Aandeel- en Bedrijfswaardering

Aandeel- en Bedrijfswaardering

Jens Devillé

Schrijver: Jens Devillé
© Jens Devillé

1 Inleiding tot Bedrijfswaardering 9
1.1 Waardebepaling 12
1.2 Waarderingsanalyse 15
1.3 Fundamentele, technische of kwantitatieve analyse? 16
1.3.1 Fundamentele analyse 17
1.3.2 Technische Analyse 17
1.3.3 Kwantitatieve analyse 18
2 Jaarrekeningen en Financiële Overzichten 19
2.1 De Balans 24
2.1.1 Bestanddelen van een balans 26
2.1.2 Beperkingen van de balans 29
2.2 Resultatenrekening (Income Statement) 30
2.2.1 Opbrengsten en winsten 31
2.2.2 Uitgaven en verliezen 32
2.2.3 Structuur 33
2.2.4 Gebruik van resultatenrekeningen 36
2.3 Kasstroomoverzicht (Cash Flow Statement) 37
2.3.1 Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten 38
2.3.2 Kasstromen uit investeringen 39
2.3.3 Kasstromen uit financiering 39
3 De Grondbeginselen van Fundamentele Analyse 40
3.1 Absolute Waarde (Absolute Value) 48
3.1.1 Absolute waarde vs. Relatieve waarde 49
3.1.2 Uitdagingen van het gebruik van Absolute Waarde 49
3.2 Relatieve Waardering (Multiples) 50
3.3 Intrinsieke Waarde van een Aandeel 52
3.4 Intrinsieke waarde en Marktwaarde 56
3.5 Waardering van het Eigen Vermogen 57
3.6 Zelf Aandelen Analyseren 61

3.7 Due Diligence 64
3.8 Waardebepaling van een Preferent Aandeel 70
3.9 Kwalitatieve Analyse 73
4 Instrumenten voor Fundamentele Analyse 76
4.1 Waarderingsmethoden 76
4.2 Bottom-Up Beleggen 80
4.3 Top-Down Beleggen 83
4.4 Ratio Analyse 84
4.5 Boekwaarde 86
4.6 Liquidatiewaarde 90
4.7 Marktkapitalisatie (Market Capitalization) 91
5 Financiële Ratio's 95
5.1 Rentabiliteitsratio's 98
5.1.1 Rendement op Activa (ROA) 100
5.1.2 Rendement op Eigen Vermogen (ROE) 105
5.1.3 Eigen Vermogen van de Aandeelhouders (Shareholders' Equity) 108
5.1.4 Rendement op Investering (ROI) 111
5.1.5 Rendement op Geïnvesteerd Vermogen (ROIC) 114
5.1.6 EBITDA Marge 117
5.1.7 Netto Winstmarge 120
5.1.8 Operationele Marge 124
5.2 Liquiditeitsratio's 128
5.2.1 Current Ratio 130
5.2.2 Quick Ratio (Acid Ratio) 135
5.2.3 Cash Ratio 140
5.2.4 Operationele Kasstroomratio (Operating Cash Flow Ratio) 142
5.2.5 Receivables Turnover Ratio 144
5.2.6 Omloopsnelheid van Voorraden (Inventory Turnover) 148

5.2.7 Omloopsnelheid van werkkapitaal (Working Capital Turnover) 152
5.3 Solvabiliteitsratio's 154
5.3.1 Debt-to-Equity Ratio (D/E) 157
5.3.2 Total Debt to Total Assets Ratio 162
5.3.3 Interest Coverage Ratio 165
5.3.4 Shareholders' Equity Ratio 169
5.4 Markt Multiples 171
5.4.1 Earnings Per Share (EPS) 173
5.4.2 Price to Earnings Ratio (P/E) 179
5.4.3 Price/Earnings-to-Growth (PEG) 184
5.4.4 Book Value Per Share (BVPS) 187
5.4.5 Price-to-Book Ratio (P/B) 190
5.4.6 Sales per Share 194
5.4.7 Price-to-Sales Ratio (P/S) 196
5.4.8 Price-to-Cash Flow Ratio (P/CF) 199
5.4.9 Price-to-Free Cash Flow (P/FCF) 201
6 Waardebepalende Ratio's 203
6.1 Dividend Discount Model (DDM) 203
6.2 Gordon Growth Model (GGM) 208
6.3 Discounted Cash Flow (DCF) 211
6.4 Weighted Average Cost of Capital (WACC) 214
6.4.1 Cost of Debt 219
6.4.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM) 223
6.5 Hoe kan je met DCF aandelen en bedrijven waarderen? 226
6.5.1 Terminal Value (TV) 227
6.6 Enterprise Value (EV) 231
6.7 Hoe winstmarges interpreteren en analyseren? 240
6.8 DuPont Analyse 244
7 Waarderen van niet-beursgenoteerde ondernemingen 250

7.1 Hoe kan je particuliere bedrijven waarderen? 250
7.2 Waarderen van Startups 255

1 Inleiding tot Bedrijfswaardering

Wat is een bedrijfswaardering? Een bedrijfswaardering is een algemeen proces voor het bepalen van de economische waarde van een bedrijf of bedrijfseenheid als geheel. Een bedrijfswaardering kan om diverse redenen worden gebruikt om de reële waarde van een bedrijf vast te stellen, zoals de verkoopwaarde, de vaststelling van het partnerbezit, de belastingheffing en zelfs echtscheidingsprocedures. Eigenaars zullen zich vaak tot professionele bedrijfsbeoordelaars wenden voor een objectieve schatting van de waarde van het bedrijf.

