

Heeft de daling van de rentevoeten invloed op de waarde van bedrijven?

Alexandre STREEL, Bedrijfsrevisor, en Virginie MEUNIER
BDO Corporate Finance, april 2017

De voorbije jaren zijn de rentevoeten op de markten op een soms spectaculaire wijze gedaald. Hoe houden we rekening met dit fenomeen bij de waardebepaling van een bedrijf? Is de impact dezelfde ongeacht de gebruikte waarderingmethode? Moeten bepaalde waarderingparameters bijgesteld worden? Op al die vragen tracht dit artikel een antwoord te bieden.

De rentevoeten zijn de voorbije jaren fors gedaald ...

Zowel in de Verenigde Staten als in Europa, met uitzondering van enkele landen, waaronder Griekenland, is het rendement van overheidsobligaties gesmolten als sneeuw voor de zon. Dit type belegging op 10 jaar bood in 1990 bijvoorbeeld nog een rendement in de orde van 8 à 9 %, zowel in de Verenigde Staten als in Duitsland of België. 25 jaar later komen deze rentevoeten niet meer boven de 2 % uit in deze 3 landen. Spanje zag zijn rentevoet tijdens dezelfde periode dalen van 14 % tot minder dan 2 %. Erger nog, in bepaalde landen zijn de rentevoeten negatief geworden.

In België was deze daling bijzonder uitgesproken tijdens de voorbije 5 jaar. Het rendement van de OLO's (lineaire overheidsobligaties) met een looptijd van 10 jaar ging van bijna 4 % eind 2011 (in de buurt van het historisch gemiddelde) naar 0,8 % eind 2016, wat overeenkomt met een achteruitgang van 80 % (bron: ECB)!

Na de financiële crisis die begon in 2008, waren de meeste waarnemers het erover eens dat deze rentedaling tijdelijk was. Later werd de lage rente toegeschreven aan het beleid van de centrale banken ... Vervolgens was het de crisis in een aantal Europese landen die deze situatie

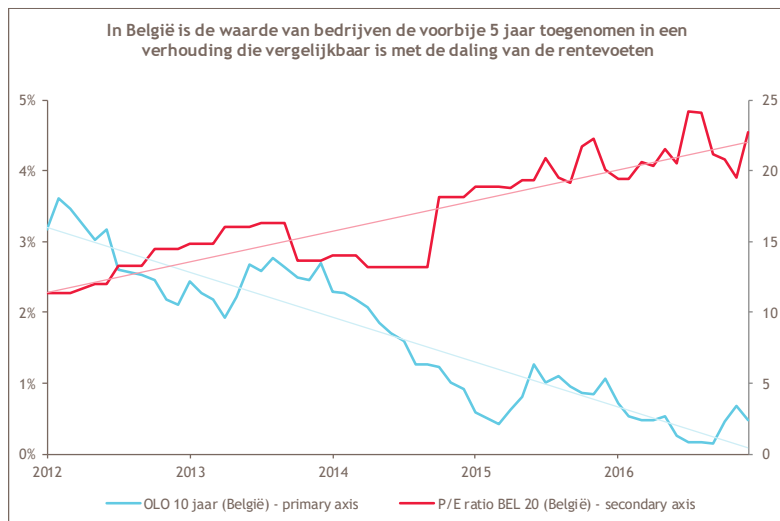
rechtvaardigde. Vandaag stellen we vast dat de daling al 5 jaar aanhoudt.

... terwijl de waarde van de bedrijven is gestegen!

