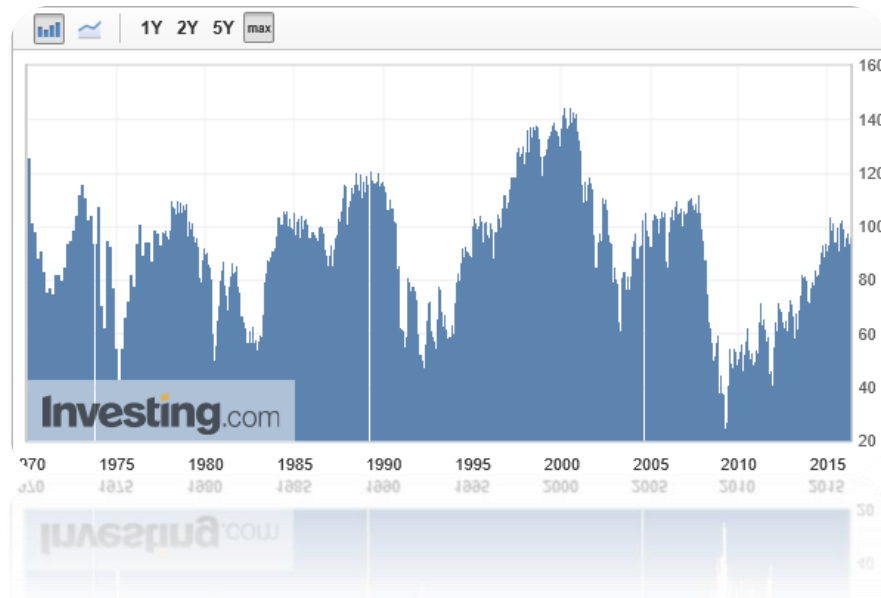


2017

Hamish Maertens

Succesvol én veilig beleggen www.succesvol-en-veilig-beleggen.com met uitgebreide rapporten, voor iedereen toegankelijk!



[INVESTEREN EN FINANCIEREN + PRIVATE EQUITY EN RISICO-ANALYSE]

In dit document leest u meer over investeren en financieren zoals het wordt toegepast in de praktijk. Dit met stukjes private equity en vooral risico-analyse. Dit naslagwerk is gebaseerd op het boek van Taco Rietveldt: Handboek Investeren en financieren, dat op zijn beurt is gebaseerd op tal van andere informatieve succesvolle beleggingsboeken. Een samenvatting voor leken en gevorderden! Met een conclusie om af dit gigantische document te beëindigen...

1. Inleiding

- Investeerders → aandelen
- Financiers → schuldpapier

- Financiers krijgen VASTE rentevergoeding (er is geen kans op een UPSIDE, dus geen bijkomend rendement)

- Investeerders krijgen VARIABELE beloning (al dan niet met bijhorend dividend, er is kans op een UPSIDE en DOWNSIDE (verlies op investering))

- HERPLAATSING = overkopen van financiële instrumenten
 - ⇒ Aandelenemissie → nieuwe aandelen
 - ⇒ Schuldemissie → nieuw schuldpapier
 - ⇒ Onderneming = verkoper + ontvangt emissieopbrengst (overname, schuldafbouw, nieuw project financieren)

- Aandelen → beloning = afgetrokken van rente en aflossing financiers
 - ⇒ Dit heeft als gevolg dat aandelen achtergesteld zijn t.o.v. rentedragende schuld en dus staan ze lager in de KAPITAALSTRUCTUUR

- Investeerders rekenen op een hoger rendement als een hoger risico nemen
 - ➔ Ze hebben meer aandacht voor de UPSIDE (bijkomend rendement)

- Financiers willen bescherming voor de DOWNSIDE (lager of zelfs negatief rendement)

Gevolg: investeerder wil voor een lager risico ook een hoge upside, de perfecte investering met een hoge ROI gecombineerd met een laag risico. Maar bepaalde assets hebben een erg HOOG POTENTIEEL, maar ook veel risico. Kijkend naar high-yieldbonds en bepaalde bedrijfssectoren. Perfecte ALLOCATIE (nauwkeurig selecteren van aandelen die gaan outperformen t.o.v. de globale indexen) bestaat niet, maar onderzoeken of een aandeel/onderneming uw investering waard is, zonder daar roekeloos bij om te gaan, is wel essentieel...

- Voor een financier komt een UPSIDE niet ten gunste (VASTE vergoeding), maar de kans is wel groter voor een UPSIDE voor de investeerder. Die hogere kans op GOEDE prestaties van de onderneming - en dus MINDER risico – zorgt ervoor dat ook de financier minder RISICO loopt, maar dat er – vergeleken met de investeerder- geen UPSIDE mogelijk is, want de rentevergoeding is vastgelegd op een bepaalde termijn.

- Voor investeerders is het belangrijk dat de POTENTIE aanwezig is om de OMZET/WINSTMARGE te verhogen. Die omzet kan groeien via twee belangrijke componenten: ORGANISCH of via ACQUISITIES (bundelen van samenwerking tussen twee bedrijven → overnames).
- ⇒ ORGANISCHE groei (op eigen kracht): nieuwe producten, nieuwe markten betreden, managers vervangen of anders gaan belonen (vergoeden met aandelenopties → warrants)

- ⇒ Groei WINSTMARGE: omzet verhogen of kosten BESPAREN (scherper inkopen of activiteiten anders gaan aanpakken → activiteiten verkopen die de zwakste schakel vormen van het bedrijf en zo de winstmarge onderuit halen/groei belemmeren)
- ⇒ Dit zorgt ervoor dat de waarde van de onderneming stijgt. Als het er houdbare verlagingen zijn van het werkkapitaal (dus bijvoorbeeld de arbeidsproductiviteit verhogen door met minder mensen evenveel werk te kunnen verrichten) en de investeringen op materiële activa (fabrieken renoveren etc.), dan nemen de cashflows toe.
- Het grootste risico voor ondernemingen is dat ze de OPERATIONELE risico's niet kunnen MANAGEN, hieronder vallen dus geen negatieve valuta-effecten.

1.1. Vermogenverschaffers

- Dit gebeurt via een officiële effectenbeurs
- Leningen op die op de beurs geplaatst worden, noemen we OBLIGATIES en hebben een VAST rendement, een FIXED INCOME.
- Aandelen die beursgenoteerd zijn, worden gekocht/verkocht door PUBLIC EQUITY
- Aandelen die niet-beursgenoteerd zijn, worden gekocht/verkocht door PRIVATE EQUITY
- Schuldpapier dat beursgenoteerd is, wordt gekocht/verkocht door PUBLIC DEBT
- Schuldpapier dat niet-beursgenoteerd is, wordt gekocht/verkocht door PRIVATE DEBT
- Als we de PRIVATE EQUITY onder de loep nemen, dan kunnen we deze tak nog eens verdelen onder vier verschillende deeltakken, elk met hun eigen kenmerken en strategie:
 - BUY-OUT: bij deze strategie worden MEERDERHEIDSBELANGEN ingenomen in relatief OUDE ondernemingen en worden andere aandeelhouders UITGEKOCHT om het beslissende ZEGGENSCHAP te verkrijgen. Deze bedrijven hebben doorgaans een POSITIEVE cashflow. Zoals investeringsgroep Gilde deed bij Reesink. Vaak dus met een PREMIE boven de laatste beurskoers om anderen over de streep te trekken. Ook bij Spadel waar men een uitrookbod waarbij 95% van de aandelen in handen van een familie is of een verbond van aandeelhouders die het bedrijf van de beurs willen halen... Als aandeelhouder kan u maar weinig doen tegen dit bod, want vanaf het moment dat de 95%-grens is overschreden kan het definitieve bod ingevoerd worden.
 - GROWTH CAPITAL: bij deze strategie nemen investeerders een positie in bedrijven die een AANDELENEMISSIE doorvoeren. Doorgaans gaat om bedrijven die relatief gezien JONG zijn en POSITIEVE cashflows hebben.
 - VENTURE CAPITAL: ook hier gaat om een AANDELENEMISSIE, maar beschikken de bedrijven over een heel ander profiel dan bedrijven waarin men groeikapitaal verstrekt. De bedrijven hebben een NEGATIEVE cashflow en zijn JONG. Vaak gaat het om SNEL GROEIENDE sectoren en vooral de sectoren van de toekomst (TECHNOLOGISCH en MEDISCHE ontwikkeling). Voorbeelden hiervan: IT, TELECOM en BIOTECH. Een recent voorbeeld: uitgifte van aandelen door Tesla:

toekomstgericht en SNEL GROEIEND, TECHNOLOGISCHE VOORUITGANG en NEGATIEVE CASHFLOWS.

- DISSTRESSED/SPECIALE SITUATIONS: Deze investering is een VERLIESFINANCIERING en verleent GROEIKAPITAAL. Hoofdzak van de GROTE investeerder: ACTIEF BEMOEIEN met TURNAROUND van de onderneming. Doorgaans gaat het om bedrijven met een NEGATIEVE cashflow en zijn het vooral OUDE ondernemingen. Een voorbeeld: Option dat al vaak heeft moeten aankloppen bij investeerders om in leven te kunnen blijven.