Het onderwerp bedrijfswaardering wordt vaak besproken in de bedrijfsfinanciering. Een bedrijfswaardering wordt meestal uitgevoerd wanneer een onderneming haar activiteiten geheel of gedeeltelijk wenst te verkopen of wanneer zij met een andere onderneming wenst te fuseren of deze wenst over te nemen. De waardebepaling van een bedrijf is het proces waarbij de huidige waarde van een bedrijf wordt bepaald aan de hand van objectieve maatstaven en waarbij alle aspecten van het bedrijf worden geëvalueerd.

Een bedrijfswaardering kan een analyse omvatten van het management van de onderneming, haar kapitaalstructuur, haar toekomstige winstvooruitzichten of de marktwaarde van haar activa. De instrumenten die voor de waardering worden gebruikt, kunnen variëren naargelang de taxateur, de onderneming en de sector. Gangbare benaderingen voor bedrijfswaardering omvatten een beoordeling van financiële overzichten, modellen voor contant making van kasstromen en vergelijkbare bedrijfsvergelijkingen.

Waardering is ook belangrijk voor belastingrapportage. De belastingdienst eist dat een onderneming wordt gewaardeerd op basis van haar reële marktwaarde. Sommige belasting gerelateerde gebeurtenissen, zoals de verkoop, aankoop of schenking van aandelen van een onderneming, zullen afhankelijk van de waardering worden belast.

Er zijn talrijke manieren om een onderneming te waarderen. Hieronder leest u over een paar van deze methoden.

- Marktkapitalisatie (Market Capitalization)

Marktkapitalisatie is de eenvoudigste methode om een bedrijf te waarderen. Het wordt berekend door de aandelenprijs van het bedrijf te vermenigvuldigen met het totale aantal uitstaande aandelen. Bijvoorbeeld, op 3 januari 2018 werd Microsoft Inc. verhandeld tegen € 86,35.1 Met een totaal aantal uitstaande aandelen van 7,715 miljard, zou het bedrijf dan gewaardeerd kunnen worden op € 86,35 x 7,715 miljard = € 666,19 miljard.

- Times Revenue Methode

Bij de "Times Revenue"-waarderingsmethode wordt op een inkomstenstroom die over een bepaalde periode wordt gegenereerd, een vermenigvuldigingsfactor toegepast die afhangt van de bedrijfstak en de economische omgeving. Een technologisch bedrijf kan bijvoorbeeld gewaardeerd worden op 3x de inkomsten, terwijl een dienstverlenend bedrijf gewaardeerd kan worden op 0,5x de inkomsten.

- Winstmultiplicator

In plaats van de methode met 3x de omzet, kan de winstmultiplicator worden gebruikt om een nauwkeuriger beeld te krijgen van de werkelijke waarde van een bedrijf, aangezien de winst van een bedrijf een betrouwbaardere indicator is van zijn financiële succes dan de verkoopopbrengst dat is. De winstmultiplicator zet toekomstige winsten af tegen de kasstroom die tegen de huidige rentevoet over dezelfde periode zou kunnen worden geïnvesteerd. Met andere woorden, het past de huidige koers-winstverhouding aan om rekening te houden met de huidige rentetarieven.

- Discounted Cash Flow (DCF) Methode

De DCF-methode voor bedrijfswaardering is vergelijkbaar met de winstmultiplicator. Deze methode is gebaseerd op projecties van toekomstige kasstromen, die worden aangepast om de huidige marktwaarde van het bedrijf te verkrijgen. Het belangrijkste verschil tussen de discounted cash flow-methode en de winstmultiplicatormethode is dat bij deze methode rekening wordt gehouden met inflatie om de contante waarde te berekenen.

- Boekwaarde

Dit is de waarde van het eigen vermogen van een bedrijf zoals dat op de balans staat. De boekwaarde wordt verkregen door de totale passiva van een onderneming af te trekken van haar totale activa.

- Liquidatiewaarde

De liquidatiewaarde is het nettocashbedrag dat een bedrijf zal ontvangen als de activa zouden worden geliquideerd en de passiva vandaag zouden worden afbetaald.

Dit is geenszins een volledige lijst van de bedrijfswaarderingsmethoden die vandaag in gebruik zijn. Andere methoden zijn vervangingswaarde, breukwaarde, op activa gebaseerde waardebepaling en nog vele andere.

1.1 Waardebepaling

Wat is waardebepaling? Waardering is het analytische proces waarbij de huidige (of verwachte) waarde van een activa of een onderneming wordt bepaald. Er worden veel technieken gebruikt om een waardering uit te voeren. Een analist die een waarde aan een onderneming toekent, kijkt onder meer naar het management van de onderneming, de samenstelling van de kapitaalstructuur, de vooruitzichten voor de toekomstige winsten en de marktwaarde van de activa (assets).

Bij de waardering wordt vaak gebruik gemaakt van fundamentele analyse, hoewel ook andere methoden kunnen worden gebruikt, zoals het "Capital Asset Pricing Model" (CAPM) of het "Dividend Discount Model" (DDM).

Wat vertelt de waardering u? Een waardering kan nuttig zijn bij het bepalen van de reële waarde van een effect, die wordt bepaald door wat een koper bereid is te betalen aan een verkoper, ervan uitgaande dat beide partijen de transactie vrijwillig aangaan. Wanneer een effect op een beurs wordt verhandeld, bepalen kopers en verkopers de marktwaarde van een aandeel of obligatie.

