

„Huidige markt paradijs voor waardebelegger“

De onafhankelijk vermogensbeheerder Value Square geeft ons zijn visie op de huidige, uitdagende markten. We stellen hen kort aan u voor en geven u een blik op hun strategie en top vijf.

Het fonds bestaat uit een sterk gediversifieerde selectie individuele waarde aandelen.

De beurzen liegen er niet om: het gaat slecht met de wereldeconomie. Dat wil echter niet zeggen dat u de beurzen volledig moet mijden. Er zijn heel wat opportuniteiten in de markt, maar selectie is eens te meer van cruciaal belang. Cash interviewde gedelegeerd bestuurder Patrick Millecam en portfolio manager Nic Van Broekhoven over hun manier van beleggen.

Cash: Kunt u Value Square even kort voorstellen aan onze lezers?

Patrick Millecam: Value Square is ontstaan uit een groep collega's afkomstig van Bank Corluy, die actief investeerden in individuele aandelen en obligaties. We hebben er op voorhand goed over nagedacht wat we de rest van ons leven wilden doen. We hebben op die manier de juiste mensen bij elkaar gebracht met sterke profielen, zowel op commercieel vlak als op het vlak van beheer. Een aantal maanden hebben we achter de schermen bijna 24 uur op 24 gewerkt om een licentie van vermogensbeheer en beleggingsadvies te bekomen bij de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA). We gingen uiteindelijk van start in februari vorig jaar en trokken intussen al vier nieuwe medewer-

kers aan, waaronder Nic Van Broekhoven als analist/beheerder. Wij bieden onze cliënten een complete service aan, gaande van adviserend beheer tot discretionair beheer. Bij adviserend beheer geven we de klant advies, maar hij neemt uiteindelijk zelf de beslissing. Bij discretionair beheer beheren we zelf de portefeuille van de cliënt, zonder dat hij of zij voor elke transactie nog een

De strategie die u hanteert, heet Value beleggen. Wat houdt dat precies in?

Millecam: Het zit al in de naam van onze onderneming, maar de vlag dekt natuurlijk vele ladingen. Kort uitgelegd, komt het erop neer dat we op elk bedrijf dat we opvolgen een conservatieve waardering plakken. We berekenen de intrinsieke waarde van de ondernemingen op basis van heel wat parameters. Enkel wanneer de koers fors onder de intrinsieke waarde noteert, komt het aandeel in de koopzone. Wanneer het zijn intrinsieke waarde heeft bereikt of erboven is gegaan, verkopen we. We hebben bovendien een eigen ratingsysteem ontwikkeld dat de kwaliteit van de ondernemingen screent op onder meer de drie pij-



„Enkel wanneer de koers fors onder de intrinsieke waarde noteert, komt het aandeel in de koopzone.“

goedkeuring moet geven. Om ons dienstenpakket te vervolledigen, hebben we recent een fonds in het leven geroepen, waardoor we onze diensten ook aan het bredere beleggingspubliek kunnen aanbieden. Voor de distributie sloten we onder meer een deal met Binckbank.

lers van de financiële analyse: liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit. We hechten natuurlijk ook veel belang aan het trackrecord (de waardecreatie uit het verleden) en het gedrag van de insiders (Zit er een familie achter? Koopt men eigen aandelen in? Enzovoort.). Dat ►►►

Value Square Fund Equity World

Top 5 FONDSPARTICIPATIES

GBL

De holding van Albert Frère noteert met een korting van ongeveer 30%. Met GBL kan je de onderliggende bedrijven aan slechts vier keer de winst kopen. Total, GDF Suez, Pernod-Ricard, Imerys en Lafarge zijn industriële bedrijven die wereldwijd actief zijn en belangrijke marktposities hebben. Albert Frère kocht de laatste maanden bij in GBL via controleholding Pargesa. En GBL kocht op zijn beurt bij in de onderliggende participaties, waaronder vooral Lafarge en Imerys. Met een insider aan het stuur (Albert Frère heeft een zitje in bijna alle raden van bestuur), voelen we ons iets comfortabeler in deze turbulente tijden.