2. Resultatenrekening

- Om bedrijven te gaan onderzoeken, maken we gebruik van de resultatenrekening. We maken een belangrijk onderscheid tussen de CATEGORIALE en de FUNCTIONELE indeling:
 - o CATEGORIALE indeling: deze indeling omvat de KOSTENSOORTEN
 - ⇒ Salarissen, lonen, sociale LASTEN, afschrijvingen op MATERIËLE ACTIVA (kortweg: AFSCHRIJVINGEN) en afschrijvingen op IMMATERIËLE ACTIVA (AMORTISATIE) en overige BEDRIJFSKOSTEN.
 - o FUNCTIONELE indeling: deze indeling deelt ons de BELANGRIJKSTE AFDELINGEN mee waar de kosten werden geboekt. Een belangrijk gegeven is dat bij de KOSTPRIJS van de OMZET (+ INTERNE kosten), de VERKOOPKOSTEN en de BEHEERSKOSTEN **NIET ZICHTBAAR** zijn in de AFSCHRIJVINGEN en de AMORTISATIE)

2.1. Netto-omzet

= bruto-omzet (verkoopopbrengst verkochte goederen + diensten) – omzetbelasting, verleende kortingen en teruggenomen goederen

De netto-omzet kan wijzigen door:

- o Organische groei (like-for-like-groei (LFL))
 - ⇒ Minder riskant en minder kostbaar dan acquisitieve groei
 - ⇒ Groei is terugkerend
 - ⇒ Belangrijkste groeipool
- o Acquisitieve groei
 - ⇒ Gekochte groei die eenmalig is
 - ⇒ Bevat weinig toegevoegde waarde (zeker als die gefinancierd is met schulden) en het is slecht als er te veel voor betaald is
- o Consolidatiegroep
 - ⇒ Uitbreiding of afstoting bestaande aandelenbelangen, dit heeft een effect op de geconsolideerde jaarrekening
- o Wisselkoerseffecten
 - ⇒ Omzet in vreemde valuta wijzigt als de valutakoers schommelt. Bij voorkeur dus niet veel omzet halen uit landen met een volatiele munt of zwakke economische weerbaarheid

2.2. Componenten organische omzetgroei

- VERDIENMODEL: het is erg belangrijk welk verdienmodel een onderneming gaat gebruiken en of dat groeimodel ook effectief een goede zet is. Bij banken is het goed als de rente hoog staat voor de provisie-inkomsten, maar voor bedrijven met veel schulden (vastgoedsector) is dat niet goed. Ook de verkoop van licenties (contracten) vormen een onderdeel van het verdienmodel, zoals Microsoft doet. Maar ook verhuren, rechten en de verkoop van goederen tegen een vastgelegde prijs (retailsector bijvoorbeeld).
- PRIJS- EN VOLUME-EFFECT: dit is een erg belangrijk gegeven. Het is gezond als de prijzen stijgen en de volumes toenemen, maar het is een gevaarlijkere situatie als de prijs daalt. Dan moeten er meer stuks (volumes dus) verkocht worden. Als het verkochte volume daalt, dan moeten de prijzen omhoog (wat de consument kan afschrikken). Er zijn ook WEGINGsfactoren want niet alles wat verkocht wordt heeft dezelfde prijs. Er is dus sprake van een PRODUCTMIX. De meeste prijzen kunnen dan wel stijgen (PRODUCTIEPRIJZENINFLATIE), maar het kan zijn dat de prijzen van ALLE VERKOCHTE producten gemiddeld dalen, omdat er MEER GOEDKOPE producten zijn verkocht dan de DUURDERE. Het aandeel van de GOEDKOPERE producten kan dus groter zijn en heeft dus zijn impact op de verkoopopbrengst van alle verkochte GOEDEREN en DIENSTEN of de BRUTO-OMZET.
- PRODUCT-MARKTCOMBINATIES: het is erg belangrijk om te weten of de omzetprognoses gaan uitkomen en of ze dus REALISTISCH zijn. Als er veel omzet uit NIEUWE producten of markten moet gehaald worden, dan is de omzetprognose MOEILIJKER realiseerbaar. Dat vormt een HOGER risico. Als er nieuwe producten en nieuwe producten worden aangeboord, dan is het risico nog hoger.
- MARKTGROEI en DRIVERS van de marktgroei: bij dit stukje is het handig om de historische organische omzetgroei (van bedrijf dus) te vergelijken met historische marktgroei. Tevens (maar wel wat onzekerder) ook de geprognosticeerde organische omzetgroei vergelijken met de verwachte marktgroei. Bij de historische groei-drivers en de marktgroei is het belangrijk om na te gaan of die elementen nog AANWEZIG zijn om de TOEKOMSTIGE groei te GARANDEREN/ONDERSTEUNEN. Als de omzet van de onderneming harder groeit dan de marktgroei, dan WINT het bedrijf aan MARKTAANDEEL. Een bedrijf kan de groei verder verhogen door in een GEFRAGMENTEERDE markt andere bedrijven OVER TE NEMEN → BUY & BUILD. Ook al is de marktgroei NEGATIEF, dan nog kan het bedrijf de omzet laten groeien door marktaandeel te WINNEN. Een bedrijf kan evenwel niet oneindig marktaandeel winnen (zeker niet als het de enige speler is) en dus is het aangeraden te investeren in groeiende sectoren (dus GEEN KRIMPENDE!). Kijken naar de GEREALISEERDE en VERWACHTE ontwikkelingen zijn relevante operationele PARAMETERS en het is dus interessant om die eens te vergelijken met de CONCURRENTEN.

2.3. Kwaliteit van de omzet

- We stellen ons altijd de vraag of de omzet houdbaar is in de toekomst. Daarvoor gebruiken we verschillende componenten:

- **OMZETVERANTWOORDING:** er wordt direct cash ontvangen of toch op heel korte termijn, dit getuigt van hoge kwaliteit. Wordt de cash later ontvangen, zijn er claims van de afnemers, retourzendingen of zijn er niet-betalende debiteuren, dan is de kwaliteit laag.
- **SUBSIDIES:** het is riskant als een bedrijf subsidies nodig heeft om de continuïteit te garanderen. Dat getuigt van een zwak bedrijfsmodel.
- **CYCLICITEIT:** de kwaliteit is hoger als de onderneming niet opereert in een te cyclische sector. We onderscheiden drie soorten van cycliciteit: vroeg-cyclisch (profiteren als eerste van economische groei) zoals uitzendbureaus, gewoon cyclisch en laat-cyclisch zoals farmasector (profiteren als laatste van economische groei)
- **TERUGKERENDE OMZET:** langlopende contracten en abonnementen verhogen de kwaliteit en de voorspelbaarheid van de omzet.
- **KLANTENCONCENTRATIE:** het is vanzelfsprekend beter om meerder afnemers te hebben en niet te afhankelijk te zijn van een grote afnemer die 10 à 20% of zelfs meer van de omzet bedraagt. Dit zorgt voor een volatielere omzet en dat maakt de omzet minder voorspelbaar. Hierdoor kunnen er (negatieve) verrassingen ontstaan. Denk maar aan de producenten die afhankelijk zijn van de verkopen van Apple's iPhone. Bij een slechte verkoop gaan de aandelen van deze bedrijven onderuit. Het zijn dus geen stabiele investeringen. Daardoor moeten we altijd kijken naar de historische klantenconcentratie.
- **PRODUCTCYCLUS:** het is beter dat een bedrijf meerdere producten verkoopt en geen one trick pony. Best ook producten van verschillende levensfasen zodat er een volgende generatie klaarstaat om het stokje over te nemen (zoals bij de farmasector nieuwe producten oudere producten opvolgen). Ook cash cows en stars.
- **SECTORRISICO:** als een bedrijf omzet haalt uit meerdere sectoren, dan is ze minder afhankelijk van een sector en verlaagt dat de volatiliteit van de omzet.
- **LANDENRISICO:** ook hier liever spreiding.
- **ACQUISITIE en RETENTIE:** het is de bedoeling dat een bedrijf haar klanten vasthoudt (zonder daarbij te afhankelijk te zijn van een grote afnemer) en het is negatief als een bedrijf groeit door acquisities ondanks een groot klantenverlies.
- **PROJECTENOMZET:** bij bouwondernemingen geldt dat ze geen losse producten verkopen, maar dat ze projecten verkopen. Dit zorgt voor meer omzet, meer werkkapitaal en een langer productieproces. De nadelen hieraan verbonden: het duurt langer, er kunnen meer kosten gemaakt worden voorzien en het project kan geschrapt worden.

2.4. Orderboek

= op order produceren

- Orders die ontvangen worden, kunnen vooraf vastgelegd worden tegen de verkoopprijzen. Als de winstmarge bepaald, is een voller orderboek beter.
- Het orderboek is gelijk aan de orders verminderd met de netto-omzet.
- Het kan lonen om de orders af te zetten tegen de netto-omzet, maar het is niet veel zeggend, als de onderneming de orders niet kan uitvoeren in het komende boekjaar (dus gespreid over meerdere boekjaren).

- We maken altijd een onderscheid tussen de soorten orders: harde orders, zachte orders en geen orders. Bij harde orders zijn we zeker dat ze zullen worden uitgevoerd. Bij zachte orders kunnen deze mondeling zijn vastgelegd of kunnen deze nog geannuleerd worden. Geen orders komen ook voor. Stel een bedrijf heeft een orderboek van 170 miljoen euro voor het komende boekjaar, waarvan 150 miljoen hard en 20 miljoen zacht. Het bedrijf rekent op een omzet van 220 miljoen in het komende boekjaar. Ze gaan er dus vanuit dat er nog voor 50 miljoen euro aan extra orders zullen ontvangen worden. We zijn dus niet zeker of die er komen en dit beïnvloedt de omzetprognose.

- o GEPRODUCEERDE OMZET: bij productie- of bouwondernemingen heeft de onverkochte productie ook een operationele waarde. We gebruiken dus niet de verkochte omzet, maar de geproduceerde omzet.

De geproduceerde omzet (Production) is gelijk aan de netto-omzet (Net Sales) + de afgewerkte goederen (Δ Finished Goods) + het werk in uitvoering (Δ Work in Progress).