Het begrip intrinsieke waarde verwijst echter naar de waargenomen waarde van een effect op basis van toekomstige winsten of een ander bedrijfskenmerk dat geen verband houdt met de marktprijs van een effect. Dat is waar waardering in het spel komt. Analisten doen een waardering om te bepalen of een bedrijf of activa overgewaardeerd of ondergewaardeerd is door de markt.

Absolute waarderingsmodellen proberen de intrinsieke of "echte" waarde van een belegging te vinden op basis van alleen de fundamentele factoren. Kijken naar “fundamentals” betekent simpelweg dat u zich alleen richt op zaken als dividenden, cash flow, en het groeipercentage voor een enkel bedrijf, en dat u zich niet druk maakt over andere bedrijven. Waarderingsmodellen die in deze categorie vallen zijn onder andere het dividend discount model (DDM), discounted cash flow model (DCF), residual income model, en asset-based model.

Relatieve waarderingsmodellen daarentegen vergelijken de onderneming in kwestie met andere soortgelijke ondernemingen. Bij deze methoden worden multiples en ratio's berekend, zoals de koers/winst-multiple, en vergeleken met de multiples van vergelijkbare ondernemingen.

Als bijvoorbeeld de koers-winstverhouding van een bedrijf lager is dan de koers-winstverhouding van een vergelijkbaar bedrijf, kan het oorspronkelijke bedrijf als ondergewaardeerd worden beschouwd. Over het algemeen is het relatieve waarderingsmodel veel gemakkelijker en sneller te berekenen dan het absolute waarderingsmodel, en daarom beginnen veel beleggers en analisten hun analyse met dit model.

Hoe de winst de waardering beïnvloedt. De formule van de winst per aandeel (P/E) wordt uitgedrukt als de winst beschikbaar voor gewone aandeelhouders gedeeld door het aantal uitstaande gewone aandelen. De P/E is een indicator van de winst van een bedrijf, want hoe meer winst een bedrijf per aandeel kan genereren, hoe waardevoller elk aandeel is voor beleggers.
Analisten gebruiken ook de koers-winstverhouding (P/E Verhouding) voor de waardering van aandelen, die wordt berekend als de marktprijs per aandeel gedeeld door de P/E. De P/E Verhouding berekent hoe duur de aandelenprijs is in verhouding tot de winst per aandeel.

Als de P/E van een aandeel bijvoorbeeld 20 keer de winst is, vergelijkt een analist die P/E met andere bedrijven in dezelfde bedrijfstak en met de verhouding voor de bredere markt. In aandelenanalyse wordt het gebruik van ratio's zoals de P/E verhouding om een bedrijf te waarderen een waardering op basis van multiples, of multiples benadering, genoemd. Andere multiples, zoals EV/EBITDA, worden vergeleken met soortgelijke bedrijven en historische multiples om de intrinsieke waarde te berekenen.

Er zijn verschillende manieren om een waardering uit te voeren. De hierboven vermelde discounted cash flow-analyse is één methode, die de waarde van een bedrijf of activa berekent op basis van zijn winstpotentieel. Andere methoden omvatten het kijken naar vroegere en vergelijkbare transacties van bedrijfs- of activa-aankopen, of het vergelijken van een bedrijf met vergelijkbare bedrijven en hun waarderingen.

De vergelijkbare bedrijfsanalyse is een methode waarbij wordt gekeken naar vergelijkbare bedrijven, qua omvang en bedrijfstak, en hoe zij handelen om een reële waarde voor een bedrijf of activa te bepalen. De methode op basis van vroegere transacties kijkt naar vroegere transacties van gelijkaardige bedrijven om een passende waarde te bepalen. Er is ook de op activa gebaseerde waarderingsmethode, waarbij de waarde van alle activa van de onderneming

wordt opgeteld, in de veronderstelling dat ze tegen de reële marktwaarde worden verkocht, om de intrinsieke waarde te verkrijgen.

Soms is het aangewezen om al deze methodes uit te voeren en ze dan tegen elkaar af te wegen om de intrinsieke waarde te berekenen. Ondertussen zijn sommige methodes meer geschikt voor bepaalde sectoren en niet voor andere. U zou bijvoorbeeld geen op activa gebaseerde waarderingsmethode gebruiken om een consulting bedrijf te waarderen dat weinig activa heeft; in plaats daarvan zou een op winst gebaseerde methode zoals de DCF meer geschikt zijn.

Analisten plaatsen ook een waarde op een actief of investering door gebruik te maken van de in- en uitgaande kasstromen die door het actief worden gegenereerd, een zogenaamde discounted cash flow (DCF) analyse. Deze kasstromen worden verdisconteerd tot een huidige waarde met behulp van een disconteringsvoet, die een veronderstelling is over de rentevoeten of een minimumrendement waarvan de investeerder uitgaat.

Als een bedrijf een machine koopt, analyseert het bedrijf de uitstroom van kasmiddelen voor de aankoop en de bijkomende instroom van kasmiddelen die door het nieuwe actief worden gegenereerd. Alle kasstromen worden verdisconteerd tot een contante waarde, en de onderneming bepaalt de netto contante waarde (NPV). Als de NPV een positief getal is, zou het bedrijf de investering moeten doen en het activa kopen.

Wanneer u beslist welke waarderingsmethode u moet gebruiken om een aandeel voor de eerste keer te waarderen, is het gemakkelijk om overweldigd te raken door het aantal waarderingstechnieken dat beschikbaar is voor beleggers. Er zijn waarderingsmethoden die vrij eenvoudig zijn, terwijl andere meer betrokken en ingewikkeld zijn.

