

DE VERSCHILLENDE COMPONENTEN VAN DE GGKK

DOOR NICO DAMINET

Bij de analyse van investeringsproject moeten de verwachte toekomstige kasstromen verdisconteerd worden. Dit gebeurt op basis van de GGKK. Dit staat voor **Gewogen Gemiddelde KapitaalKost**. In het vakjargon is deze term ook bekend onder de Engelse afkorting WACC (**Weighted Average Cost of Capital**). Deze coëfficiënt is niet zomaar een getal, nee, hij wordt bepaald door een aantal factoren met een grote impact op het uiteindelijke resultaat.

Waarom verdisconteren met een GGKK?

Zowel schuldeisers als aandeelhouders eisen een vergoeding voor de opportuniteitskost die ze maken als ze hun middelen investeren. De GGKK is de verdisconteringsvoet die gebruikt wordt om de toekomstige kasstromen voor de kapitaalverschaffers te verdisconteren en is gelijk aan het gewogen gemiddelde van de kosten van vreemd vermogen en eigen vermogen, en dit bij voorkeur aan marktwaarde.

De definitie van de GGKK

De gewogen gemiddelde kapitaalkost wordt als volgt berekend:

$$GGKK = (k_{EV} * EV / TV) + (k_{VV} * VV / TV) * (1 - t)$$

k_{EV} = kost van het eigen vermogen (EV)

k_{VV} = kost van het vreemd vermogen (VV)

TV = Totaal Vermogen = EV + VV

t = belastingsvoet

Stappen

Er zijn drie stappen nodig om de GGKK te kunnen berekenen.

1. Bepaling van de kost van het Eigen Vermogen

Dit is meteen de moeilijkste factor om in te schatten omdat er in de markt geen directe gegevens beschikbaar zijn. Toch kunnen er een aantal modellen aanbevolen worden. Een veel gebruikt model is het CAPM-model (Capital Asset Pricing Model). Dit model stelt dat het door de aandeelhouders vereist rendement gelijk is aan de risicovrije rente verhoogd met een risicopremie. De formule voor de berekening van de kost van het Eigen Vermogen wordt dan:

$$k_{EV} = r_f + \beta * (r_m - r_f) + r_{sp}$$

r_f staat voor de risicovrije rente, wat het best benaderd wordt door het rendement op tienjarige overheidsobligaties (momenteel ongeveer 4.3%).

$(r_m - r_f)$ staat voor het extra rendement (risicopremie) dat investeerders bovenop de risicovrije rente vereisen. Deze component vormt één van de grote issues in de berekening van de kost van het Eigen Vermogen omdat deze varieert tussen 4.5% en 6.0%, afhankelijk van de gehanteerde bron (Bloomberg, brokers, ...).

r_{sp} staat voor het eventuele specifieke rendement dat investeerders wensen boven de risicovrije premie en de risicopremie. Deze extra premie reflecteert meestal de fase waarin een onderneming zich bevindt (is het een start-up?), de financiële resultaten (is het bedrijf verlieslatend?) en de liquiditeit van de aandelen. Deze specifieke premie varieert meestal tussen de 5% en 20%.

β wordt bepaald door de gevoeligheid van het rendement aan marktschommelingen. Indien

Lage β sectoren		Hoge β sectoren	
Banken	0.52	Telecom	1.07
Olie/Gas-distributie	0.53	Verzekeringen	1.12
Vastgoed	0.56	Luchttransport	1.15
Waterdistributie	0.59	Reclame	1.32
Elektriciteit	0.64	Chemie	1.39
Tabak	0.68	Biotechnology	1.53
Verpakkingen	0.82	Computer	1.97
Restaurant	0.86	Internet	2.09

een bedrijf perfect gelijk evolueert met de markt, dan spreken we van een $\beta = 1.0x$. Technologische bedrijven zullen vaak een hoge β hebben ($>1.0x$) omwille van de grotere onzekerheid, terwijl nutsbedrijven vaak een lage β hebben ($<1.0x$). Onderstaande tabel heeft een overzicht van de huidige ‘unlevered’ sector β . Unlevered geeft aan dat er geen rekening gehouden is met de financiële structuren van de ondernemingen die in de lijst opgenomen zijn. Het is aangeraden die in de berekening opnieuw te ‘leveren’ op basis van de financiële structuur van de onderneming in kwestie. Nu alle componenten toegelicht zijn, kan de kost van het Eigen Vermogen berekend worden door alle parameters in te vullen in de formule.

2. Bepaling van de kost van het Vreemd Vermogen

In tegenstelling tot de kost van het Eigen Vermogen is de kost van het Vreemd Vermogen voor een onderneming vrijwel direct zichtbaar op basis van de interesten die betaald zijn op leningen. De kost van het Vreemd Vermogen reflecteert de netto-interesten betaald op de lange en korte termijnschuld van een bedrijf. Deze kan benaderd worden door de Euribor op 3 maanden (momenteel 4,51%) te nemen en er

een bankpremie, afhankelijk van de financiële gezondheid van de onderneming, bij te tellen (vb 3%). De kredietratings die bedrijven krijgen van bureaus zoals Moody’s of S&P kunnen ook helpen om een goed onderbouwde kost van het Vreemd Vermogen te berekenen. Deze uitkomst dienen we dan nog te corrigeren met de belastingsvoet (34%) omdat de interestlasten fiscaal aftrekbaar zijn.

3. Bepaling van de gewichten op basis van de marktwaarde

Een laatste component betreft de kapitaalstructuur van de onderneming, op basis van de hoeveelheid Eigen Vermogen en de hoeveelheid Vreemd Vermogen. Idealiter zou de GGKK bij elke wijziging van de kapitaalstructuur van een onderneming geüpdatet moeten worden. Toch kan het ook zijn dat de huidige kapitaalstructuur niet overeenstemt met de verwachtingen op langere termijn. Daarom is het beter om de toekomstige (optimale) kapitaalstructuur, zoals aangegeven door het management van een bedrijf, te hanteren bij

de berekening van de GGKK.

Op basis van deze drie stappen kunnen we nu de GGKK van een onderneming bepalen.

Waardering

Wat is nu de impact van de GGKK op de waardebeoordeling van een onderneming? De GGKK speelt hier een cruciale rol omdat deze uitkomst zal gebruikt worden om de toekomstige kasstromen te verdisconteren naar een huidige waarde. Onderstaande tabel geeft een overzicht van een sensitiviteitsanalyse van de waardering van een onderneming, afhankelijk van een verschillende GGKK. We merken dat er een significant verschil is in de waardebeoordeling, ondanks het feit dat de verwachte toekomstige kasstromen dezelfde zijn in elke berekening.

Uit onderstaande blijkt dat er zorgvuldig dient om gesprongen te worden met de invulling van de verschillende componenten om de waarde van een bedrijf te bepalen of een investering te analyseren. Of men kan ook besluiten hoe relatief een waardering van een bedrijf wel is! ■

GGKK	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
Waarde	18.245	16.482	15.040	13.838	12.822	11.060	10.315