Het is belangrijk dat de geproduceerde omzet over meerdere periodes niet te veel mag afwijken van de verkochte omzet. Als de geproduceerde omzet te hoog is in vergelijking met de netto-omzet, dan wil dat zeggen dat het bedrijf niet goed in staat is haar producten te verkopen. Als de geproduceerde omzet te laag is in vergelijking met de netto-omzet, dan wil dat zeggen dat het bedrijf te weinig voorraad heeft. Bij totale productie worden de grondstoffenkosten geboekt als COGS (Costs On Goods Sold, kosten op verkochte goederen). De geproduceerde omzet verminderd met de COGS, geeft de brutowinst (Gross Profit). De brutowinst verminderd met de OPEX (Operating Expenses, operationele kosten \rightarrow personeel, huur en overige crediteuren) geeft de EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations en Amortisations). Depreciations zijn de afschrijvingen op materiële vaste activa en de amortisaties zijn de afschrijvingen op immateriële vaste activa. Meer daarover later.

2.5. Kostprijs van de omzet

- \Rightarrow Bij een handelsonderneming is de kostprijs van de omzet gelijk aan de inkoopwaarde van de verkochte handelsvoorraad. Bij productieondernemingen is dat de voor de productie verbruikte grondstoffen. Hierbij zitten ook kleine afwaarderingen, opslag- en transportkosten. Grote afwaarderingen zitten bij de OPEX. Er zijn verschillende manieren om de waardering van de kostprijs van de voorraad te bepalen, de twee belangrijkste zijn:
 - LIFO: de gewogen gemiddelde kostprijs
 - FIFO: de specifieke identificatie

2.6. Brutowinst

- ⇒ Bij handelsonderneming is de brutowinst (Gross Profit) gelijk aan de Net Sales – COGS. De brutomarge (Gross Margin) is dan gelijk aan de Gross Profit gedeeld door de omzet (Net Sales). Een lage brutomarge impliceert een lage verkoopprijs of hoge inkoopprijs. Dit getuigt van veel concurrentie in de sector.
- ⇒ Een hoge brutomarge geeft aan dat de onderneming weinig concurrentie ervaart of afhankelijk is van een leverancier.

- ⇒ Als er een negatieve ontwikkeling is, dan wijst dit op het verliezen van marktaandeel aan de inkoop- of verkoopzijde. Dit kan ook wijzen op de uitbesteding van activiteiten of een andere productmix bijvoorbeeld.
 - Uitbesteding: kosten van OPEX verplaatst naar COGS en dat heeft zijn invloed op de brutomarge, maar dat is niet per se een slecht teken.
 - Schommelende brutomarges zijn het gevolg van grondstoffenprijzenfluctuaties (bvb. Agfa-Gevaert die lijdt onder een stijgende zilverprijs, hoewel die impact steeds kleiner en kleiner wordt op de (bruto)winst.
 - Vraag: In welke mate kan het bedrijf de hogere grondstoffenprijzen doorrekenen naar haar afnemers? Dit hangt af van de macht van onderneming. Het voordeel van de dalende grondstoffenprijzen kan het bedrijf nog eens in eigen zak steken.

2.7. Operationele kosten

⇒ Bij operationele kosten gaat het om:

- ① Interne kosten: energie, logistiek, personeel, verkoop + huisvesting
- ② Kosten met investeringskarakter: een daling van de OPEX is niet altijd gunstig. Het kan namelijk gaan om R&D-kosten, onderhoud en opleiding → dat is investeren in toekomstige omzet

Te veel bezuinigen is niet goed → minder toekomstige omzet

- ③ Personeelskosten: zorgt voor een daling van de brutowinst, maar een lagere OPEX waardoor de EBITDA niet daalt.
- ④ Overige opbrengsten: netto-omzet vormt de hoofdactiviteiten, nevenactiviteiten worden geboekt als negatieve OPEX, buitengewone baten & lasten brengen we onder de EBITDA.

2.8. EBITDA

- ⇒ Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations
- ⇒ Kortweg: brutobedrijfsresultaat
 - Hierbij wordt er geen rekening gehouden met de kapitaalstructuur, belastingregime...

- Het grootste nadeel is dat EBITDA gedreven wordt door CAPEX (CApital EXPenditures) en die houden in dat er geïnvesteerd wordt in materiële vaste activa en immateriële activa uit het verleden. Maar dit zonder de bijhorende afschrijvingen en amortisaties. Hogere investeringen leiden tot een hogere EBITDA, maar het is niet zichtbaar of er verdere investeringen nodig zullen zijn.

⇒ Daarom is het handig om de aangepaste EBITDA te gebruiken (adjusted, genormaliseerd) → correcties op buitengewone baten & lasten en geactiveerde kosten

2.9. Geactiveerde kosten

- In een resultatenrekening vinden we niet ALLE kosten terug.
- ⇒ Opstartkosten, R&D, marketingkosten: deze kosten kunnen staan bij de immateriële vaste activa op de balans → agressieve methode van boekhouden.
- ⇒ Deze mutatie heeft echter geen effect op de vrije kasstromen van de onderneming, want de kosten blijven zitten bij de investeringscashflows en die hebben een negatieve impact die blijft behouden.
- Als de OPEX stijgt, dan daalt de EBITDA (dit geldt ook voor de aangepaste EBITDA) en omgekeerd.

2.10. EBITDAR

- Bij bedrijven met veel vastgoed (retailers bijvoorbeeld), kan het ook handig zijn om de rentelasten weg te laten. Dit geeft een nog beter beeld van de winstgevendheid van de onderneming. Dit geldt eveneens voor vliegtuigmaatschappijen.

2.11. Non-cash-posten binnen de aangepaste EBITDA

- ⇒ Servicekosten pensioenen
- ⇒ Mutaties operationele voorzieningen: zijn die ongebruikelijk hoog of laag, dan is de EBITDA niet representatief.

2.12. EBITDA-marge

- ⇒ $EBITDA \div NET SALES$
- ⇒ Average Sales Price – Average Cost Price (excl. depreciations + amortization)
- De EBITDA-marge hangt af van de sector waarin de onderneming actief is
- De EBITDA-marge hangt af van de marktmacht die het bedrijf heeft (laag kunnen inkopen en hoog verkopen, vaak bij marktleiders terug te vinden)
- De EBITDA-marge hangt af van de interne kosten (operationele efficiëntie)
- ⇒ Vaak impliceert een hoge omzet lage EBITDA-marges (bouwbedrijven, retailers)
- Hoge omzetten én hoge EBITDA-marges zijn op termijn ONhoudbaar
- ⇒ Altijd kiezen voor hoge EBITDA-marges:
 - ➔ Profiteren meer van een hogere omzet (hogere operationele leverage)
 - ➔ Meer cashflows (dus meer vrije cashflows) → hogere waardering van de onderneming
- ⇒ Ondervinden meer nadeel van een dalende omzet, als gevolg van die hogere EBITDA-marge
- Lage EBITDA-marges duiden op meer concurrentie → lage toegevoegde waarde van het product, dezelfde producten of weinig technologisch gebruik (staalsector bijvoorbeeld)
- Lage EBITDA-marge zorgt voor minder speling als de OPEX stijgen.

- Lage EBITDA-marges vangen slechter CAPEX en investeringen in werkkapitaal (gerelateerd aan omzet) op.
- Een belangrijke term is 'operationele leverage, operationele hefboom'. Als de EBITDA-marge hoog is en de omzet stijgt, dan stijgt de EBITDA harder dan de omzet. Omgekeerd geldt ook dat de EBITDA meer dan evenredig daalt, als de omzet daalt → dit heeft als gevolg dat een hogere operationele leverage zorgt voor een hoger break-evenpunt
- Voor investeerders betekent een hogere operationele leverage een grotere groei, terwijl dit voor financiers minder downside (risk) betekent

2.13. Afschrijvingen

- ⇒ Materiële vaste activa dalen in boekwaarde
 - Vervangen na economische levensduur
- Ze vormen een non-cashlast
- ⇒ Geen direct effect op cashflow
 - Afschrijvingen zijn fiscaal aftrekbaar en zorgen voor een lagere winstbelasting
 - Met als gevolg dat als de afschrijvingen hoog zijn → lagere winstbelasting → cashflows omhoog. Maar een bedrijf investeert het best ook evenveel dan het afschrijft, dus compenseert dit elkaar.

2.14. Amortisatie

- ⇒ Waardedaling van immateriële activa (goodwill, geactiveerde kosten, software, licenties)
 - Perioden waarin activa bijdragen aan de omzet
 - Goodwill = niet aan waardeverlies onderhevig
 - Buitengewone lasten (zoals eenmalige kosten)

2.15. EBIT

- ⇒ Bedrijfsresultaat

2.16. Financiële baten en lasten

- ⇒ Renteopbrengsten
- ⇒ Dividendopbrengst bij beleggingen
- ⇒ Rentekosten op rentedragende schuld
- ⇒ Afschrijvingen op geactiveerde financieringskosten
- ⇒ Bankkosten

$$\frac{\text{rentelasten}}{\text{gemiddelde uitstaande schuld}} = \text{gemiddeld rentepercentage op schuld}$$

We kunnen hetzelfde toepassen op renteopbrengsten en de gemiddelde cash op de balans (Excess Cash).