Jammer genoeg is er niet één methode die het best geschikt is voor elke situatie. Elk aandeel is anders en elke industrie of sector heeft unieke kenmerken die meerdere waarderingsmethoden kunnen vereisen. Tegelijkertijd zullen verschillende waarderingsmethoden verschillende waarden opleveren voor dezelfde onderliggende waarde of onderneming, wat ertoe kan leiden dat analisten de techniek gebruiken die het gunstigste resultaat oplevert.

1.2 Waarderingsanalyse

Wat is waarderingsanalyse? Waarderingsanalyse is een proces om de waarde van een actief bij benadering te schatten, of het nu gaat om een bedrijf, aandelen, vastrentende effecten, grondstoffen, vastgoed of andere activa. De analist kan verschillende benaderingen van de waarderingsanalyse gebruiken voor verschillende soorten activa, maar de rode draad is het kijken naar de onderliggende fundamenten van het actief.

Waarderingsanalyse is vooral wetenschap (het kraken van getallen), maar er komt ook een beetje kunst bij kijken omdat de analist gedwongen is aannames te doen voor de inputs van de modellen. De waarde van een activa is in wezen de contante waarde (PV) van alle toekomstige kasstromen die het activa volgens de prognoses zal voortbrengen. Inherent aan het schattingsmodel voor een onderneming is bijvoorbeeld een groot aantal veronderstellingen betreffende omzetgroei, marges, financieringskeuzes, kapitaaluitgaven, belastingtarieven, disconteringsvoet voor de PV-formule, enz.

Zodra het model is opgezet, kan de analist met de variabelen spelen om te zien hoe de waardering verandert met deze verschillende veronderstellingen. Er is geen standaardmodel voor verschillende activaklassen. Terwijl een waardering voor een productiebedrijf geschikt kan zijn voor een meerjarig DCF-model, en een vastgoedonderneming het best gemodelleerd kan worden met de huidige netto bedrijfsopbrengsten (net operating income of NOI) en kapitalisatievoet (cap rate), kunnen grondstoffen zoals ijzererts, koper of zilver onderworpen worden aan een model dat gericht is op wereldwijde vraag- en aanbodvoorspellingen.

De output van een waarderingsanalyse kan vele vormen aannemen. Het kan een enkel getal zijn, zoals een bedrijf met een waardering van ongeveer €5 miljard, of het kan een reeks getallen zijn als de waarde van een actief grotendeels afhankelijk is van een variabele die vaak fluctueert, zoals een bedrijfsobligatie met een hoge doorlooptijd die een waarderingsbereik heeft tussen pari en 90% van pari, afhankelijk van het rendement op de 30-jarige schatkistobligatie. De waardering kan worden uitgedrukt als een koersmeervoud. Zo wordt een technologisch aandeel verhandeld tegen een koers-winstverhouding (P/E) van 40x, wordt een telecomaandeel gewaardeerd tegen 6x bedrijfswaarde-winst vóór rente, belastingen, afschrijvingen en amortisatie (EV/EBITDA) of wordt een bank verhandeld tegen 1,3x koers-boekratio (P/B). Een waarderingsanalyse kan ook de definitieve vorm

aannemen van de intrinsieke waarde per aandeel of de intrinsieke waarde (net asset value of NAV) per aandeel.

Waarderingsanalyse is belangrijk voor beleggers om de intrinsieke waarde van bedrijfsaandelen in te schatten en zo beter geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen. De reële waarde van obligaties wijkt niet of nauwelijks af van de intrinsieke waarde, maar af en toe doen zich kansen voor in het geval van financiële stress bij een onderneming met een zware schuldenlast. Waarderingsanalyse is een nuttig instrument om bedrijven binnen dezelfde sector te vergelijken of om het rendement van een belegging over een bepaalde periode te schatten.

1.3 Fundamentele, technische of kwantitatieve analyse?

De meest gebruikelijke methoden die beleggers gebruiken om de voordelen en risico's van lange-termijnbeleggingen op de aandelenmarkt te analyseren, omvatten fundamentele analyse, technische analyse en kwantitatieve analyse. Lange-termijn beleggers zoeken naar beleggingen die een grotere kans bieden op het maximaliseren van hun rendement over een langere periode van tijd.

Over het algemeen betekent dit ten minste één jaar, hoewel veel financiële deskundigen tijdvakken van vijf tot tien jaar of langer voorstellen. Een van de voordelen van een lange termijn belegger is de mogelijkheid om te sparen en te beleggen voor grote doelen die veel tijd vergen om de hoogste beloningen te behalen, zoals pensionering.

Door het begrijpen van de verschillen tussen fundamentele, technische en kwantitatieve analyse, geven lange-termijnbeleggers zichzelf toegang tot drie waardevolle stock-picking strategieën die ze kunnen gebruiken voor het maken van winstgevende beleggingsbeslissingen.

1.3.1 Fundamentele analyse

De meeste beleggers die beleggingsbeslissingen op lange termijn willen evalueren, beginnen met een fundamentele analyse van een bedrijf, een individueel aandeel, of de markt als geheel. Fundamentele analyse is het proces van het meten van de intrinsieke waarde van een effect door het evalueren van alle aspecten van een bedrijf of markt. Materiële activa, waaronder de grond, apparatuur of gebouwen die een bedrijf bezit, worden beoordeeld in combinatie met immateriële activa zoals handelsmerken, octrooien, branding of intellectuele eigendom.

