

zal vanwege het aanzienlijke risico een hoger rendement eisen dan een belegger in Unilever. Om dit risicoverschil in cijfers uit te drukken, wordt vaak gebruikgemaakt van de zogeheten bèta – gevoeligheid van het aandeel voor de markt – die gebruikt wordt om een risicopremie in te schatten.

De bèta van Unilever is ongeveer één. Dit betekent dat als de AEX 1 procent stijgt (of daalt), het aandeel Unilever eveneens 1 procent stijgt (of daalt). Unilever kent dus een risico dat ongeveer even hoog is als de aandelenmarkt als geheel.

NADELEN

De WACC mag dan in theorie onmisbaar zijn om toekomstige winsten op waarde te schatten, in praktijk zitten er veel haken en ogen aan de berekening. Zo is er geen eenduidigheid over de berekening van de variabelen en kan de waarde veranderen. De bèta verandert bijvoorbeeld als een bedrijf verandert en is ook afhankelijk van de periode die gekozen wordt om het getal te becijferen.

Een kleine verandering in de WACC kan grote impact hebben op de uiteindelijke waardering van een aandeel, omdat het percentage gebruikt wordt voor het terugrekenen van alle toekomstige winsten.

Ook werkt de maatstaf het aangaan van schulden in de hand. Aangezien vreemd vermogen goedkoper is dan eigen vermogen kunnen bedrijven de WACC laten dalen door schulden aan te gaan. Hoe meer

REKENHULP

Zelf de WACC van Unilever bepalen

1 Bepaal de risicovrije rente.
Gebruik als referentie de rente op een degelijke staatsobligatie, momenteel 0,3 procent.

2 Zoek de bèta op.
Voor Unilever is de bèta ongeveer 1.

3 Vermenigvuldig de bèta met de risicopremie voor de gehele categorie aandelen.
Hier gaat het om de premie die beleggers in aandelen willen hebben ten opzichte van beleggers in obligaties. De exacte waarde van dit getal is onderwerp van talloze economische onderzoeken. In de regel wordt uitgegaan van een premie van 4,5 procent.

4 De totale vergoeding die aandeelhouders eisen bedraagt 0,3 procent risicovrije rente plus 4,5 procent risicopremie, oftewel 4,8 procent.

5 De marktwaarde Unilever bedraagt 120 miljard euro en de totale schulden zijn een kleine 10 miljard euro. Het concern kan geld lenen tegen circa 0,5%. Het aandeel van eigen vermogen in de totale financiering is dus 93 procent $(120/120+10)$ en de inbreng van schuldverschaffers is 7 procent $(10/120+10)$. Een belegger die de wegingen vermenigvuldigt met de kostenvoeten rekent als volgt: $93\% \times 4,8\% + 7\% \times 0,5\%$.

WACC van Unilever: 4,5%.

schulden, hoe lager de WACC en hoe hoger de waardering. Deze "optimalisatie van de kapitaalstructuur" was schering en inslag bij bedrijven voor het uitbreken van de crisis.

Een ander belangrijk manco is dat de WACC in de toekomst constant wordt verondersteld. Niet alleen wordt ervan uitgegaan dat de verhouding tussen schuld en eigen vermogen constant blijft, ook de kosten voor vreemd en eigen vermogen blijven onveranderd. Er wordt dus impliciet verondersteld dat de risicovrije rente – van een Duitse staats-

obligatie bijvoorbeeld – constant blijft. Het verleden leert anders. In juli 2002 was de rentevergoeding op een Duitse tienjaarslening nog 5 procent. Mocht de rente normaliseren naar dit soort niveaus dan zal dit zijn weerslag hebben op de WACC (stijgt) waardoor waarderingen in elkaar krukelen. Zelfs als de winsten stijgen en de vooruitzichten goed zijn.

BRUIKBAAR?

De WACC mag in theorie noodzakelijk zijn om toekomstige winsten terug te rekenen naar vandaag, in de praktijk is het onmogelijk om zo'n exact percentage vast te stellen.

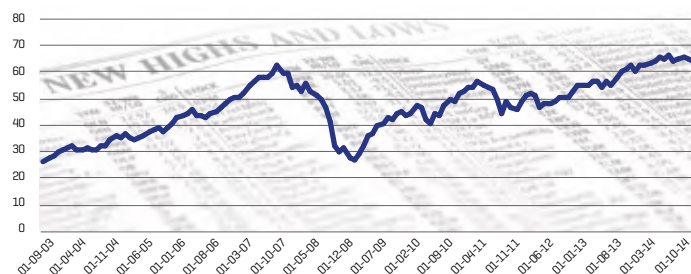
Bruce Greenwald, hoogleraar aan de Columbia Business School en autoriteit op het gebied van waardebeleggen, heeft een eenvoudige oplossing voor dit probleem. Hij heeft als vuistregel dat hij minimaal 8 procent rendement eist op een belegging in een defensief bedrijf. Naarmate het risico van de belegging toeneemt, laat hij de kostenvoet oplopen tot 18 procent. Wie de raad van Greenwald volgt, ziet zijn keuze op dit moment ernstig ingeperkt.

EEN KLEINE VERANDERING IN DE WACC KAN GROTE IMPACT HEBBEN OP DE UITEINDELIJKE WAARDERING VAN EEN AANDEEL

becijferen. Dit is kort gezegd de rente die een bedrijf op uitstaande leningen en obligaties moet betalen. Voor een bedrijf als Unilever dat in een defensieve sector opereert, zijn rentes vandaag buitengewoon laag. Het Brits-Nederlandse bedrijf kan geld ophalen tegen iets meer dan een half procent rente. Na fiscale verwerking worden de netto rentekosten zichtbaar.

Een berekening voor de kosten van aandelenkapitaal is minder eenvoudig. Het is moeilijk om vast te stellen tegen welk rendement beleggers bereid zijn geld in een (risicovol) bedrijf te stoppen. Aangezien een belegger zijn geld ook op een spaarrekening kan zetten, zal hij in ieder geval de (risicovrije) rente vergoed willen zien (opportunitetskosten). Daarnaast zal een belegger een premie willen krijgen voor het risico dat hij loopt. Wie in het kwakkelende bouwbedrijf Ballast Nedam stapt,

Lage WACC stuwt de waarde van aandelen



Bron: Bloomberg World Exchange Market Capitalisation index. Bedragen in biljoenen dollars.