2.17. Buitengewone baten en lasten

- ⇒ Eenmalige baten en lasten:
 - Reorganisatie → kan ook continu zijn

- Overnamekosten: transactiekosten, integratiekosten → eenmalig
- Valutakoersresultaat: valutakoersbewegingen → valutarisico's niet afgedekt
- Boekwinst op verkoop van materiële vaste activa = eenmalig
- Afwaarderingen vaste activa = non-cash → eenmalige lasten
- Goodwill-amortisatie = fiscaal niet aftrekbaar → geen effect op cashflows statement
- Nettowinst uit niet-voortgezette activiteiten → niet terugkerend na verkoop activiteiten
- Wijzigingen in pensioenregeling (later meer hierover)

⇒ Niet-operationele baten en lasten:

- Subsidies: OPEX met subsidies → negatieve correctie, dus boven EBITDA, in andere gevallen → niet-operationele baten, dus onder EBITDA
- Kosten personeelsopties
- Mutaties niet-operationele voorzieningen:
 - Niet-operationele voorzieningen getroffen → niet-operationele uitgaven → niet bij EBITDA, dus ook niet de mutaties/veranderingen (Δ)
- Belastingen op baten en lasten
 - PP&E Impairment → Property, Plant and Equipment
 - FFA → Fixed Financial Assets

2.18. Preferent dividend

⇒ Kosten als het cumulatief is/door onderneming beschikbaar gesteld → verlagen nettowinst voor gewone aandelen

2.19. Nettowinst voor aandeelhouders

⇒ Dit getal is gelijk aan:

$$\text{Net Profit} - \text{Noncontrolling Interest (aandeel van derden)}$$

⇒ Nadeel van nettowinst als winststaf:

- Geen scheiding van financiële baten en lasten en buitengewone baten en lasten

⇒ Afhankelijk van:

- Gehanteerde waarderingsgrondslagen
- Belastingregime
- Kapitaalstructuur

⇒ Aangepaste nettowinst (Adjusted Net Profit)

- Deze houdt geen rekening met de eenmalige posten van buitengewone baten en lasten. Het is een geschoondere maatstaf.
- Deze houdt WEL rekening met niet-operationele posten van buitengewone baten en lasten → TERUGKEREND

2.20. Aangepaste winst per aandeel

⇒ Adjusted EPS, deze is gelijk aan:

$$\frac{\text{Adjusted Net Profit for Shareholders}}{\text{NOSH (Number Of Outstanding Shares)}} = \text{Adjusted EPS (Earnings Per Share)}$$

⇒ NOSH = Issued Shares – Own Shares

- ⇒ Tijdgewogen gemiddelde
 - ➔ Geen verwaterde of niet-verwaterde EPS
- ⇒ Mogelijke verwatering: uitstaande personeelsopties, warrants en converteerbare leningen (leningen die kunnen worden omgezet in gewone aandelen van de onderneming)
- !Verwatering kunnen we berekenen als volgt!
 - ➔ Een aandelenbelang verwaterd als de aandeelhouder niet pro rata zijn bestaande aandelenbelang deelt aan de emissie (nieuwe uitgifte van aandelen)

$$\frac{Old\ NOSH}{Old\ NOSH} = Old\ Stake = 1$$

Het nieuwe aandelenbelang van niet-deelnemende aandeelhouders is dan het volgende:

$$\frac{Old\ NOSH}{New\ NOSH} = New\ Stake$$

De verwatering is de daling in het aandelenbelang als percentage van het oude aandelenbelang:

Uit New Stake weten we dat dit de verhouding is van Old NOSH op New NOSH. Deze kunnen we invullen in onze financiële formule.

$$Dilution = \frac{Old\ Stake - New\ Stake}{Old\ Stake} = 1 - \frac{Old\ NOSH}{New\ NOSH} \div 1 = 1 - \frac{Old\ NOSH}{New\ NOSH}$$

Als er bijvoorbeeld 10% nieuwe aandelen worden uitgegeven, verwaterd het bestaande aandelenbelang met 9.1%.

2.21. Dividend pay-outratio

- ⇒ Dit wordt als volgt berekend:

$$\frac{Interim\ Dividend\ (dividenduitkeringen\ in\ zelfde\ boekjaar) + Final\ Dividend\ (boekjaar\ erna)}{Net\ Profit\ for\ Shareholders}$$

Het total pay-outratio neemt ook de inkoop van eigen aandelen op.

2.22. Cashdividend en stockdividend

- ⇒ Stockdividend = aandelenbelang ongewijzigd als iedereen dit soort dividend krijgt.
 - ➔ 10% meer aandelen, 10% meer NOSH, waarde onveranderd (marktkapitalisatie)
 - ➔ 10% minder waarde per aandeel
 - ➔ Vergelijkbaar met aandelensplitsing: dividend verrijkt aandeelhouders niet, waarde daalt even hard bij gewone aandelen, alleen de samenstelling verandert. De investeerders krijgen een deel van de investering terug.
- ⇒ Cashdividend ➔ aandelen dalen even hard als de cash die uit een bedrijf vloeit. Dit is theoretisch. Op de beurs worden aandelen verhandeld en kan een aandeel op de dag van ex-dividendnotering harder of minder hard dalen dan het coupon (dividend) dat wordt geknipt. Toch verlaat de cash definitief de onderneming en wint u als

aandeelhouder op die beursdag in theorie niet, u krijgt een deel van de investering terug.

2.23. Ingehouden winst

⇒ Dit is gelijk aan (de mutatie van):

$$\text{Retained Profit} = \text{Net Profit} - \text{Ordinary Dividend} - \text{Ordinary Share Repurchases}$$

- Dividend verlaagt de ingehouden winst en dus het eigen vermogen van de onderneming
- Dit geldt ook voor de inkoop van eigen aandelen
- ⇒ Het zijn snoepjes voor de aandeelhouders en ze krijgen hierdoor een deel van hun investering vervroegd terug (zonder een exit uit de onderneming)
- ⇒ Dit heeft invloed op het cashflow statement, nl. onder de vorm van financial cashflow (de vrije cashflow staat ter beschikking van de financial cashflow, hiermee kunnen schulden worden afbetaald en dividenden betaald)
- Bij een superdividend blijven de NOSH gelijk, het komt toe aan alle aandeelhouders
- Bij een inkoop van eigen aandelen, dalen de NOSH en krijgt een specifieke groep van aandeelhouders cash uitbetaald, nl. zij die hun aandelen verkopen aan de inkopende onderneming. In de toekomst zullen dividenden over minder aandelen moeten uitbetaald worden en stijgt het bruto-dividendrendement.

2.24. Manipulatie van de resultatenrekening

- ⇒ Een succesvol management wil een zo hoog mogelijke beurskoers, want hiermee kunnen ze gemakkelijker geld ophalen bij het grote publiek
 - ➔ Ze kunnen de winst kunstmatig verhogen door:
 - ① opbrengsten te verhogen
 - ② kosten te verlagen (efficiëntie verhogen)
- ⇒ Enkele 'creatieve' zaken die in de praktijk vaak worden toegepast:
 - Lagere afschrijvingen leiden bijvoorbeeld tot een hogere boekwaarde van de materiële vaste activa in de boekjaren erna, maar leiden zo tot minder boekwinst bij de verkoop ervan → die manipulatie wordt in de toekomst teruggedraaid, kosten worden amortisaties
 - Het stuwen van de winst wordt ook wel vaak de 'Borrowing Income From The Future' genoemd, er wordt namelijk winst uit de toekomst geleend om de huidige resultaten op te poetsen.
 - Bij bedrijven waar het slecht gaat (verliezen, instortende cashflows), zullen ze nog meer de resultaten drukken.
 - Als een nieuwe CEO begint, wordt er een grote voorziening genomen (= Saving Income For The Future/Taking A Big Bath).



“Een belangrijke regel: hoe lager een cijfer in de resultatenrekening staat, hoe makkelijk de winstmaatstaf te manipuleren valt.”

→ Hierdoor worden de financiële convenanten gekoppeld aan de winstmaatstaven (bijvoorbeeld EBITDA) ook beïnvloed.

Enkele boekhoudkundige trucs:

- Omzet
 - Verlagen van de verkoopprijs, lenen van de toekomst
 - Extra marketinginspanningen
 - Distributiekkanalen
 - Versoepelen kredietbeleid ten aanzien van handelscrediteuren
 - Buitengewone baten boeken als omzet
 - Een te klein deel van contractomzet als uitgestelde omzet boeken

- COGS (Costs On Goods Sold, kosten voor grondstoffenprijzen bijvoorbeeld):
 - Afwaarderen van de voorraad waardoor COGS daalt in de toekomst
 - Geen marketconforme intercompany-prijzen
 - Te veel onderhanden werk activeren

- OPEX (Operating Expenses)
 - Buitengewone baten als negatieve OPEX
 - Operationele lasten onder EBITDA
 - Uitstellen van marketings-, R&D-, onderhouds- of opleidingskosten
 - Voorzieningen te hoog of te laag vaststellen en later of eerder laten vrijvallen
 - Te veel kosten activeren als immateriële vaste activa
 - Te veel kosten activeren als onderhanden werk
 - Niet-zakelijke kosten

- Afschrijvingen
 - Te lage afschrijvingen door lange afschrijvingstermijn of te hoge restwaarde
 - Afwaardering van vaste activa om toekomstige afschrijving omlaag te halen

- Overig
 - Boekjaar verkorten/verlengen
 - Boekjaar afsluiten met kortste balans om zo een zo laag mogelijk netto-werkkapitaal te bekomen
 - Baten en kosten toekennen aan de verkeerde periode

- Om dit alles te achterhalen, kan je vergelijken met de netto-omzet om dubieuze perioden te achterhalen

3. Balans

3.1. Inleiding

- ⇒ Activa → BEZITTINGEN
- ⇒ Passiva → VERPLICHTINGEN

- Activa:
 - Operationele activa: voorraad, handelsdebiteuren
 - Niet-operationele activa: excess cash, cash-like items

- Passiva:
 - Eigen vermogen: verplichting aan de aandeelhouders

- ➔ Operationele verplichtingen: operationele voorzieningen, handelscrediteuren, overige crediteuren
 - ➔ Niet-operationele verplichtingen: latente belastingen, pensioenen = debt-like items
 - ➔ Financiële verplichtingen: rentedragende schulden, preferente aandelen, aandeel van derden (Non Controlling Interest), andere uitstaande instrumenten (geen gewone aandelen)
- VASTE en VLOTTENDE activa: CURRENT en NON CURRENT ASSETS
 - ⇒ Vaste activa : langer dan een jaar of langer dan een productiecycclus
 - ⇒ Vlottende activa: binnen een jaar of binnen één productiecycclus verkocht
- CURRENT LIABILITIES (verplichtingen) en NON CURRENT LIABILITIES
 - ⇒ Eigen vermogen: verplichting aan aandeelhouders
 - ⇒ Lang vreemd vermogen: vervalt niet binnen een jaar (langetermijnschulden)
 - ⇒ Kort vreemd vermogen: vervalt binnen een jaar (kortetermijnschulden, maken deel uit van bijvoorbeeld werkkapitaal)