Om een fundamentele analyse uit te voeren, zult u de jaarrekeningen van een bedrijf, historische gegevens, conferentiegesprekken met beleggers, persberichten, analistenrapporten en ramingen van analisten willen bekijken.
Bij het evalueren van de bredere reikwijdte van de aandelenmarkt, gebruiken beleggers fundamentele analyse om economische factoren te beoordelen, met inbegrip van de algemene sterkte van de economie en de omstandigheden in specifieke industriesectoren.

Fundamentele analyse resulteert in een waarde die aan het beoordeelde effect wordt toegekend en wordt vergeleken met de huidige prijs van het effect. Beleggers gebruiken de vergelijking om te bepalen of een lange termijn belegging het waard is om te kopen omdat ze ondergewaardeerd is, of dat ze het waard is om te verkopen omdat ze overgewaardeerd is.

1.3.2 Technische Analyse

Het proces waarbij effecten worden beoordeeld aan de hand van statistieken staat bekend als technische analyse. Analisten en beleggers gebruiken gegevens over de marktactiviteit, zoals historische rendementen, aandelenkoersen en handelsvolumes, om patronen in de effectenbeweging in kaart te brengen. Terwijl fundamentele analyse de intrinsieke waarde van een effect of een specifieke markt probeert aan te tonen, zijn technische gegevens bedoeld om inzicht te verschaffen in de toekomstige activiteit van effecten of de markt als geheel. Beleggers en analisten die technische analyse gebruiken, hebben het sterke gevoel dat toekomstige prestaties kunnen worden bepaald door patronen te bekijken op basis van prestatiegegevens uit het verleden.

Technische analyse maakt gebruik van gegevens over korte perioden om de patronen te ontwikkelen die worden gebruikt om effecten of marktbewegingen te voorspellen, terwijl fundamentele analyse is gebaseerd op informatie die

zich over jaren uitstrekt. Vanwege de korte duur van de gegevensverzameling bij technische analyse, hebben beleggers de neiging deze methode meer te gebruiken bij korte-termijnhandel. Toch kan technische analyse een nuttig instrument zijn om lange-termijnbeleggingen te evalueren, mits gecombineerd met fundamentele analyse.

1.3.3 Kwantitatieve analyse

Evaluatie van de historische prestaties van een bedrijf of brede markt wordt vaak gedaan door middel van kwantitatieve analyse. Beleggers voeren een kwantitatieve analyse uit via eenvoudige berekeningen van financiële ratio's zoals de winst per aandeel (Earnings-per-Share of EPS) of complexere berekeningen zoals de discounted cash flow (DCF).

De resultaten van kwantitatieve analyse geven inzicht in de waardering of historische prestatie van een specifiek effect of een specifieke markt. Maar kwantitatieve analyse wordt niet vaak gebruikt als een op zichzelf staande methode voor het evalueren van langetermijninvesteringen. In plaats daarvan wordt kwantitatieve analyse gebruikt in combinatie met fundamentele en technische analyse om de potentiële voordelen en risico's van beleggingsbeslissingen te bepalen.

Fundamentele analyse wordt het vaakst gebruikt bij het bepalen van de kwaliteit van langetermijninvesteringen in een breed scala van effecten en markten, terwijl technische analyse meer wordt gebruikt bij de beoordeling van korte-termijninvesteringsbeslissingen, zoals de actieve handel in aandelen. Beleggers gebruiken kwantitatieve analyse om de financiële stabiliteit van een onderneming te beoordelen.

Hoewel sommige beleggers de voorkeur geven aan het gebruik van één enkele analysemethode om lange-termijnbeleggingen te evalueren, is een combinatie van fundamentele, technische en kwantitatieve analyse het voordeligst.

2 Jaarrekeningen en Financiële Overzichten

Jaarrekeningen zijn schriftelijke documenten waarin de bedrijfsactiviteiten en de financiële prestaties van een onderneming worden weergegeven. Financiële overzichten worden vaak gecontroleerd door overheidsinstanties, accountants, bedrijven, enz. om de nauwkeurigheid te waarborgen en voor belasting-, financierings- of investeringsdoeleinden. Financiële overzichten omvatten:

- Balans
- Resultatenrekening
- Kasstroomoverzicht.

Beleggers en financiële analisten vertrouwen op financiële gegevens om de prestaties van een bedrijf te analyseren en voorspellingen te doen over de toekomstige richting van de aandelenkoers van het bedrijf. Een van de belangrijkste bronnen van betrouwbare en gecontroleerde financiële gegevens is het jaarverslag, dat de jaarrekening van de onderneming bevat.

De jaarrekening wordt gebruikt door beleggers, marktanalisten en crediteuren om de financiële gezondheid en het winstpotentieel van een onderneming te evalueren. De drie belangrijkste financiële overzichten zijn de balans, de winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht.

De balans geeft een overzicht van de activa, passiva, en het eigen vermogen van een bedrijf als een momentopname in de tijd. De datum bovenaan de balans vertelt u wanneer de momentopname is gemaakt, wat meestal het einde van het boekjaar is.

De balanstotalen zullen al berekend zijn, maar hier is hoe je ze identificeert.

- Zoek het totaal van de activa op de balans voor de periode.
- Tel alle passiva bij elkaar op, dit zou een aparte lijst op de balans moeten zijn. Voorwaardelijke verplichtingen mogen hier niet onder vallen.
- Zoek het totale eigen vermogen op en tel dit op bij het totaal van de passiva.
- Het totaal van de activa moet gelijk zijn aan het totaal van de passiva en het totaal van het eigen vermogen.

