

delen omlaag) omdat beleggers in een steeds onzekerdere wereld een hogere risicopremie eisten. Weinig beleggers hielden in de periode daarna rekening met de onophoudelijke daling van de rente – het referentiepunt voor de kostenvoet van zowel schuld als aandelenkapitaal – en veel lagere kapitaalkosten.

Een foute inschatting is menselijk, maar bij de DCF-methode is dit een probleem: fouten worden uitvergroot. Een kleine aanpassing van één van de gebruikte variabelen kan de waardering totaal veranderen. Zo kan een verhoging van de kostenvoet voor kapitaal of een verlaging van de verwachte kasstroomgroei met 1 procent in veel gevallen al leiden tot een waardering die tientallen procenten omlaag gaat omdat de verandering van toepassing is op alle toekomstige winsten.

Dit manco maakt de formule

het meest bruikbaar voor relatief stabiele bedrijven. Denk aan grote bedrijven in volwassen industrieën met een stabiele kasstroom. Dit zijn bijvoorbeeld bedrijven die actief zijn in de voedingsmiddelenindustrie. Technologiebedrijven zijn vanwege de schommelende investeringen en kasstromen minder geschikt om te waarderen met een DCF-model.

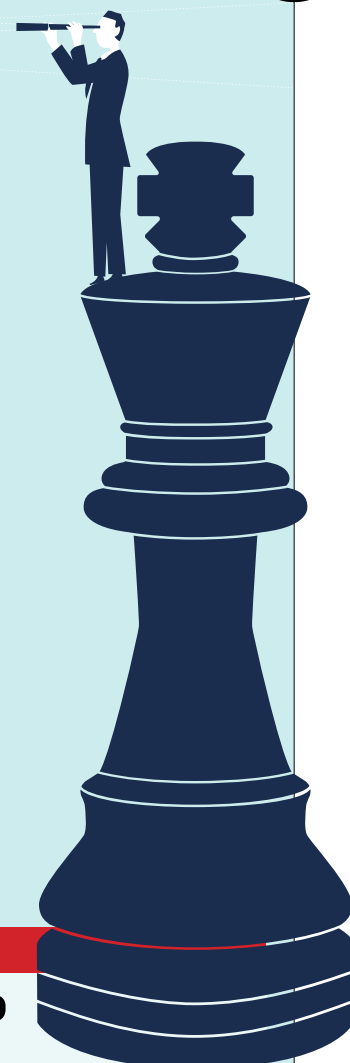
NUTTIG?

Het DCF-model kan een krachtig stuk gereedschap zijn. Maar beleggers moeten zich realiseren dat het om een puur mechanisch model gaat. Dit impliceert dat het *garbage in garbage out*-principe opgaat: als er rommel ingaat, komt er rommel uit.

Het is verstandig om de uitkomst van de DCF-waardering, vaak een getal tot op twee cijfers achter de komma, niet voor absolute waarheid aan te nemen.

HET DCF-MODEL KAN EEN KRACHTIG STUK GEREEDSCHAP ZIJN

Probeer de gevoeligheid van inputvariabelen te beoordelen door verschillende aannames te doen in rekenmodellen. Als ook in het worstcasescenario de DCF-waardering significant lager is dan de beurskoers, is de kans een stuk groter dat een belegging kansrijk is.



DCF-MODEL

Waar moet ik op letten bij een DCF-model?

Het idee dat de waarde van een belegging gelijk is aan alle toekomstige kasstromen is al lang gemeengoed. Maar het maken van een DCF-model en het voorspellen van kasstromen is alles behalve een exacte wetenschap.

Kleine veranderingen in aannames kunnen een enorme uitwerking hebben op de waardering van een onderneming. Dit vereist oplettendheid van beleggers die een DCF-model willen interpreteren. De drie variabelen die veel invloed hebben op de uiteindelijke waardering:

1. OVERSCHAT GROEI NIET

In de meeste DCF-waarderingen wordt voor de komende vijf jaar aan kasstromen becijferd. Voor de kasstromen die daarna komen, wordt tot in de oneindigheid uitgegaan

van groei die gelijk is aan een vast percentage. Een paar procent meer groei en de waardering schiet door het dak. Maar voor de meeste bedrijven is een groeivoet over deze periode die hoger ligt dan de economische groei weinig realistisch. In die situatie zullen nieuwe bedrijven namelijk willen meeprofiten en tot de markt toetreden waardoor kasstromen onvermijdelijk onder druk komen te staan.

2. DISCONTOVOET

Tegen welk percentage moeten de kasstromen contant gemaakt worden? Het berekenen van de discontovoet is een arbitraire exercitie. De calculatie van het vereiste rendement op vreemd vermogen is relatief eenvoudig, want deze is gelijk aan het rendement op een obli-

gatie van het bedrijf. Het vereiste rendement voor aandeelhouders is niet alleen afhankelijk van de rente, maar ook van de gevoeligheid van het aandeel naar de markt en een zogeheten risicopremie. De laatste twee variabelen zijn relatief eenvoudig te manipuleren. Beleggers moeten waken voor een te lage kostenvoet voor het kapitaal omdat dit de waardering opkrikt.

3. ANDERE VARIABELEN

Een andere variabele waar beleggers op moeten letten is de veronderstelde omzetgroei. Bij veel bedrijven groeit de (cash)winst harder dan de omzet, vanwege een zogeheten operationele hefboom. Dit houdt niets anders in dan dat vaste kosten – bijvoorbeeld: werknemers, machines en huren – over

meerdere producten uitgesmeerd kunnen worden als verkopen toenemen. Hierdoor stijgen de marges. Het probleem is dat analisten vaak te optimistisch zijn over de verwachte omzetgroei. Ook is groei niet gratis. Tegenover groei staan investeringen in kapitaalgoederen en werkkapitaal, die ook terug moeten komen in het DCF-model.

4. CROSS CHECK

Professionele beleggers varen niet blind op de uitkomst van een DCF. Zij testen verschillende scenario's door de aannames in het model te veranderen. Daarnaast vergelijken zij de einduitkomst met andere waarderingsmaatstaven als de koers-winstverhouding. Bij grote verschillen is het zaak, nog eens goed door de analyse te lopen.