3.2. Type balans

- ⇒ Detailhandel:
 - Materiële vaste activa: relatief veel
 - Handelcrediteuren: veel
 - Handelsdebiteuren: geen
 - Voorraad: veel
- ⇒ Groothandel:
 - Materiële vaste activa: relatief weinig
 - Handelsdebiteuren: veel
 - Handelcrediteuren: geen
 - Voorraad: veel
- ⇒ Productieonderneming:
 - Materiële vaste activa: veel
 - Handelsdebiteuren: relatief veel
 - Voorraad: relatief veel
 - Handelcrediteuren: relatief veel
- ⇒ Dienstverlener:
 - Materiële vaste activa: relatief weinig
 - Handelsdebiteuren: relatief veel
 - Voorraad: geen
 - Handelcrediteuren: relatief weinig

3.3. Materiële vaste activa

- ⇒ De mutatie hiervan is gelijk aan:

$$\Delta PP\&E = CAPEX - Depreciation - PP\&E \text{ Impairment} - Disposals \text{ (afstotingen)}$$

3.4. Financiële vaste activa (FFA, Financial Fixed Assets)

⇒ De mutatie hiervan is gelijk aan:

$$\Delta FFA = \text{Net Investment in FFA} + \text{Income from Associates} - \text{FFA Impairment}$$

⇒ Dit omvat verstrekte leningen en vorderingen

⇒ Kapitaalbelangen (zoals bij Picanol: investeringen in geassocieerde ondernemingen, nl. Tessenderlo Group)

3.5. Goodwill

⇒ Immateriële vaste activa

⇒ Komt voor bij holdings, niet bij werkmaatschappijen → deelnemingen → belangen in dochtermaatschappijen en minderheidsbelangen

⇒ Goodwill is het verschil in de aankoopwaarde van aandelen en de actuele waarde van aandelen

→ Negatieve goodwill → badwill

→ Goodwill vormt geen volwaardig actief

→ Goodwill is groter als de onderneming er meer voor heeft betaald en de vraag is dan natuurlijk of het die aankoopprijs waard is

⇒ De mutatie van goodwill is gelijk aan:

$$\Delta \text{Goodwill} = \text{Net Investment in Goodwill} - \text{Amortisation} - \text{Impairment}$$

3.6. Immateriële vaste activa

⇒ Gaan meer dan 1 productiecycclus mee

⇒ Niet tastbaar

→ Voorbeelden: patenten, licenties, R&D (geactiveerde kosten)

- Kosten uit verleden zijn niet relevant voor een investeerder en hij/zij kan hiermee niet de toekomstige cashflows bepalen, tenzij CAPEX, omzet etc. constant blijven of met een constante k/g groeien per jaar.

⇒ De mutatie hiervan is gelijk aan:

$$\Delta \text{Intangibles} = \text{Net Investment in Intangibles} - \text{Impairments} - \text{Amortisations}$$



“Merk op: een herwaardering is hetzelfde als een negatieve afwaardering.”

3.7. Operating Cash

⇒ Nodig voor financiering van operationele activiteiten

⇒ Excess Cash is vrij voor dividenduitkeringen en kan belegd zijn in termijndeposito's, aandelen of obligaties

⇒ Tijdelijke excess cash is binnen 12 maanden nodig voor financieren van CASHFLOWTEKORT

→ Geldt niet voor permanente excess cash

3.8. Eigen vermogen

- ⇒ Totaal van alle aandelenemissies, agiostortingen, ingehouden winsten, herwaarderingen en overige totaalresultaat uit verleden
- Een laag eigen vermogen → forse verliezen/hoge dividenduitkeringen uit verleden

3.9. Rentedragende schuld

- ⇒ Langlopende en kortlopende schulden + aflossingsverplichtingen op langlopende rekeningen + opgenomen rekening-courantkrediet (later meer hierover)

3.10. Manipulatie balans

- ⇒ Oppoetsen eigen vermogen:

→ VASTE ACTIVA:

- Te lage AFSCHRIJVINGEN
- Herwaarderingen
- Activeren merknamen, kosten en andere immateriële activa

→ VOORRAAD:

- Te lage VOORZIENINGEN
- Te hoge waardering of te veel kosten opnemen in voorraad

→ DEBITEUREN:

- Te lage VOORZIENINGEN
- Lage kwaliteit debiteuren
- Omzet uit gelieerde partijen

→ VOORZIENINGEN:

- Te lage voorzieningen
- Te lage netto contante waarde door lange periode of lage DISCONTOVOET

4. Cashflow statement

4.1. Korte samenvatting over wat ze inhouden

- Operating Cashflow = EBITDA – Cash Taxes - Δ NWC
- Investing Cashflow = Δ Operating Provisions + CAPEX – Disposals + Net Investment in Intangibles
- Asset Disposals = $-\Delta$ PP&E + CAPEX – Depreciation – PP&E Impairment
- Levered Free Cashflow = Operating Cashflow – Investing Cashflow, dit hangt af van belastingregime en kapitaalstructuur, bij Unlevered FCF is dit met EBIT
- CFADS = Free Cashflow + Nonoperating Cashflow
- CFADS + Financial Cashflow = Δ Excess Cash
- ⇒ De verhouding Free Cashflow op CFADS dient zo hoog mogelijk te zijn
- ⇒ Cash Conversion (CFADS/EBITDA) geeft weer hoeveel er van de EBITDA wordt omgezet in inzetbare cash (dividenden, schuldaflossingen, acquisities)
- ⇒ Δ Excess Cash = Net Cash Flow
- ⇒ Cashburn (vooral bij biotechbedrijven en technologiebedrijven):
$$\text{Months Cash} = \frac{\text{Excess Cash}}{\text{Monthly Cash Burn}} = \frac{\text{Excess Cash}}{-\text{CFADS}} \cdot 12$$
- ⇒ Cashflows kunnen gestuurd worden, maar niet boekhoudkundig gemanipuleerd!

5. Discounted Cashflow-waardering

5.1. Inleiding

⇒ Ondernemingswaarde: Enterprise Value:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Operating Assets} - \text{Operating Liabilities (verplichting)}$$

⇒ Voor volledigheid zeggen we dat dit gelijk is aan:

$$\text{PP\&E} + \text{Goodwill} + \text{Intangible Assets} + \text{Net Working Capital} \\ - \text{Operating Provisions}$$

Verplichtingen: ←

- COGS (handelscrediteuren)
 - CAPEX (investeringscrediteuren)
 - OPEX (personeel, huur en overige)
 - Belasting (fiscus)
- Voorzieningen:
→ verlagen Free Cashflows en zorgen voor een lagere Enterprise Value (via lagere belasting, stijgt de Free Cashflow → voorbeeld)
- Vormen of laten vrijvallen
→ geen effect op Free Cashflow → Enterprise Value daalt/stijgt niet
- Ondernemingswaarde is altijd positief
→ Aanwezigheid van waardevolle activa (vastgoed → PP&E) leggen een bodem

5.2. Intrinsieke waarde m.b.v. DCF

⇒ Bepalen van discontovoet → WACC (Weighted Average Cost of Capital)
→ Meer risico → hogere WACC toekennen

5.3. Unlevered free cashflow

⇒ Belastingkosten:

$$\text{Tax} = T(\text{EBIT} + \text{Interest Income} - \text{Interest Costs})$$

- Met T = belastingtarief T , EBIT = voor afschrijving goodwill (niet fiscaal aftrekbaar, zie verder over fiscaliteit) en voor buitengewone baten & lasten, renteopbrengsten en rentekosten (fiscaal aftrekbaar)

⇒ Belastingbesparing: taks shield:

$$\text{Tax Shield} = T \cdot \text{Interest Costs}$$



“Bij Unlevered Free Cashflow gebruiken we de EBIT en niet de EBITDA.”

⇒ Aanpassingen unlevered cashflows t.o.v. levered free cashflow:

1. Tax shield → positief bij niet-operationele cashflow
2. Belasting renteopbrengsten: aftrekken van niet-operationele cashflow
→ Unlevered cashflow wordt niet beïnvloed door kapitaalstructuur, renteopbrengsten en belastinglatenties

$$CAFDS = (un)levered\ free\ cashflow + nonoperating\ cashflow$$

Met CAFDS = Cashflow Available For Debt Service

Hieruit volgt dat:

$$\begin{aligned}\Delta Excess\ Cash &= CAFDS + Financial\ Cashflow \\ \Delta Excess\ Cash\ Closing &= \Delta Excess\ Cash + Excess\ Cash\ Opening\end{aligned}$$

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) \rightarrow (1-T)EBIT

\rightarrow Met T = marginale belastingvoet

\Rightarrow Door de aanpassingen van unlevered free cashflows en levered free cashflows veranderen er zaken:

1. De operationele cashflows veranderen WEL
2. Niet-operationele cashflows veranderen WEL
3. Free cashflows veranderen WEL
4. Investeringscashflows veranderen NIET
5. CAFDS verandert NIET
6. Financiële cashflows veranderen NIET

- De unlevered free cashflow vormt de basis voor de DCF-methode
- Cash-like en debt-like items worden separaat gewaardeerd \rightarrow vormen geen onderdeel van de free cashflows, geen invloed op ondernemingswaarde
- Voorbeelden van niet-operationele cashflows
 - Rente-inkomsten
 - Mutaties in niet-operationele voorzieningen
 - Mutaties belastinglatenties
 - Dividendinkomsten
 - Buitengewone baten & lasten