De balans geeft aan hoe de activa worden gefinancierd, hetzij met passiva, zoals schulden, hetzij met eigen vermogen, zoals ingehouden winsten en extra

gestort kapitaal. Activa worden op de balans vermeld in volgorde van liquiditeit.

Verplichtingen worden vermeld in de volgorde waarin ze zullen worden betaald. Kortlopende of kortlopende schulden zullen naar verwachting binnen het jaar worden betaald, terwijl langlopende of langlopende schulden, schulden zijn die naar verwachting over meer dan een jaar zullen worden betaald.

Hieronder staan voorbeelden van posten die op de balans staan.

- Activa
    - Geldmiddelen en kasequivalenten zijn liquide middelen, waaronder eventueel schatkistpapier en depositocertificaten.
    - Vorderingen zijn de bedragen die de onderneming van haar klanten tegoed heeft voor de verkoop van haar producten en diensten.
    - Voorraden
- Passiva
    - Schulden, met inbegrip van schulden op lange termijn
    - Te betalen lonen
    - Te betalen dividenden
    - Eigen vermogen

Het Shareholders Equity (SE) is het totaal van de activa minus het totaal van de schulden van een onderneming. Het eigen vermogen vertegenwoordigt het bedrag dat aan de aandeelhouders zou worden teruggegeven als alle activa zouden worden geliquideerd en alle schulden van de onderneming zouden worden afbetaald.

Ingehouden winsten (Retained Earnings) maken deel uit van het eigen vermogen en zijn het bedrag van de nettowinst dat niet als dividend aan de aandeelhouders werd uitgekeerd.

In tegenstelling tot de balans bestrijkt de resultatenrekening een tijdspanne, namelijk een jaar voor jaarrekeningen en een kwartaal voor kwartaalrekeningen. De resultatenrekening geeft een overzicht van de inkomsten, uitgaven, netto-inkomsten en winst per aandeel. Zij biedt gewoonlijk gegevens over twee tot drie jaar ter vergelijking.

De winst- en verliesrekening is een van de drie belangrijke financiële overzichten die worden gebruikt om verslag uit te brengen over de financiële

prestaties van een onderneming in een bepaalde boekhoudkundige periode. Ook bekend als de winst- en verliesrekening of de staat van opbrengsten en kosten, concentreert zich hoofdzakelijk op de opbrengsten en kosten van een onderneming gedurende een bepaalde periode.

Zodra de uitgaven van de inkomsten zijn afgetrokken, levert de verklaring een winstcijfer van de onderneming op dat netto-inkomen (net income) wordt genoemd.

Er zijn verschillende soorten van inkomsten. Bedrijfsopbrengsten zijn de opbrengsten uit de verkoop van de producten of diensten van een onderneming. De bedrijfsopbrengsten voor een autofabrikant zouden worden gerealiseerd door de productie en verkoop van auto's. Bedrijfsopbrengsten worden gegenereerd uit de kernactiviteiten van een bedrijf.

Niet-bedrijfsopbrengsten zijn de inkomsten uit niet-kernbedrijfsactiviteiten. Deze inkomsten vallen buiten de primaire functie van het bedrijf. Enkele voorbeelden van niet-operationele inkomsten zijn:

- Rente verdiend op geld op de bank
- Huuropbrengsten van een onroerend goed
- Inkomsten uit strategische partnerschappen zoals royalty-inkomsten
- Inkomsten uit een reclamedisplay op het onroerend goed van de onderneming

Overige inkomsten zijn de inkomsten uit andere activiteiten. Andere inkomsten kunnen winsten uit de verkoop van lange-termijnactiva zoals grond, voertuigen of een dochteronderneming omvatten.

Net zoals er verschillende soorten inkomsten zijn, zijn er ook verschillende soorten uitgaven.

Primaire uitgaven worden gemaakt tijdens het proces van het verdienen van inkomsten uit de primaire activiteit van het bedrijf. Tot de kosten behoren de kosten van verkochte goederen, verkoop-, algemene en administratieve kosten, afschrijvingen en onderzoek en ontwikkeling (R&D). Typische uitgaven zijn de lonen van werknemers, verkoopcommissies en nutsvoorzieningen zoals elektriciteit en vervoer.

Uitgaven die verband houden met secundaire activiteiten omvatten rente betaald op leningen of schulden. Verliezen uit de verkoop van activa worden ook als kosten geboekt.

Het belangrijkste doel van de winst- en verliesrekening is om details over de winstgevendheid en de financiële resultaten van bedrijfsactiviteiten over te brengen. Het kan echter zeer effectief zijn om te laten zien of de verkoop of inkomsten toenemen wanneer deze over meerdere perioden worden vergeleken. Investeerders kunnen ook zien hoe goed het management van een bedrijf de kosten in de hand houdt om te bepalen of de inspanningen van een bedrijf om de kosten van de omzet te verlagen de winst op termijn kunnen verhogen.

Het kasstroomoverzicht meet hoe goed een onderneming liquide middelen genereert om haar schuldverplichtingen te betalen, haar bedrijfskosten te financieren en investeringen te financieren. Het kasstroomoverzicht is een aanvulling op de balans en de winst- en verliesrekening.

