

Betreft: Vaststelling gemiddelde vermogensvoet

Consultatie tarieven 2025

Gehanteerde WACC 2025 : 7% (na belasting)

De WACC is een weergave van het gewogen gemiddelde rendement op het geïnvesteerd vermogen. Met het vaststellen van de WACC worden de vermogenskosten bepaald die worden toegepast in de consultatie voor de Aviation Diensten (Aviation Regulated, Security en PRM).

De formule voor het berekenen van de WACC heeft verschillende onderdelen die in dit document worden toegelicht.

$$WACC = g * Kd * (1 - T) + (1 - g) * (Rf + (\beta * EMRP))$$

A. De kostenvoet vreemd vermogen

De kostenvoet vreemd vermogen is een reflectie van de kosten die met het aantrekken van vreemd vermogen (zoals bankleningen of obligaties) gepaard gaan. Deze kostenvoet wordt vastgesteld als het risicovrije rendement (Rf) plus de kredietopslag inclusief transactiekosten.

1. De risicovrije rente (Rf)

Het risicovrije rendement (als %) is gelijk aan het gemiddelde effectieve rendement ('yield to maturity') op een Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar, over de afgelopen 24 maanden. Hiervoor hanteren wij een 2 jaars gemiddelde, gelijk aan 2,55%. Dit om het effect van kortstondige bewegingen te dempen en een representatieve weergave van het huidige investeringsklimaat en de rente markt te creëren.

2. **De renteopslag (Kd)** betreft de vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen lopen ten opzichte van een risicovrije investering. Hoe lager de kredietwaardigheid van een onderneming, des te hoger de renteopslag zal zijn. De gehanteerde renteopslag is 1,4%. Dit is gemiddelde van de te betalen marge bij de bank, afhankelijk van de net leverage ratio (tussen de 1 en 1,8%). **De transactiekosten** die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen zijn vastgesteld op 0,20% waardoor de renteopslag 1,6% wordt.

De risicovrije rente van 2,55%, samen met de renteopslag van 1,4% en de opslag voor transactiekosten van 0,2% leidt tot een kostenvoet vreemd vermogen van **4,1%** (pre-tax).

B. De kostenvoet eigen vermogen

De kostenvoet eigen vermogen kan worden bepaald met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Met het CAPM model is het mogelijk om een vergoeding te berekenen voor het systematische marktrisico dat een onderneming loopt. Bedrijfsspecifieke risico's zijn te diversifiëren en deze verdienen daarom geen extra risicopremie in de kostenvoet eigen vermogen. De parameters van CAPM zijn 1) het marktrisicopremie 2) de equity beta en 3) gearing

1. **Het marktrisicopremie (EMRP)** is het geëiste rendement dat beleggers in de markt eisen voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering. Dit betreft het gemiddelde marktrisicopremie van de afgelopen twee jaar zoals gepubliceerd door KPMG, a 5,44%.

2. **De equity bèta (β)** is een maatstaf voor het risico dat een investeerder loopt door te investeren in de aandelen van een specifieke onderneming ten opzichte van het risico van het investeren in de marktportfolio. Een bèta lager dan 1 duidt erop dat het aandeel minder volatiel is dan de markt en een lager systematisch risico kent. Een bèta hoger dan 1 duidt juist op een hoger risico. De equity bèta is daarom een indicatie van het marktrisico van de aandelen van een onderneming, terwijl de asset bèta het marktrisico is van de aandelen als ware het bedrijf gefinancierd met 100% eigen vermogen. De hoogte van de equity bèta is daarom afhankelijk van de wijze van financiering van een onderneming en de voor de onderneming geldende belastingvoet. Bij het bepalen van de asset bèta wordt een vergelijkingsgroep samengesteld aan de hand van representatieve luchthavens. Bij het samenstellen van de vergelijkingsgroep wordt ook gekeken naar het handelsvolume en statistische relevantie van de uitkomsten. Van deze vergelijkingsgroep wordt de asset beta berekend op basis van maandelijkse data van de laatste 5 jaar, waarvan de mediaan wordt genomen (0,79).
3. Deze asset beta wordt vervolgens aangepast met de **gearing ratio (g)**, de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. De gebruikte gearing ratio (25,8%) is eveneens gelijk aan de mediaan gearing ratio van dezelfde vergelijkingsgroep om een weergave te creëren van een marktconforme financieringsstructuur (market based approach). De equity beta is 0,99.

De **belastingvoet (T)** voor Eindhoven Airport is 25,8% in 2024.

De risk-free rate van 2,55% samen met de equity bèta van 0,99 en het marktriscopremie van 5,44% leiden tot een **kostenvoet eigen vermogen** van 7,95%.

Berekening WACC

Consultation 2025

Element	Symbol / Formula	2025
Risk-free rate	Rf	2,55%
Debt risk premium (DRP)	Kd - Rf	1,60%
Required return on debt (pre-tax)	Rd	4,1%
Tax rate	T	25,80%
Required return on debt (post-tax)	Rd * (1 - T)	3,08%
Unlevered beta	Bu	0,79
Relevered beta	B	0,99
Equity market risk premium (EMRP)	EMRP - Rf	5,44%
Required return on equity (CAPM)	Rf + B * (EMRP - Rf)	7,95%
Total required return on equity	Ke	7,95%
Debt-to-equity ratio (g)	D / E	25,79%
Weighted cost of debt	Rd * (1 - T) * (D / (D + E))	0,6%
Weighted cost of equity	(Rf + B * (Rm - Rf) + SFP) * (E / (D + E))	6,3%
Pre-tax WACC		9,4%
Post tax WACC		7,0%