5.4. Zichtbare periode en restperiode

\Rightarrow Ondernemingswaarde = contant gemaakte toekomstige free cashflows

- Zichtbare periode \rightarrow beperken tot aantal boekjaren
- Formule ter benadering erna \rightarrow restperiode

\Rightarrow Zichtbare periode tot jaar v:

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^v \frac{FCF^t}{(1 + WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1 + WACC)^t}$$

5.5. Terminal growth-methode

\Rightarrow Terminal Value:

$$Terminal\ Value = \frac{FCF_{v+1}}{WACC - g}$$

- Met:

$$FCF_{v+1} = (1 + g)FCF_v$$

Groeivoet $g \rightarrow$ houdbaar, inclusief inflatie

- \Rightarrow Een negatieve g is ook mogelijk \rightarrow duidt op langzame verdwijning van de onderneming
- \Rightarrow Vaak tussen 0 à 2% in praktijk
- \Rightarrow Nadeel van de terminal value-methode \rightarrow restwaarde is afhankelijk van WACC

5.6. Terminal multiple-methode

- \Rightarrow Hierbij geldt:

$$Terminal Value = m_v \cdot EBITDA_v$$

5.7. Evaluatie

- \Rightarrow Hoe hoger de nettoschuld, hoe meer negatieve hefboomwerking

- Beide methoden gebruiken:

$$\frac{(1 + g)FCF_v}{WACC - g} = m_v \cdot EBITDA_v$$

Gegeven de terminal growth rate g , is de terminal multiple (zie 5.6.) gelijk aan:

$$m_v = \frac{(1 + g)FCF_v}{EBITDA_v \cdot (WACC - g)}$$

Gegeven de terminal multiple, is de growth rate g gelijk aan:

$$g = \frac{m_v \cdot EBITDA_v \cdot WACC - FCF_v}{m_v \cdot EBITDA_v + FCF_v}$$

5.8. Steady state

- \Rightarrow We onderschatten de restwaarde, als we de zichtbare periode te kort zetten
- \Rightarrow In de praktijk kiezen we een periode van 5-10j als zichtbare periode
- We zitten in een steady state als in het laatste jaar van zichtbare periode, als:
 - EBITDA-marges + omzetgroei oneindig houdbaar zijn in de toekomst
 - We nemen een EBITDA-marge in normale conjunctuur
 - Werkkapitaaldagen zijn oneindig houdbaar in de toekomst
 - We geen éénmalige cashflows hebben
 - Operationele voorzieningen niet aangesproken worden voor uitzonderlijke situaties
 - CAPEX met g groeien, met CAPEX een vast percentage van de omzet
 - De afschrijvingen moeten lager zijn dan CAPEX, zodat CAPEX met g kunnen groeien. Het is dus een foute bewering om te zeggen dat Depreciations met g moeten groeien, anders hebben je noch CAPEX-groei en noch een steady state. Materiële vaste activa muteren als volgt:

$$\Delta PP\&E = CAPEX - Depreciation = g \cdot PP\&E_{opening}$$

$$Depreciation = CAPEX - g \cdot PP\&E_{opening}$$

- Naarmate we vorderen naar het laatste jaar van de zichtbare periode, moeten we rekening houden met de steady state en dus moeten we onze omzetgroei afzwakken + het verschil tussen CAPEX en Depreciation laten afnemen. We kiezen voor een groei van 2% in de steady state.
- Passen we dit alles toe, dan kunnen we een oefening maken:

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
PP&E	41	43	45	46	48	49	50
CAPEX	6	6	6	7	7	7	8
Depreciation	4	4	5	5	6	6	7

Om te weten welke g -waarde we hebben, passen we de formule toe en lossen we dit wiskundig op:

$$Depreciation = CAPEX - g \cdot PP\&E_{opening}$$

$$\leftrightarrow 7 = 8 - g \cdot 50$$

$$\leftrightarrow 7 - 8 = -g \cdot 50$$

$$\leftrightarrow \frac{-1}{-50} = 0.02 \text{ of } 2\%$$

5.9. Verhouding tussen ondernemingswaarde & restwaarde

- ⇒ De restwaarde maakt minimum 50% uit van de ondernemingswaarde, omdat in theorie de meeste winst behaald wordt bij een verkoop van de onderneming. Soms loopt dit op tot $\frac{3}{4}$. Hier zijn twee redenen voor die erg voor de hand liggen:

① In het laatste jaar van de zichtbare periode werd er minder cashflow gegenereerd dan de restwaarde.

② Dit kan wijzen op een turnaround/snel groeiende ondernemingen die veel hebben geïnvesteerd in nettowerkkapitaal tijdens de zichtbare periode.

- We gaan verder met ons voorbeeld, waarbij we uitgaan van een overname door de investeerders zelf, waardoor goodwill, eigen vermogen en schulden stijgen. We kiezen een WACC van 13.9%. Later meer over WACC en de bepaling hiervan. We werken bij EBITDA met afgeronde cijfers, even geen perfecte berekening, maar om het principe ervan uit te leggen.

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Omzetgroei	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	2.0%
Unlevered FCF	16	18	21	13	24
EBITDA	30	34	38	40	41

Om de restwaarde (Terminal Value) te berekenen, hebben we verschillende formules. Dit is de eerste formule die ik al had besproken en waarmee de multiple gaan bepalen, dit hoeft u enkel te vermenigvuldigen met de EBITDA van het laatste jaar van de zichtbare periode.

$$\frac{(1+g)FCF_v}{WACC-g} = m_v \cdot EBITDA_v$$

$$\leftrightarrow \frac{(1+0.02)24}{1.139-1.02} = m_v \cdot EBITDA_v$$

$$\leftrightarrow Terminal Value = 206$$

$$\leftrightarrow m_v = \frac{206}{41} = 5.0 = 5$$

Nu hebben we genoeg info om de totale waarde (ondernemingswaarde) te berekenen.

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	Σ
Unlevered Free Cashflow	16	18	21	13	24	
Terminal Value					206	
Undiscounted FCF	16	18	21	13	230	
WACC	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	
Discount Factor	0.88x	0.77x	0.68x	0.60x	0.52x	
Discounted FCF	14	14	14	8	120	171

We rekenen uit dat volgens de formule de totale ondernemingswaarde gelijk is aan de Unlevered Free Cashflows gedeeld door de WACC uit het eerste jaar, gevolgd door het tweede jaar enzovoort. Daarna doen we hetzelfde met de Terminal Value die we hebben bepaald op 206 miljoen euro.

Voor 16 miljoen euro bij een WACC van 13.9% geeft dit:

$$\leftrightarrow \frac{16}{(1+0.139)} = 14.05 = 14$$

$$\leftrightarrow \frac{14}{16} = 0.88x = discount factor$$

Herhalen we dit bij de andere waarden, dan krijgen we bovenstaande tabel.

We rekenen verder met 0.88:

$$\leftrightarrow \frac{0.88}{(1+0.139)} = 0.77x$$

We bekommen dus $0.77 \cdot 18 = 13.86 = 14$

Daarna rekenen we weer verder met 0.77 enzoverder.

Conclusie: de contant gemaakte eindwaarde maakt 63% deel uit van de totale ondernemingswaarde, nl. $0.52x 206 = 107(.12)$ of 63% van 171. ($107/171$).

5.10. Gevoeligheidsanalyse

- ⇒ WACC en terminal growth rate hebben een grote invloed op de ondernemingswaarde. Om rekening te houden met meerdere scenario's maakt u het best een tabel op voor verschillende terminal growth rates en WACC's. Daaruit blijkt dat de eindwaarde soms veel verschil kan maken.

6. Werkkapitaal en CAPEX

- ⇒ Investeren in nettowerkkapitaal en materiële vaste activa om de operationele cashflow te laten groeien.

6.1. Werkkapitaal

- Voorraad en debiteuren niet direct ten gelde maken → investeren in vlottende activa
 - Financieren van brutowerkkapitaal → (renteloze) leverancierskrediet (van crediteuren)
- ⇒ We kunnen stellen dat het nettowerkkapitaal gelijk is aan:
Current Assets (excl. Excess Cash) – Current Liabilities (excl. Short Term Debt)
- Dit bestaat uit Operating Working Capital en Other Working Capital
 - ➔ Operating Working Capital bestaat uit balansposten die nodig zijn om om te zetten in excess cash. Dit is gelijk aan de voorraad + de handelsdebiteuren + de operating cash (geen excess cash die aangewend kan worden voor dividendbetalingen bijvoorbeeld!) verminderd met handelscrediteuren. Operating Working Capital wordt ook wel eens uitgestelde omzet genoemd.
 - ➔ Other Working Capital omvat de andere crediteuren (binnen één jaar) en de andere debiteuren (vooruitbetaalde kosten inbegrepen), dit zonder handelscrediteuren, voorzieningen + rentedragende schulden

6.2. Aangepast nettowerkkapitaal

- ⇒ Nettowerkkapitaal is zelden helemaal zuiver. Meestal zitten er debt-like en cash-like items bij. Cash-like items zijn vorderingen van claims, te ontvangen dividend, activa uit niet-voortgezette activiteiten (keer niet terug bij afstoting onderdelen). Debt-like items zijn te betalen claims, te betalen dividend, te betalen winstbelasting, passiva uit niet-voortgezette activiteiten etc.

