



Het kortingspeil van de NV Nederland

Regelmatig wordt me gevraagd naar mijn mening over de richting van de markt in de nabije toekomst. Mijn antwoord is steevast dat ik niet kan voorspellen wat de beurs de eerstvolgende maanden of het komende jaar gaat doen. Omdat mijn dagelijkse werkzaamheid bestaat uit het waarderen van ondernemingen kan ik echter wel iets zeggen over wat een redelijke waardering is voor het beursgenoteerde deel van het Nederlandse bedrijfsleven. Feitelijk is dit eenvoudiger dan het waarderen van een individueel aandeel omdat de diverse variabelen makkelijker zijn vast te stellen bij een waardebepaling voor een grote groep ondernemingen.

Een aandelenbelegger die zijn beleggingen spreidt koopt in feite een stukje van het hele Nederlandse bedrijfsleven. Als gevolg van de huidige financiële crisis zal de economische activiteit de komende tijd waarschijnlijk (sterk) teruglopen, maar de fundamenten van de Nederlandse economie zullen na het optrekken van de rookwolken intact blijken te zijn. De omvang van de Nederlandse economie kunnen we meten aan de grootte van het Netto Nationaal Inkomen (NNI). Historisch is het gemiddelde resultaat voor belasting van alle beursgenoteerde ondernemingen, exclusief financials en vastgoedfondsen, 6,1% van het NNI. Het CBS rapporteerde in 2007 een NNI van € 500,1 mld waardoor we een genormaliseerd resultaat van de NV Nederland kunnen becijferen van € 30,5 mld. Bij de huidige belastingdruk van 25,5% resulteert zodoende € 22,7 mld na belasting. Ik veronderstel hier dat het NNI de komende twee jaar op hetzelfde niveau blijft. Dat bedrag kunnen we vervolgens waarderen als elke andere niet-eindige vermogenswaarde. Perpetuele kasstromen waardeert men eenvoudigweg door het bedrag te delen door het vereiste rendement gecorrigeerd met de groefactor. Om met dat laatste te beginnen, sinds 1935 is het NNI van Nederland in reële termen gegroeid met 3,7% per jaar. Het is passend om een behoudendere groeiraming te nemen van 2%. Nu rest nog het rendement dat aandeelhouders verlangen. Dit bestaat uit twee componenten: (1) de reële rente die men kan krijgen op risicoloze staatsobligaties, en (2) een redelijke risicovergoeding die compensatie biedt voor het riskantere karakter van aandelen. De risicovrije rente op 10-jarige Nederlandse staatsleningen staat op het moment dat ik dit schrijf op 4%, waarvan circa 2% bestaat uit inflatievergoeding. Het reële rendement op staatsleningen is daarmee 2%. De enige variabele die nog is benodigd voor de waardebepaling betreft de risicovergoeding, waarvoor 7% verantwoord is. Maken we op die manier een conservatieve raming van de waarde van de NV Nederland, dan is de uitkomst € 324,7 mld. Ter vergelijking: de totale koers van alle niet-financiële beursgenoteerde ondernemingen eind oktober was € 245 mld. Op dat koersniveau kunt u feitelijk een stukje Nederland kopen tegen een korting van ten minste 25%. Vanzelfsprekend blijft die situatie niet voortduren en na correctie (de vraag is niet of, maar wanneer) is deze korting uw eerste winst. Daarbij komt dat u een claim koopt op de reële activa van de NV Nederland waardoor u grotendeels beschermd bent tegen inflatie. Mocht de geldontwaarding stijgen dan worden contanten en obligaties daarentegen enkel minder waard.