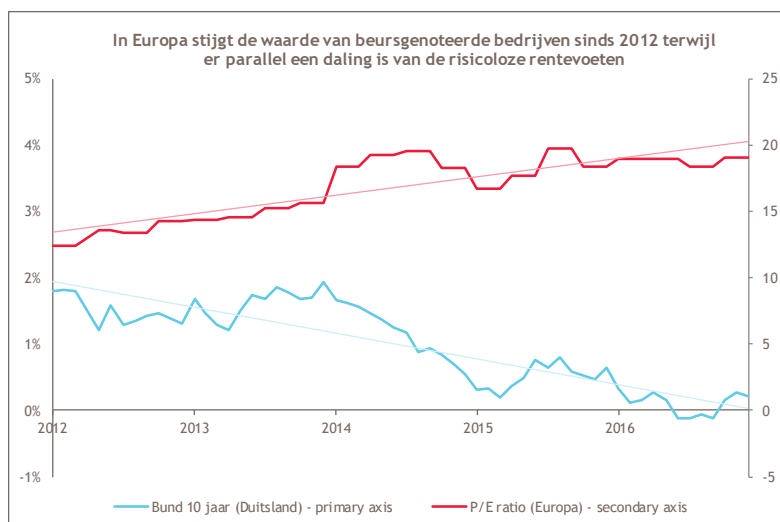
Parallel met deze rentedaling zagen beursgenoteerde bedrijven hun waarde globaal toenemen. De koers/winstverhouding (in het Engels de Price Earnings, P/E of nog PER), die de marktwaarde van een bedrijf aangeeft in verhouding tot het nettoresultaat, liet in Europa een stijging van meer dan 50 % optekenen tijdens de voorbije 5 jaar. Meer bepaald vertoonden de Europese beursgenoteerde bedrijven begin 2011 een gemiddelde P/E (alle sectoren samen) van 12 tegenover bijna 20 eind 2016 (bron: Duff & Phelps, Valuation Insights). Met andere woorden, bij een constant nettoresultaat zagen de bedrijven hun waarde in 5 jaar tijd met meer dan 50 % toenemen. De BEL 20, de referentie-index voor de Belgische markt, klom van 2 080 naar 3 600 punten in 5 jaar tijd, dat is een stijging van meer dan 70 %.

Professor Financial Management Pablo Fernandez toonde in een recente bijdrage de (negatieve) correlatie aan tussen het rendement van Amerikaanse overheidsobligaties en de P/E-ratio's van de 500 grootste beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven (S&P 500-index). Over een periode van 25 jaar evolueerden beide indexen in tegenovergestelde richting, op enkele jaren na.

De grafiek hiernaast maakt een vergelijking tussen de evolutie sinds 2012 van het jaarlijkse rendement van OLO's op 10 jaar met die van de P/E-ratio van de bedrijven in de BEL 20 (bronnen: ECB en Infionals).



Hetzelfde fenomeen kan worden waargenomen in Europa. Op de tweede grafiek zien we de neerwaartse tendens van het rendement van overheidsobligaties in Duitsland, dat doorgaans wordt beschouwd als de risicoloze referentierente in Europa, en tegelijk een stijging van de P/E-ratio van de beursgenoteerde Europese bedrijven (bronnen: Investing.com en Duff & Phelps, Valuation Insights).



Is er een verband tussen deze twee fenomenen?

In een periode van dalende rentevoeten zal de belegger die aandelen wenst te kopen a priori bereid zijn een hogere prijs te betalen. Dit fenomeen kan verklaard worden door 2 verschillende factoren: enerzijds de hoop op hogere dividenden (doordat de bedrijven sterkere resultaten boeken als gevolg van de lagere rentelasten) en anderzijds de vereiste van een minder royaal rendement op dit type belegging, rekening houdend met de algemene daling van de rendementen op minder risicovolle alternatieve beleggingen (en met name de rentevoeten op overheidsobligaties).

Ongeacht de juistheid van deze verklaring, moeten we herinneren aan een dubbel fenomeen dat we de voorbije jaren vaststelden en dat de waarde van aandelen in tegengestelde richtingen beïnvloedt. Enerzijds en ondanks de omgeving van lage rentevoeten, richten veel Belgen met een sterke risicoafkeer zich niet op aandelen, maar blijven ze de voorkeur geven aan spaarproducten in de vorm van liquide activa, zoals spaarrekeningen of activa op langere termijn maar met een laag risico, zoals verzekeringsproducten met gewaarborgd kapitaal. Anderzijds zien we dat sinds het einde van de financiële crisis een klein deel van de beleggers terugkeerde naar de beurzen, wat de aandelenkoersen ondersteunde.

Hoe wordt het fenomeen van dalende rentevoeten weerspiegeld in de waarde van een bedrijf, bepaald volgens de *Discounted Cash Flow*-methode?

Er kunnen drie verschillende waarderingsbenaderingen gehanteerd worden om de marktwaarde van een bedrijf te bepalen: de rendementsbenadering, de marktbenadering en de kostenbenadering. Binnen deze 3 benaderingen kunnen verschillende waarderingsmethodes gebruikt worden.

