. De ECF van deze onderneming is de volgende:

Winst na belastingen	€ 1.722
+ Afschrijvingen	+€ 500
- mutatie in werkkapitaal	-€ 1.300
+/- mutatie in financiële schulden	€ -1,305
- gemiddelde investeringen in vaste activa	- € 700
EQUITY CASH FLOW	-€ 1.083



Entity Cash Flow (ook nog vrije cash flow of Free Cash Flow genoemd)

Bij de Entity Cash Flow gaan wij voor de berekening van de Cash Flow uit van het eigen vermogen en van de schulden, ook nog genoemd het " totaal geïnvesteerd vermogen (invested capital) . Wij berekenen de Cash Flow van de gehele onderneming, niet enkel deze die beschikbaar is voor de aandeelhouders, maar ook deze die beschikbaar is voor de bank.

De formule ziet er als volgt uit:

$$\text{FCF} = \text{Winst VOOR intresten en belastingen (EBIT)} - \text{werkelijke winstbelasting} + \text{afschrijvingen} - \Delta \text{ Werkkapitaal} - \text{investeringen in vaste activa.}$$

Het belangrijkste verschil met de Equity Cash Flow is dus dat wij geen rekening houden met het aangaan en het terugbetalen van leningen.

Wij gaan ook rekening houden met de winst voor intresten en belastingen en hier de werkelijke winstbelasting van aftrekken. Wij houden dus nog GEEN rekening met betaalde intresten, dit is ook logisch gezien wij de beschikbare cashflow voor de schuldeisers EN aandeelhouders gaan berekenen.

Hierbij een voorbeeld:

Stel dat een onderneming een winst voor interest en belastingen heeft van 2.760,00 EUR. De afschrijvingen van het boekjaar bedragen 500 EUR, en de mutatie aan werkkapitaal is (cfr het voorbeeld op de eerste pagina) een toename van 1.300,00 EUR. Het bedrag van de gemiddelde jaarlijkse investeringen van deze onderneming is 700 EUR. De FCF van deze onderneming is de volgende:

Winst voor interest en belastingen	€ 2.760
- werkelijk belastingstarief van toepassing op deze onderneming (bv34%) x winst voor interest en belastingen	- € 938
NOPLAT	€ 1.822
+ Afschrijvingen	+ € 500
- Gem investing in vaste activa	- € 700
- mutatie in werkkapitaal	-€1.300
FREE CASH FLOW	€ 322

Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

Bedrijfsrevisor - Auditor

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Discretionary Cash Flow.

Hierbij gaan wij bekijken welke gelden er beschikbaar zijn voor strategische beslissingen vanuit het Management. Hieronder behoren onder andere aanvullende investeringen in vaste activa voor de uitbereiding van de activiteiten van de onderneming of dividenduitkeringen.

Wij gaan de formule voor deze Cash Flow schematisch weergeven:

	N-2	N-1	N
Operationele Cash Flow			
Verkopen	€ 8,110	€ 8,700	€ 9,200
- Kostprijs van verkopen(60-rek)	€ -4,100	€ -4,500	€ -4,800
- Algemene kosten, aankopen goederen en diensten	€ -1,458	€ -1,423	€ -1,545
- Belastingen	€ -569	€ -604	€ -581
- Mutatie in werkkapitaal	€ -400	€ -400	€ -1,300
A. Operationele CASH FLOW (NOCF)	€ 1,583	€ 1,773	€ 974
Nondiscretionary cash flows			
- Terugbetalingen van leningen	€ -500	€ -600	€ -713
- Intrest betalingen	€ -305	€ -365	€ -420
- Terugkerende investeringen (vaste activa)	€ -350	€ -400	€ -500
B. NONDISCRETIONARY NET CASH FLOW	€ -1,155	€ -1,365	€ -1,633
C. + Toename in lange termijn leningen voor <u>TERUGKERENDE investeringen</u>	€ 350	€ 400	€ 500
D. Beschikbare CASH FLOW voor strategische investeringen (A+B+C)	€ 778	€ 808	€ -159
Discretionary cash flows			
Toename in lange termijn leningen voor <u>STRATEGISCHE investeringen</u>	€ 250	€ 400	€ 413
+ toename in korte termijn leningen	€ 70	€ -186	€ 652
+ verkoop van vaste activa	0	0	€ 300
- aankoop vaste activa voor strategische investeringen	€ -500	€ -1,000	€ -800
- Dividend betalingen	€ -398	€ -422	€ -406
E. DISCRETIONARY NET CASH FLOW	€ -578	€ -1,208	€ 159
Total Net Cash Flow (D + E)	€ 200	€ -400	€ 0

Het bedrag dat U berekend bij punt D, is de beschikbare Cash Flow voor strategische investeringen, en dus ook het bedrag dat beschikbaar is om, bijvoorbeeld, een dividend uit te keren.