Het kasstroomoverzicht geeft beleggers inzicht in hoe de activiteiten van een bedrijf lopen, waar het geld vandaan komt, en hoe het geld wordt uitgegeven. De CFS geeft ook inzicht in de vraag of een bedrijf op een solide financiële basis staat.
Er is niet per se een formule voor de berekening van een kasstroomoverzicht. In plaats daarvan bevat het drie onderdelen die de kasstroom weergeven voor de verschillende activiteiten waarvoor een onderneming haar liquide middelen gebruikt. Deze drie onderdelen van het CFS worden hieronder opgesomd.

- Bedrijfsactiviteiten (Operational Cash Flow)
- Investeringsactiviteiten (Investment Cash Flow)
- Financieringsactiviteiten (Financial Cash Flow)

De bedrijfsactiviteiten in het CFS omvatten alle bronnen en bestedingen van geldmiddelen die voortvloeien uit de exploitatie van het bedrijf en de verkoop van zijn producten of diensten. Kasmiddelen uit bedrijfsactiviteiten omvatten alle veranderingen in contanten, debiteuren, afschrijvingen, voorraden en crediteuren. Deze transacties omvatten ook lonen, betalingen van inkomstenbelasting, rentebetalingen, huur, en contante ontvangsten uit de verkoop van een product of dienst.

Investeringsactiviteiten omvatten alle bronnen en aanwendingen van geldmiddelen uit investeringen van een onderneming in de toekomst van de onderneming op lange termijn. Een aankoop of verkoop van een actief, leningen aan leveranciers of ontvangen van klanten of betalingen in verband met een fusie of overname vallen onder deze categorie.

Ook aankopen van vaste activa, zoals materiële vaste activa (PBM), vallen onder deze rubriek. Kortom, wijzigingen in uitrusting, activa of investeringen houden verband met geldmiddelen uit investeringsactiviteiten.

Kasmiddelen uit financieringsactiviteiten omvatten de bronnen van kasmiddelen van investeerders of banken, evenals de aanwending van kasmiddelen die aan aandeelhouders worden betaald. Financieringsactiviteiten omvatten de uitgifte van schulden, de uitgifte van aandelen, de terugkoop van aandelen, leningen, betaalde dividenden en terugbetalingen van schulden.

Het kasstroomoverzicht geeft een aansluiting tussen de winst- en verliesrekening en de balans in drie belangrijke bedrijfsactiviteiten.

Hoewel jaarrekeningen een schat aan informatie over een onderneming verschaffen, hebben zij ook beperkingen. De verklaringen zijn voor interpretatie vatbaar, en als gevolg daarvan trekken beleggers vaak zeer uiteenlopende conclusies over de financiële prestaties van een onderneming.

Sommige beleggers willen bijvoorbeeld aandelen terugkopen, terwijl andere beleggers dat geld liever in lange-termijnactiva geïnvesteerd zien. De schuldenlast van een bedrijf kan voor de ene belegger prima zijn, terwijl een andere belegger zich zorgen kan maken over de hoogte van de schuldenlast van het bedrijf. Bij het analyseren van jaarrekeningen is het belangrijk om meerdere periodes te vergelijken om te bepalen of er trends zijn en om de resultaten van de onderneming te vergelijken met die van branchegenoten.

2.1 De Balans

Wat is een balans? De term balans verwijst naar een financieel overzicht dat de activa, passiva, en het aandeelhoudersvermogen van een bedrijf rapporteert op een bepaald moment in de tijd. Balansen vormen de basis voor het berekenen van het rendement voor investeerders en het evalueren van de kapitaalstructuur van een bedrijf. Kortom, de balans is een financieel overzicht dat een momentopname geeft van wat een bedrijf bezit en verschuldigd is, evenals het bedrag dat door aandeelhouders is geïnvesteerd. Balansen kunnen samen met andere belangrijke financiële overzichten worden gebruikt om fundamentele analyses uit te voeren of financiële ratio's te berekenen.

Hoe werken balansen? De balans geeft een overzicht van de toestand van de financiën van een bedrijf op een bepaald moment. Ze kan op zichzelf geen beeld geven van de trends die zich over een langere periode aftekenen. Daarom moet de balans worden vergeleken met die van voorgaande perioden.

Beleggers kunnen een idee krijgen van de financiële gezondheid van een onderneming aan de hand van een aantal ratio's die uit de balans kunnen worden afgeleid, zoals de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen, de "acid-test" ratio en vele andere. De winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht bieden ook een waardevolle context voor het beoordelen van de financiën van een bedrijf, net als alle toelichtingen of addenda in een winst- en verliesrekening die kunnen verwijzen naar de balans.

De balans houdt zich aan de volgende boekhoudkundige vergelijking, waarbij activa aan de ene kant, en passiva plus aandeelhoudersvermogen aan de andere kant, in evenwicht zijn:

Activa = Schulden + Eigen Vermogen

Deze formule is intuïtief. Dat komt omdat een bedrijf moet betalen voor alles wat het bezit (activa) door ofwel geld te lenen (passiva aan te gaan) ofwel het van investeerders te krijgen (eigen vermogen uit te geven).

Als een bedrijf een vijfjarige lening van €4.000 afsluit bij een bank, zullen haar activa (met name de kasrekening) met €4.000 toenemen. De passiva (met name de rekening voor langlopende schulden) zullen ook met € 4.000 toenemen, waardoor de twee kanten van de vergelijking in evenwicht komen. Als het bedrijf €8.000 van investeerders krijgt, zullen de activa met dat bedrag

toenemen, net als het eigen vermogen. Alle inkomsten die het bedrijf genereert boven zijn uitgaven, gaan naar de rekening voor eigen vermogen. Deze inkomsten worden gecompenseerd aan de activazijde, in de vorm van cash, investeringen, inventaris of andere activa.