6.3. Mutatie in nettowerkkapitaal

- ⇒ Investeren in nettowerkkapitaal → uitgaande cashflow
- ⇒ Negatieve mutatie → inkomende cashflow
- ⇒ Netto-omzet omhoog → nettowerkkapitaal in regel omhoog
- ⇒ Hogere brutomarge → lagere inkoopwaarde, lagere voorraad-handelscrediteurenpositie.
- ⇒ Meer werkkapitaaldagen → nettowerkkapitaal omhoog
- ⇒ Lagere brutomarges zorgen voor meer voorraadposities, maar ook als de voorraaddagen hoger zijn dan de handelscrediteurendagen bij een lagere brutomarge, dan stijgt het nettowerkkapitaal
- ⇒ Bij een stijgende omzet bij een constante brutomarge en werkkapitaaldagen, stijgt het nettowerkkapitaal
- ⇒ $NWC = c \cdot \text{Net Sales}$
- ⇒ $NWC = \text{positief} \rightarrow \text{omzetgroei} \rightarrow NWC \text{ omhoog, omzetzak} \rightarrow NWC \text{ omlaag}$

= negatief → omzetsdaling → NWC omhoog, omzetgroei → NWC omlaag

6.4. Werkkapitaaldagen

- ⇒ Dit hangt af van het bedrijfsmodel/branche → retailers, reisbureaus
- ⇒ Negatief werkkapitaal moet niet per se een negatief teken zijn, zeker niet als er marktmacht is van de onderneming, het is dan een enorm voordeel
- ⇒ Werkkapitaal verschaft ons wel veel info over de liquiditeit van een onderneming → onvoldoende investeren leidt tot een laag werkkapitaal of negatief werkkapitaal en dit is een teken van een tekort aan excess cash (Operating Cash hier) en dus van liquiditeit
- ⇒ Cash vrijmaken door debiteuren sneller te laten betalen, kortingen, crediteuren later betalen, dit is een onhoudbare situatie!

6.5. Asset Conversion Cycle

- ⇒ Dit is de cyclus die de dagen omvat tussen de uitgaande cashflow (het betalen van de crediteuren, leveranciers) en de inkomende cashflow (de debiteur, klant, die betaalt)
- ⇒ Het geeft een indicatie weer over de vermogensbehoefte van een onderneming

6.6. Liquiditeit

- ⇒ Om liquiditeit uit te drukken gebruiken we de current en de quick ratio.
 - ➔ Current ratio is gelijk aan de current assets (excl. excess cash) op de current liabilities (excl. debt)
 - ➔ Quick ratio is gelijk aan dezelfde verhouding maar dan zonder de voorraad (bij assets, activa)
- ⇒ Een ratio kleiner dan 1 duidt op een NEGATIEF NWC; een hoger-dan-1-ratio op POSITIEF NWC
 - ➔ Volgens velen is de redenering dat bij een positief werkkapitaal dit de onderneming van liquiditeit voorziet en omgekeerd bij een negatief werkkapitaal op een liquiditeitstekort.
 - ➔ Niet de omvang van het NWC, maar de mutatie ervan is belangrijk
- ⇒ Groeiende ondernemingen met een positief werkkapitaal moeten blijven investeren en dit zorgt voor een uitgaande cashflow. Extra investeringen kunnen leiden tot een liquiditeitstekort en er moeten overige cashflows aangesproken worden waardoor men financiering moet halen uit excess cash of externe financiering
- ⇒ Bij krimpende onderneming daalt het NWC en zorgt dit voor een inkomende cashflow
- ⇒ Investeerders prefereren liever groeiende en financieel gezonde ondernemingen met een negatief NWC, ze hebben een hogere cash conversion en een lagere NWC verlaagt de rentelasten
 - ➔ Een negatieve asset conversion cycle + lage quick & lage current ratio zijn een voordeel bij financieel gezonde en groeiende ondernemingen. De voorwaarde die hierbij moet gesteld worden: de werkkapitaaldagen moeten houdbaar zijn!
 - ➔ Bij bedrijven met een lage liquiditeit is een lage of negatieve NWC wel een slecht teken. Een verkorte asset conversion cycle is daar onhoudbaar.

6.7. CAPEX

- ⇒ CAPEX bestaan uit gebouwen, machines, installaties
- CAPEX zijn afhankelijk van kapitaalintensiteit van de sector (bepaalt ook de cash conversion), de staat van de materiële vaste activa (achterstallige investeringen) en plan management

- Kijken naar historische cijfers
- Absolute omvang zegt niets (CAPEX/omzet, CAPEX/EBITDA)
- ⇒ Hoge schuldpositie → minder CAPEX, meer schuldafbouw → op middellange termijn negatief
 - ➔ Vergelijken met investeringsniveau concurrenten, percentage (CAPEX/afschrijvingen en ouderdom materiële vaste activa)
 - ➔ Groeiende ondernemingen: CAPEX/Depreciation > 1
 - ➔ Afschrijvende ondernemingen: CAPEX/Depreciation < 1
- Vervangingsinvesteringen = noodzakelijk
- Uitbreidingsinvesteringen = discretionair → minder aantrekkelijk op eerste gezicht
 - ➔ CAPEX/Depreciation = 1 → vervangingsinvesteringen
 - ➔ Weinig investeren → meer vervangingsinvesteringen dan uitbreiding
- In meerjarenprognose:
 - ⇒ CAPEX = vervangingsinvesteringen → minder flexibel als groei tegenvalt/liquiditeitstekort onderneming
 - ⇒ Te veel uitbreidingsinvesteringen zijn soms riskanter en niet altijd flexibel

6.8. Effect CAPEX op free cashflow

- ⇒ Operationele cashflow op peil houden
- ⇒ Toekomstige cashflow uit investeringen verlagen (door meer te investeren in heden)
 - Verhoging van de netto-omzet (nieuwe winkels openen)
 - Verlaging OPEX (nieuwe machines, besparing op personeel)
 - Lagere voorraaddagen (investeringen in productieproces verlagen)
 - Lagere CAPEX (efficiënter fabrieken)
 - Forse investeringen leiden initieel tot lagere free cashflows, maar de toekomstige cashflows moeten in de toekomst omhoog gaan

7. Leveraged Buy-Out waardering

- ⇒ Intrinsic Value = contante waarde van cashflows aandeelhouders
- Cashflow-to-equity = alle dividenden + verkoopopbrengst – agiostortingen – stortingen aandelenmissies → banken kunnen niet opereren zonder schulden (staat niet los van operationele activiteiten)
- ⇒ LBO → uitkoop bestaande aandeelhouders door private-equityfonds → veel vreemd vermogen
 - Bestaande management investeert mee → Management Buy-out
 - Door nieuwe managers → Management Buy-in
 - ➔ Waarde is gelijk aan de maximale prijs van het minimaal vereiste rendement
 - ➔ Kostenvoet van eigen vermogen
 - ➔ Cashflows aan investeerders
- We ontlenen de bedrijfswaarde via DCF-waardering
 - ➔ De idee is dat een bedrijf met een hoge schuldgraad direct de CFADS aanwendt voor de afbetaling van de schulden. Een bedrijf met veel schulden zal dus minder cashflows naar de investeerders sturen dan een schuldvrij bedrijf.

7.1. DCF-methode vs. LBO-methode

- DCF: ondernemingswaarde ↔ LBO: waarde van de aandelen (minus schuldpositie)

- DCF: operationele activiteiten \leftrightarrow LBO: alle activiteiten
- DCF: Unlevered FCF \leftrightarrow LBO: CFADS
- Kostenvoet DCF: WACC \leftrightarrow kostenvoet LBO: eigen vermogen (k_E)

8. Nettoschuld

⇒ Totale schuld:

- Rentedragende schuld ①
- Rente- en valutaderivaten ②
- Aandeel van derden ③
- Preferente aandelen ④
- Te betalen dividend ⑤
- Operating lease & huur ⑥

① = bankleningen, obligaties, achtergestelde leningen, financial lease, werkkapitaalkrediet + converteerbare leningen

② = rente- en valutarisico's afdekken + rekening-courantkrediet → ook schuld

Bij een positieve marktwaarde daalt de nettoschuld

Renteswaps → rente fixeren van lening met variabele rente

- Aan tegenpartij: bank, vaste rente
- Tegenpartij geeft variabele rente (EURIBOR, bvb.)
- Over-hedged/under-hedged

③ = intrinsieke waarde bepalen van dit passief (niet via boekwaarde, bepalen via multiples van sectorgenoten)

④ = via cashflows uit meerjarenprognoses bepalen

⑤ = dividend dat een onderneming belooft heeft uit te betalen

⑥ = EBITDAR: ondernemingen met veel vastgoed hebben een hogere multiple

- Excess Cash verlaagt de totale schuld maar niet de nettoschuld! (Net Debt = Total Debt – Excess Cash, een daling van Excess Cash leidt tot even grote daling Total Debt)
- Bij een hogere intrinsieke waarde van de rentedragende schuld, hoger dan de nominale waarde geldt dat:
 - Bij een vaste couponrente is de marktrente r gedaald sinds uitgifte van schuldpapier, hierdoor is de financiële gezondheid van de onderneming omhoog gegaan → k (periode) gestegen of PD (Probability of Default) gedaald of executieopbrengst R bij wanbetalingen gestegen

9. Aangepaste nettoschuld

- Adjusted Net Debt = Net Debt + Cash Like Items – Debt Like Items
 - Cash-like items = bvb. ongebruikte machine
 - Debt-like items = bvb. pensioenvoorziening
- Equity Value = Enterprise Value – Adjusted Net Debt

9.1. Cash-like items

- Toekomstige buitengewone lasten
- Overtollige investeringen

- Overtollig NWC → seasonal NWC – Underlying NWC
- Financial fixed assets:
- ➔ Aandelen in minderheidsbelangen
- ➔ Verstrekte rentedragende leningen
- ➔ Vorderingen aan minderheidsdeelnemingen
- ➔ Vorderingen aan derden
 - Ongebruikte active:
- ➔ Leegstaand vastgoed, ongebruikte patenten → genereren geen cashflows
 - Niet-voortgezette activiteiten:
- ➔ Geen behoud → verkoop op korte termijn
- ➔ Genereren wel cashflows
 - Pensioenactiva
 - Goodwill op gekochte activa

9.2. Debt-like items

- Voorziening latente belastingen
- Andere items → tegengesteld aan bovenste
- Herwaardering vaste activa
- Enterprise Value – Adjusted Net Debt = waarde aandelen (intrinsieke waarde)

10. Waarde v/d aandelen

10.1. Intrinsieke waarde

- ➔ Afhankelijk van intrinsieke waarde van onderneming (DCF) + totale schuld, debt-like items, cash-like items, de excess cash schommelt deze waarde!