Ganger Rolf

Ganger Rolf is een Noorse holding boven Fred Olsen Energy, een uitbater van boorplatformen. Liefst 80% van die boorplatformen zijn verhuurd tot het einde van 2011. Deze contracten leveren zekere cashflows op voor de volgende drie jaar. Klanten zijn onder meer ENI, Total en Petrobras. De markt gaat er op basis van de huidige koers vanuit dat al die contracten zullen worden geannuleerd, wat volgens ons helemaal niet aan de orde is. Bovendien keert het bedrijf tegenover de huidige koers een brutodividendrendement van zowat 20% uit. Binnen een vijftal jaar heb je op die manier je investering al terugverdiend. De markt reageert on-

realistisch en zelfs fatalistisch over het aandeel. Dit familiale bedrijf is ook actief in windenergie in onder meer Schotland, het VK en Noorwegen.

Nokia

Nokia noteert vandaag goedkoop aan 8,5 keer de winst. Het dividendrendement bedraagt 5% en het bedrijf biedt de mogelijkheid om in te spelen op het potentieel van de groeilanden. De gsm wordt er als statussymbool meer gekocht dan in de traditionele markten, waardoor de gemiddelde verkoopprijs er ook toeneemt. De stijging van de gemiddelde verkoopprijs met 10% in China was dé verrassing in het derde kwartaal. Het merk Nokia is in Azië sterker dan Coca-Cola en Microsoft. De klanten zijn vaker trouw aan het merk, zo blijkt uit een

marktonderzoek. Bovendien pakt Nokia als surplus met een extra gadget uit, waarmee je onbeperkt muziek kan downloaden voor 75 EUR per jaar (in combinatie met Vodafone en Telefónica). Het bedrijf gaat hiermee volop de concurrentie aan met Apple.

Van de Velde

Lingeriefabrikant Van de Velde is een van de mooiste bedrijven in België op het vlak van rendabiliteit, solvabiliteit en trackrecord. Het bedrijf heeft sinds zijn oprichting in 1919 al heel wat watertjes doorzwommen en crisissen doorstaan. Als we de groeicurve bekijken, zien we een gestage stijging door de jaren heen. Waarschijnlijk zal ook Van De Velde wat hinder van het economische klimaat ondervinden, geen enkel bedrijf zal daaraan kunnen ontsnappen. Het

zijn echter net bedrijven met een degelijk management en een stevige balans die het best uit de crisis zullen komen. De overname van Andres Sarda zal het productengamma in het luxesegment vervolledigen.

Mayr-Melnhof

Mayr-Melnhof is 's werelds grootste producent van karton gebaseerd op gerecycleerd papier en Europees marktleider in vouwkarton. Dit Oostenrijkse bedrijf is sterk verticaal geïntegreerd. Het heeft een sterke positie in Oost-Europa en heeft als belangrijkste klanten de grote multinationale consumentengoederenbedrijven, zoals Nestlé, Unilever en Procter & Gamble. De onderneming is familiaal geleid, men koopt eigen aandelen in en het aandeel noteert goedkoop.

Value Square Fund
Equity World
(ISIN-code:
BE0948331591)
is onder meer te
verkrijgen bij
Value Square
en bij Binckbank.

proberen we objectief in kaart te brengen om een goed beeld te krijgen van elke onderneming.

Nic Van Broekhoven: Een bijkomend element van de insideranalyse is dat ook de bedrijfsleider zelf van zijn onderneming wakker ligt. Hij heeft immers ook een heel belangrijk deel van zijn vermogen in het bedrijf geïnvesteerd. Daardoor heeft hij een grotere affiniteit met het bedrijf, is hij sterk geëngageerd en is zijn belang gelijklopend met dat van de minderheidsaandeelhouders.

Wat is de visie van Value Square op de huidige markten?