Volgens de rendementsbenadering wordt de waarde van een bedrijf berekend op basis van de economische inkomsten die dit bedrijf geacht wordt in de toekomst te genereren. De meest gebruikte methode is de DCF-methode (*Discounted Cash Flow*), die erin bestaat de toekomstige operationele kasstromen van het bedrijf in te schatten en deze te verdisconteren tegen een rente die het gemiddelde rendement weerspiegelt dat geëist wordt door de twee types beleggers, aandeelhouders en bankiers, rekening houdend met hun respectieve bijdrage in de financieringsbronnen van het bedrijf. Deze verdisconteringsvoet wordt de WACC genoemd (*Weighted Average Cost of Capital*).

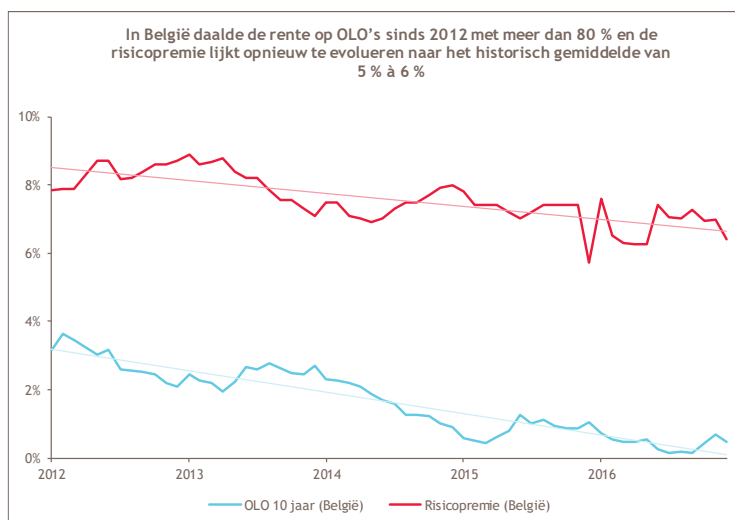
In periodes van lage rente zal de door de waardebepaler gebruikte kost van de schuld lager zijn, op voorwaarde dat de risico's eigen aan het bedrijf stabiel blijven en er geen significante rentestijging wordt verwacht op korte of middellange termijn.

Wat het door de aandeelhouders geëiste rendement betreft, de zogenaamde "kost van het eigen vermogen" (*Cost of Equity*), deze wordt vrijwel altijd bepaald

overeenkomstig het CAPM-model (*Capital Asset Pricing Model*), op basis van (i) de risicoloze rente (overheidsobligaties zijn a priori het minst risicohoudende actief en hun rendement wordt dus traditioneel gelijkgesteld met een zogenaamde "risicoloze" rente) en (ii) een risicopremie die overeenstemt met het bijkomende rendement van de beurs (in vergelijking met een risicoloze belegging). Voor de volledigheid verduidelijken we dat (i) deze risicopremie gewogen wordt door een factor, de zogenaamde *Bèta*, aan de hand waarvan rekening kan worden gehouden met het sectorale risico van het gewaardeerde bedrijf en dat (ii) er rekening moet worden gehouden met een bijkomende risicopremie (*Small Firm Premium*) voor privébedrijven of kleinere bedrijven.

$$\text{Kost van het eigen vermogen} = \text{risicoloze rente} + [\text{risicopremie} \times \text{Bèta}] + \text{Small Firm Premium}$$

De risicopremie blijft globaal genomen stabiel in de tijd en situeert zich historisch tussen 5 % en 6 %, met uitzondering van enkele pieken zoals in 2009 en 2012, in volle financiële crisis, toen deze flirtte met de 10 % in België (bron: Bank Degroof). Sinds enkele jaren keert een deel van de beleggers terug naar de beurs en de risicopremie, die in België momenteel 7 % bedraagt, lijkt geleidelijk te evolueren naar het historisch gemiddelde.



Aangezien andere parameters die de disconteringsvoet beïnvloeden (voornamelijk de *Bèta*, de *Small Firm Premium* en de aanslagvoet) slechts in beperkte mate beïnvloed worden door de rentevoeten, kunnen we besluiten dat wanneer andere factoren gelijk blijven, het door de aandeelhouders en de bankiers geëiste rendement lager zal zijn in een periode van dalende rentevoeten. De WACC zal dus lager zijn, wat een opwaartse invloed zal hebben op de waarde van de bedrijven.

