

Elke week laten we een specialist aan het woord over de actualiteit op de financiële markten. Vandaag is dat Patrick Millecam, gedelegeerd bestuurder van de vermogensbeheerder Value Square.



## ‘Defensieve aandelen inruilen voor cyclische kan de moeite lonen’

**De beurzen zijn de voorbije weken licht hersteld, waarbij sommige zwaar getroffen aandelen met tientallen procenten naar boven gingen zoals ArcelorMittal, TomTom of Nyrstar. Bieden de meest afgestrafte aandelen het meest potentieel op lange termijn?**

**Patrick Millecam:** ‘Het loont de moeite te overwegen bepaalde defensievere aandelen te verkopen en te switchen naar fors gedaalde aandelen. Meestal komen we dan terecht bij de cyclische namen. Vele cyclische bedrijven noteren onder hun eigen vermogen en houden dus al rekening met een recessie. ArcelorMittal bijvoorbeeld noteert aan de helft van zijn boekwaarde. Cockerill Sambre maakte tijdens de vorige belangrijke crisis in 1993 verlies en noteerde toen op het dieptepunt aan 0,42 keer de boekwaarde, vooraleer

fors te herstellen. ArcelorMittal heeft een wereldwijd marktaandeel van 10 procent in de staalsector en is verticaal geïntegreerd. Het is dus niet te vergelijken met het Waalse Cockerill van 15 jaar geleden.’

‘Veel analisten halen hun winstverwachtingen drastisch naar omlaag voor deze cyclische bedrijven. Fabrieken worden stilgelegd om het werkkapitaal tot een minimum te beperken. Bedrijfsleiders willen immers een goede balans kunnen voorleggen aan hun bankiers aan het einde van het jaar.’

‘De vraag is of er niet te drastisch gesnoeid wordt in de productiecapaciteit. Bovendien is er een grote discipline bij alle marktpartijen. Hier en daar hoor je zelfs geluiden dat in het tweede kwartaal van 2009 misschien wel een omgekeerde beweging op gang kan komen. Eens raken voorraden op en moet men opnieuw beginnen te produceren. Afgelopen week deed toekomstig Ameri-

”

In België is GIMV een redelijke ‘safe play’.

kaans president Barack Obama wat van hem verwacht werd. Hij kondigde een fors herstelplan aan voor de economie met belangrijke investeringen in infrastructuur. De fors gedaalde cyclische aandelen kregen daardoor vleugels. Het is evenwel moeilijk een algemene switch te adviseren; elke onderneming heeft haar eigen verhaal en perspectieven en moet afzonderlijk geanaly-

seerd worden. Verkijs in elk geval bedrijven met weinig schulden.’

**De vraag naar overheidsobligaties en staatsbons is enorm ondanks de dalende rendementen. Is dit het moment om de massa net niet te volgen en meer risico in portefeuille te nemen?**

**Millecam:** ‘Het is niet onlogisch dat na de grootste beurscrash in ruim 100 jaar de belegger vlucht naar zekerheid. We stellen echter vast dat het extreme pessimisme op de aandelenmarkt ook doorsijpelt naar de markt van de bedrijfsobligaties. Beleggers eisen een nooit geziene risicopremie voor bedrijfsobligaties van prima kwaliteit en dat creëert unieke kansen voor de obligatiebelegger. We opteren voor een mooi uitgebalanceerde portefeuille van staatspapier aangevuld met bedrijfsobligaties van bedrijven met een lage schuldgraad en een hoge kwaliteitsratio.’

**De olieprijs bengelt 70 procent onder zijn record. Was de hausse van de olie en andere grondstoffen slechts een kortstondige trend zoals we die in economische glorieperiodes in het verleden gezien hebben?**

**Millecam:** ‘Toen de olieprijs afge-

lopen jaar nieuwe records brak tot boven 140 dollar per vat voorspelden meerdere analisten dat olie enkel nog hoger kon. Nu de olieprijs onder 50 dollar staat uit vrees voor een langdurige recessie, lees je voorspellingen dat de olie naar 25 dollar gaat. We kunnen evenwel niet voorbij aan de vraag-aanbodproblematiek: de oliereserves dalen én de wereldbevolking neemt toe. Het economische zwaartepunt verschuift richting China en India.’

‘Daarom blijft de vraag naar olie de volgende jaren ondersteund. Alternatieve energiebronnen kunnen onmogelijk op korte en middellange termijn dat tekort opvangen, waardoor de olieprijs structureel hoger zal zijn dan de afgelopen jaren. Het aanbod wordt bovendien gestuurd en de leden van het oliekartel OPEC zien hun inkomsten liefst niet al te veel naar beneden tuimelen.’

**U bent een ‘waardebelegger’ bij uitstek. Kan u enkele aandelen noemen waarbij u veel waarde ziet en weinig risico?**

**Millecam:** ‘Risico wordt vandaag anders gepercipieerd dan anderhalf jaar geleden. Door de deleveraging werden aandelen massaal gedumpt aan om het even

welke prijs. Kijk naar de koersgrafiek van de vastgoedontwikkelaar Immobel de laatste twee weken. Ik had nooit gedacht dat de zeer stringente beleggingscriteria van Benjamin Graham zoveel opportuniteiten zouden kunnen opleveren als vandaag. Het aantal beursgenoteerde ondernemingen dat onder de nettocashpositie noteert, is zo hoog dat ik tien jaar nodig zou hebben om ze allemaal in detail te bestuderen.’

‘In België is de holding GIMV een redelijke ‘safe play’. De cashpositie bedraagt 20 euro per aandeel. Die cash kan de volgende maanden anticyclisch geïnvesteerd worden in de vele opportuniteiten die de nieuwe topman ziet. Het dividend van 2,36 euro voor 2009 biedt een brutorendement van 8,4 procent.’

‘Wie in het olieverhaal gelooft, kan via de Noorse holding Aker Asa met een lager dan gemiddeld risico investeren, dankzij de riant cashpositie, die 87 procent van de beurskapitalisatie dekt. Maar eigenlijk kan je vandaag via de Belgische holdings een mooi gespreide portefeuille kopen met een hoger dan gemiddelde decote tegenover hun intrinsieke waarde.’