10.2. Waarde per aandeel

- $P = \text{Equity Value} / \text{NOSH}$, best een marge nemen in die DCF (via hogere WACC, lagere g-waarde...)

10.3. Marktwaaarde van aandelen

- Market Cap = NOSH . P
- $P = \text{Market Cap} / \text{NOSH}$
- $\text{NOSH} = \text{Market Cap} / P$

10.4. Negatieve waarde van aandelen

- Bij een verwachting dat het schuldniveau houdbaar is in de toekomst, is de intrinsieke waarde van de schulden de nominale waarde.
- Er bestaat geen negatieve waarde van de aandelen: aandelen bieden claims op de cashflows
 - ➔ De waarde van de financiële instrumenten in volgorde van senioriteit afgetrokken van ondernemingswaarde.

11. Waarderingen van vergelijkbare ondernemingen

11.1. Waarderingsprincipe

- Twee methodes:
- ⇒ Comparable company analysis (CCA)
- ⇒ Comparable transaction analysis (CTA)

- Comparable company analysis
 - Vergelijkbare, beursgenoteerde ondernemingen
- Comparable transaction analysis
 - Private ondernemingen

11.2. Selectie v/d groep van vergelijkbare ondernemingen

- Theoretisch → zelfde omzetgroei, winstmarge en risico → zelfde multiple
- Zelfde markt + even groot

11.3. Waarderingsmultiples

1. Koers-winstverhouding
 - P/EPS (earnings per share)
 - 4 nadelen:
 - ondernemingswaarde, schuld, cash-like en debt-like items krijgen zelfde multiple. Dit is dus niet correct in de realiteit. De rente op schuld met 25x multiple, bedraagt 4%.
 - ondernemingen met veel schulden krijgen een lagere multiple
 - nettowinst komt niet toe aan de aandeelhouders, dat is voorbestemd voor de free cashflows
 - sommige cash-like en debt-like items worden meegenomen in de nettowinst, maar niet allemaal → dus ook niet in totale nettowinst
2. Koers-boekverhouding
 - Market Value of Equity/Book Value of Equity
 - Eigen vermogen staat los van intrinsieke waarde. Boekwaarde is afhankelijk van waarderingsgrondslagen
 - Deze ratio is handig voor vastgoedvennootschappen (GVV's e.d.) en banken
3. Enterprise Value/EBITDA
 - Andere noemers die kunnen gelden:
 - Free cashflows
 - EBITA
 - CAPEX: bij kapitaalintensieve bedrijven
 - EBIT

11.4. Dividendrendement

- DPS/S
 - Veel dividend: financieel gezond, risicopositie voor investeerder daalt, veel dividend om een hogere beurskoers te krijgen of als er weinig investeringskansen zijn

11.5. Waardering in stappen

Stap 1: marktwaarde per sectorgenoot

- Waarde aandelen bepalen en de waarde van aangepaste nettoschuld → Enterprise Value

Stap 2: schonen van winstmaatstaf

- Zuiveren voor eenmalige baten & lasten, operating lease

Stap 3: gemeenschappelijke multiple

- Waarderingsgrootte uit stap 1 gedeeld door de winstmaatstaf uit stap 2 → multiple

- Een bedrijf met de hoogste EBITDA-marge en hoogste omzetgroei krijgt een hogere multiple (meer free cashflows normaliter)
- Bepalen van mediaan + gemiddelde

Stap 4: waardering

- Equity Value = P/E Ratio_{peers} · Adjusted Net Profit_{Company}
- Equity Value = P/B Ratio_{peers} · Book Value_{Company}
- Enterprise Value = Enterprise Multiple_{peers} · EBITDA_{company}

12. Rendement van de onderneming

- Rendement voor alle vermogenverschaffers
- ⇒ ROIC (Return On Invested Capital)
- ⇒ Hoe hoger, hoe lager het kredietrisico
- ⇒ ROE = Return On Equity

12.1. Geïnvesteerde vermogen

- Kostprijs = bedrag dat vermogenverschaffers betaalden voor financiële instrumenten
- Marktwaaarde = wat ze krijgen bij verkoop
- Intrinsieke waarde = werkelijke waarde
- ➔ Invested Capital = Equity Value + Total Debt

12.2. Bestanddelen van geïnvesteed vermogen

- Excess Cash, cash-like + debt-like items
- ⇒ Niet-operationele posten
- ⇒ Invested Capital = Enterprise Value + Nonoperating Items

12.3. Rendement op eigen vermogen

- CFADS = Free Cashflow + Nonoperating Cashflow → voor vermogenverschaffers
- CFADS = -Financial Cashflow + ΔExcess Cash
- CFADS Yield = CFADS/Invested Capital
- ➔ Rendement van alle activiteiten, nadeel: je kan ze niet van elkaar separeren

12.4. Rendement op operationele activiteiten

- ROEV → Return On Enterprise Value
- ⇒ Gedreven door cashgenererende vermogen van operationele activiteiten
- ⇒ Unlevered FCF Yield = Unlevered FCF/Enterprise Value
- We laten de niet-operationele free cashflows buiten beschouwing
- ➔alsof onderneming met eigen vermogen gefinancierd wordt
- Over totale cyclus geldt: WACC > g-waarde
- Ondernemingswaarde kan nooit negatief zijn!

12.5. Drivers van EBITDA-multiples

- EBITDA = Unlevered Free Cashflow / Cash Conversion
- ⇒ 2 ondernemingen met dezelfde EBITDA, maar ze hebben een andere ondernemingswaarde als de WACC, g-waarde en cash conversion verschillend zijn
- ⇒ Het risico van een investering ligt hem bij de klantenconcentratie, leveranciersconcentratie en de landenrisico's. In waarderinggrondslagen zoals DCF en

LBO, houden we hier rekening mee met een hogere WACC en een hogere kostenvoet van het eigen vermogen

- ⇒ Hogere concentratie → lagere multiple
- ⇒ Grotere ondernemingen hebben stabielere cashflows en daarom zijn de lagere WACC's een reden voor hogere multiples en verkrijgen multinationals vaak een SIZE PREMIUM.

12.6. Financiële leverage

- ROE is afhankelijk van ROIC en financiële leverage
- $ROE = ROIC + D/E \cdot [ROIC - (1-T)_r]$
 - D = vreemd vermogen
 - E = eigen vermogen
 - r = rendement
- ROE gaat hoger bij meer vreemd vermogen
- Er is een gunstige hefboomwerking

12.7. Boekhoudkundige rendementsratio's

- $ROE = \text{Net Profit for Shareholders} / \text{Book Value of Equity} = E/B$
- $ROIC = \text{Net Profit for Shareholders} + \text{Interest Costs} / \text{Book Value of Equity} + \text{Total Debt}$
- $ROE = E/B = E/P \cdot P/B$ (schrappen van P, gemeenschappelijk factor, zie wiskunde)

12.8. De 3 drivers van aandeelhouderswinst

- Profit = $\Delta \text{Equity Value} + \text{Dividends}$
- ⇒ 1. EBITDA-groei
 - EBITDA hoger → normaal CFADS ook omhoog
 - Hogere multiple bij stijgende EBITDA
- ⇒ 2. Schuldafbouw + dividend
 - Cashgeneratie → dividend/aflossing schulden
 - Non-cashmutaties nettoschuld → kwijtschelding
 - Mutaties cash-like + debt-like items
 - Cash Generation = $-\Delta \text{Net Debt} + \text{Ordinary Dividend} + \text{Ordinary Share Repurchase} - \text{Ordinary Share Issuance}$
- ⇒ 3. Verkoop-multiples
 - Positief: lage multiple betaald
 - Onderneming krijgt lagere WACC
 - Hogere g-waarde, hogere cash conversion
 - Onderneming is groter geworden (kan via acquisities)
 - Een hogere ROE heeft géén effect op EBITDA/CFADS

Besluitvorming

Selecteren van bedrijven in praktijk:

- ⇒ Hoge FCF-marges
- ⇒ Lage WACC
- ⇒ Weinig/geen schulden
- ⇒ Kleine en grotere bedrijven nemen
 - ➔ Bedrijven met een hoge consistente fCF verdienen een lagere WACC
 - ➔ Bedrijven met een nettokaspositie verdienen een hogere multiple + lagere WACC
 - ➔ Bouw een veiligheidsmarge in en kies voor minstens 20% opwaarts potentieel met nog mogelijkheid tot verbetering van FCF's!
 - ➔ Koop periodiek en u vermijdt al meer de timingsproblemen
 - ➔ Neem weinig biotech in portefeuille
 - ➔ Verdere groei FCF's leidt tot een hogere aandelenwaarde op termijn
 - ➔ Bij forse bedrijfsproblemen verkoopt u een aandeel ONMIDDELIJK, zeker als er geen uitzicht is op beterschap
 - ➔ Houd de schulden in de gaten: ze moeten niet te hoog zijn en moeten aan bepaalde FCF-multiples voldoen!
 - Total Debt/FCF
 - FCF/Interest
 - CFADS/Debt ServiceIndien schulden niet vlot worden afbetaald, dreigen er kapitaalverhogingen die aandeelhouderswaarde vernietigen (Nyrstar bijvoorbeeld)
 - ➔ Word/blijf abonnee op om lange termijn mooi returns te behalen!