Sommige waardebeoordelaars gaan er echter van uit dat het rendement dat geldschieters, aandeelhouders en bankiers, zouden moeten eisen, niet in dezelfde verhouding vermindert als de rentevoeten. Daarom kiezen ze ervoor om bepaalde parameters bij te stellen om de impact van de daling van de risicoloze rente af te vlakken, hetzij op basis van een gemiddelde historische risicoloze rente, hetzij door de risicopremie of de *Small Firm Premium* te verhogen.

Tot slot wijzen we erop dat de marktwaarde van de financiële schuld van een bedrijf a priori stijgt bij dalende rentevoeten. Bij de waardebeoordeling dient hiermee rekening te worden gehouden bij de omzetting van de waarde van het bedrijf (*Enterprise Value* of EV) in de waarde van de aandelen, wat een daling van deze laatste met zich meebrengt. In de praktijk wordt zelden rekening gehouden met dit element.

Wat met de andere waarderingmethoden?

De kostengebaseerde benadering, ook gekend onder de naam “netto-actiefmethode” of “vermogensmethode”, berekent de marktwaarde van een bedrijf op basis van de economische waarde van zijn netto activa. Deze methode is wellicht de makkelijkst toe te passen methode, maar ze weerspiegelt niet de historische of toekomstige prestaties van het bedrijf, wat vanuit het standpunt van de beleggers een belangrijk nadeel vormt. Met uitzondering van enkele specifieke gevallen

(waardebepaling van een holdingmaatschappij, een vastgoedmaatschappij enz.), wordt zij dus weinig gebruikt. We gaan hier dus niet verder op in. Hoe dan ook wordt deze methode weinig (of niet) beïnvloed door de van kracht zijnde rentevoeten.

De marktbenadering is een waarderingmethode die gebaseerd is op het substitutieprincipe. Ze bestaat erin de waarde van een bedrijf te bepalen door vergelijking met de waarde van vergelijkbare bedrijven die publiek beschikbaar zijn of die blijken uit recente transacties. Specifieker bestaat de multiples methode erin te kijken naar beursgenoteerde bedrijven en van deze observaties multiples af te leiden die kunnen worden toegepast op de financiële aggregaten van het te waarderen bedrijf. De aldus verkregen waarde wordt tot slot bijgesteld om rekening te houden met de specifieke kenmerken van het te waarderen bedrijf. De in deze methode gebruikte multiples, afgeleid van beurswaarnemingen, weerspiegelen dus de marktpercepties en daarmee ook de economische voorwaarden van deze markt (inclusief de evolutie van de rentevoeten). Bij een daling (of stijging) van de rentevoeten bevelen wij dus zonder meer aan om terug te vallen op de op de markten vastgestelde multiples, zo niet loopt men het risico voorbij te gaan aan de essentie van deze methode (namelijk dat de markten de economische evoluties integreren en aandelen correct waarderen).

Wat is de gecijferde impact op de waarde van een bedrijf van een daling van 3 % (300 basispunten) van de rentevoeten?

We nemen het voorbeeld van een bedrijf in de voedingssector, met een bedrijfsresultaat (EBIT of *Earnings Before Interests and Taxes*) van 300 en een financiële schuldenlast van 500. In 2011 genereerde dit bedrijf een nettoresultaat van 180, beïnvloed door (i) de financiële kosten (de gemiddelde kost van de schuld was 6 %) en (ii) een belasting op het resultaat van 34 %. 5 jaar

later en bij hetzelfde bedrijfsresultaat boekte dit bedrijf een beter resultaat, dankzij een besparing op de financiële kosten (de kost van de schuld is met 3 % gedaald).

Resultaten	2011	2016
EBIT	300	300
Financiële kosten	- 30	- 15
Resultaat voor belasting	270	285
Belastingen	- 92	- 97
Nettoresultaat (afgerond)	180	190

Ter vereenvoudiging gingen we uit van (i) een kasstroom (voor aandeelhouders en bankiers) die overeenstemt met het bedrijfsresultaat na belastingen (dit is 200), (ii) een stabiliteit tussen 2011 en 2016 van de financiële schuld, de risicopremie, de *Bèta* en de *Small Firm Premium* (om de impact van de evolutie van de rentevoeten af te zonderen) en tot slot (iii) een nulgroei op lange termijn.