Balansen moeten ook worden vergeleken met die van andere bedrijven in dezelfde bedrijfstak, aangezien verschillende bedrijfstakken een unieke aanpak van de financiering hebben.

Zoals hierboven vermeld, kan je op de balans van een bedrijf informatie vinden over activa, passiva, en aandeelhouderskapitaal. De activa moeten altijd gelijk zijn aan de passiva en het eigen vermogen. Dit betekent dat de balans altijd in evenwicht moet zijn, vandaar de naam. Als ze niet in evenwicht zijn, kunnen er problemen zijn, zoals onjuiste of misplaatste gegevens, voorraad- en/of wisselkoersfouten, of verkeerde berekeningen.

Elke categorie bestaat uit een aantal kleinere rekeningen die de details van de financiën van een onderneming uitsplitsen. Deze rekeningen verschillen sterk per bedrijfstak, en dezelfde termen kunnen verschillende implicaties hebben, afhankelijk van de aard van de onderneming. Maar er zijn een paar gemeenschappelijke componenten die beleggers waarschijnlijk zullen tegenkomen.

2.1.1 Bestanddelen van een balans

Eerst en vooral heb je de Activa (assets) van een bedrijf die vermeld worden op de balans. Rekeningen binnen dit segment worden van boven naar beneden gerangschikt in volgorde van hun liquiditeit. Dit is het gemak waarmee zij in contanten kunnen worden omgezet. Zij worden onderverdeeld in vlottende activa (Current Assets), die binnen een jaar of minder in contanten kunnen worden omgezet, en vaste of langlopende activa (non-current assets), die dat niet kunnen.

Hier is de algemene volgorde van de rekeningen binnen de vlottende activa:

- Geldmiddelen en kasequivalenten zijn de meest liquide activa en kunnen schatkistpapier en kortlopende depositocertificaten omvatten, evenals harde valuta.
- Verhandelbare effecten zijn aandelen en schuldbewijzen waarvoor een liquide markt bestaat.
- Debiteuren zijn de bedragen die klanten aan de onderneming verschuldigd zijn. Dit kan een voorziening voor dubieuze debiteuren omvatten, aangezien sommige klanten mogelijk niet betalen wat zij verschuldigd zijn.
- Voorraad verwijst naar alle goederen die beschikbaar zijn voor verkoop, gewaardeerd tegen de kostprijs of de marktprijs, indien deze lager is.
- Vooruitbetaalde kosten vertegenwoordigen de waarde die reeds betaald is, zoals verzekeringen, reclamecontracten of huur.

De activa op lange termijn omvatten het volgende:

- Beleggingen op lange termijn zijn waardepapieren die het komende jaar niet zullen of kunnen worden geliquideerd.
- Vaste activa omvatten grond, machines, uitrusting, gebouwen en andere duurzame, doorgaans kapitaalintensieve activa.
- Immateriële activa omvatten niet-fysieke (maar nog steeds waardevolle) activa zoals intellectuele eigendom en goodwill. Deze activa worden over het algemeen alleen op de balans opgenomen als zij zijn verworven, in plaats van intern ontwikkeld. Hun waarde kan dus sterk worden onderschat (door bijvoorbeeld een wereldwijd erkend logo niet op te nemen) of even sterk worden overschat.

Een tweede onderdeel omvat de schulden (Liabilities). Deze maken deel uit van de passiva. Een schuldpassief is al het geld dat een bedrijf verschuldigd is aan derden, van rekeningen die het moet betalen aan leveranciers tot rente op

obligaties die zijn uitgegeven aan crediteuren tot huur, nutsvoorzieningen en salarissen.

Kortlopende schulden (current liabilities) zijn verschuldigd binnen een jaar en worden vermeld in volgorde van hun vervaldatum. Langetermijnverplichtingen (non-current liabilities) daarentegen zijn verschuldigd op elk tijdstip na één jaar.

Rekeningen van kortlopende schulden kunnen omvatten:

- Kortlopend deel van langlopende schulden
- Bankschulden
- Te betalen rente
- Te betalen lonen
- Vooruitbetalingen aan klanten
- Te betalen dividenden en overige
- Verdiende en niet-verdiende premies
- Te betalen rekeningen

Schulden op lange termijn kunnen omvatten:

- Schulden op lange termijn omvatten alle rente en hoofdsom op uitgegeven obligaties
- Pensioenfondsverplichting verwijst naar het geld dat een bedrijf verplicht is te storten op de pensioenrekeningen van zijn werknemers
- Uitgestelde belastingverplichting is het bedrag aan belastingen dat is opgebouwd, maar pas over een jaar zal worden betaald. Naast timing zorgt dit cijfer voor aansluiting tussen de vereisten voor financiële verslaglegging en de manier waarop belasting wordt geheven, zoals afschrijvingsberekeningen.

Sommige verplichtingen worden buiten de balans gehouden, wat betekent dat zij niet in de balans voorkomen.

Het tweede onderdeel van de passiva is het eigen vermogen van aandeelhouders (Equity). Het eigen vermogen is het geld dat toekomt aan de eigenaars van een bedrijf of de aandeelhouders. Het staat ook bekend als netto activa, omdat het gelijk is aan de totale activa van een bedrijf min de passiva of de schuld die het verschuldigd is aan niet-aandeelhouders.