Zoals aangegeven in de volgende tabel, daalt de disconteringsvoet (WACC) van 10,1 % in 2011 naar 7,7 % in 2016 als gevolg van de daling van de rentevoeten.

Disconteringsvoet	2011	2016
Kost van het eigen vermogen (a)	12,2 %	9,2 %
<i>Risicoloze rente</i>	4,0 %	1,0 %
<i>Risicopremie</i>	7,4 %	7,4 %
<i>Bèta</i>	0,70	0,70
<i>Small Firm Premium</i>	3,0 %	3,0 %
Nettokost van de schulden (b)	4,0 %	2,0 %
<i>Brutokost van de schulden</i>	6,0 %	3,0 %
<i>Aanslagvoet</i>	34,0 %	34,0 %
Gewicht van het eigen verm. (c)	75 %	80 %
Gewicht van de schulden (d)	25 %	20 %
WACC (a x c + b x d)	10,1 %	7,7 %

De marktwaarde (afgerond) van het bedrijf volgens de DCF-methode wordt geraamd op 1 500 in 2011 en op 2 000 in 2016, zoals aangegeven in de onderstaande tabel.

DCF-methode	2011	2016
Kasstroom (a)	200	200
Disconteringsvoet (b)	10,1 %	7,7 %
Bedrijfswaarde (a/b)	1 960	2 560
Financiële schuldenlast	- 500	- 500
Marktwaarde (afgerond) van het eigen vermogen (a/b)	1 500	2 000

De resultaten verkregen volgens de P/E-multiple methode zijn gelijklopend met die volgens de DCF-methode:

P/E-multiplemethode	2011	2016
Nettoresultaat (a)	180	190
P/E-multiple van de sector <i>Food</i> (b)	12	18
Illiquiditeitsdiscount (c)	25 %	40 %
Marktwaarde (afgerond) van het eigen vermogen (a x b x [1-c])	1 600	2 000

Het illiquiditeitsdiscount, dat in 2016 hoger is dan in 2011 (40 % tegenover 25 %), weerspiegelt in het bijzonder de hoge liquiditeit die momenteel op de beurzen wordt vastgesteld.

Dit voorbeeld illustreert het effect van een daling van de rentevoeten op de waarde van een bedrijf. De impact zal groter zijn naarmate het bedrijf een hogere schuldenlast heeft.

Besluit

De daling van de rentevoeten is niet de enige verklaring voor de waardestijging van de bedrijven, maar is wel een belangrijk element. In periodes van dalende rentevoeten zal de belegger geneigd zijn een hogere prijs te betalen om aandelen te verwerven, rekening houdend met (i) een hoger verwacht resultaat dankzij de besparing op de financiële lasten en (ii) de vereiste van een minder royaal rendement op dit type belegging, rekening houdend met de algemene daling van de rendementen die geboden worden door minder risicovolle alternatieve beleggingen.

De van beursobservaties afgeleide multiples, zoals gebruikt in de marktbenadering, weerspiegelen de percepties van de beleggers en dus a priori de economische voorwaarden van de markt, inclusief de evolutie van de rentevoeten. Overeenkomstig de filosofie van deze methode, dient er als dusdanig rekening mee gehouden te worden bij de waardebeoordeling van een bedrijf.

Wat de rendementsbenadering betreft en meer bepaald de *Discounted Cash Flow*-methode, lijkt het ons de overwegende praktijk om zonder andere aanpassing te kijken naar de rentevoeten op het moment van de waardebeoordeling. Voor de waardebeoordelaar die er echter van overtuigd is dat het opeisbare rendement, met name door de aandeelhouders, niet proportioneel daalt met de daling van de risicoloze rentevoet, en in functie van de samenstelling van de disconteringsvoet zou het niet verkeerd zijn om dit rendement en daarmee ook de disconteringsvoet opwaarts bij te stellen.

We herinneren eraan dat de waardebeoordeling, ondanks alle methodologische zorg die eraan besteed kan worden, geen exacte wetenschap is. De waardebeoordelaar zal blij moeten geven van een economische en financiële discipline en zal ervoor moeten zorgen dat hij de gebruikte parameters kan rechtvaardigen als bewijs van maximale objectiviteit.