Van Broekhoven: We zijn natuurlijk geen macro-economen, maar we stellen vast dat 2008 tot nu toe het slechtste beursjaar is in de afgelopen 100 jaar. Een dergelijke daling is vrij uitzonderlijk, waardoor heel wat aandelen spotgoedkoop noteren.

Maar hoe is het uiteindelijk zover kunnen komen?

Van Broekhoven: Veel mensen waren in de eerste plaats op zoek naar meer rendement met minder risico, wat volgens ons niet mogelijk is. Zo was er bijvoorbeeld op het eerste gezicht aan de producten van Citibank die onderschreven werden door Lehman Brothers geen risico verbonden. Er was echter een hoog risico en geen rendement. Er is een grote angst ontstaan bij de belegger en zelfs bij de spaarder. Dat is iets wat we zelden hebben gezien. We denken dat er heel wat rommelproducten zijn verkocht.

Bovendien wilden de hefboomfondsen in de markt meespelen, wat lijkt op een casino met te veel spelletjes (CDO's en dergelijke). Waarschijnlijk heeft ook geen enkele bankdirecteur de bijhorende voorwaarden gelezen van dergelijke CDO's, want om er één te begrijpen moet je 15.000 pagina's lezen. De banken konden onmogelijk voldoende op de hoogte zijn, wat dan weer voor een onderling wantrouwen zorgde en de kredietmarkten heeft bevroren. Daardoor zijn ook de kredieten van de bedrijven teruggevallen, waardoor heel wat bedrijven met een sterke vertraging te maken krijgen of zelfs bijna volledig stilliggen. We worden de laatste dagen geconfronteerd met een enorme verkoopdruk vanwege de vele hedgefunds. In het derde kwartaal was er in de Verenigde Staten voor zowat 210 miljard USD *outflow* van de hefboomfondsen. Die hedgefunds waren op hun beurt allemaal geleveraged. De SEC, of Amerikaanse beursautoriteit, liet sinds 2004 een hefboom toe van 1 op 40. Voor elke dollar mocht men dus voor 40 dollar schulden aangaan.

Wat mogen we de komende maanden nog verwachten?

Van Broekhoven: De economie zit vandaag in een recessie, maar gaan we werkelijk naar een depressie? Dat we in een recessie zitten, is zeker, maar de timing van het herstel is zeer moeilijk te voorspellen. Die onzekere timing zorgt natuurlijk voor een ongelooflijke angst. De markt verdisconteert nu al heel slechte scenario's.

Millecam: Dat merken we duidelijk aan de VIX-index, of de beleggersangstindex, die de afgelopen weken

historische recordniveaus bereikte. De angst overheerst de markten en de fundamenten zijn van geen tel. Een mooi voorbeeld hiervan was de gekte rond Volkswagen. Iedereen begrijpt dat Volkswagen eind oktober niet 400 miljard euro waard was, maar toch probeert men te verklaren waarom veel andere bedrijven nu ver onder hun boekwaarde noteren.

Van Broekhoven: De markt is extreem afgestraft en is thans een paradijs voor waardebeleggers om goedkope bedrijven te vinden. Ik denk dat het ook sprekend is dat Warren Buffett voor de vierde keer in zijn leven een uitspraak doet over de markten in het algemeen. Bij elke crisis werd gezegd dat Buffett de markten niet heeft begrepen, net als nu. We vinden het echter heel gevaarlijk en pretentief om tegen Buffett

in te gaan. Tenslotte was hij degene die vier jaar geleden de term *Financial Weapons of Mass Destruction* (gestructureerde producten) heeft gebruikt. Ik denk dat nu wel blijkt dat een deel van die uitspraak zich ontplooid heeft. We weten niet of de beurzen al dan niet zullen stijgen volgend jaar, maar we kunnen wel vaststellen dat 90% van de aandelen die we volgen ver onder hun intrinsieke waarde noteren. De gemiddelde koers/boekwaarde van de door Value Square gevolgde aandelen bedraagt slechts 0,75. Die forse onderwaarderingen vormen een uitstekende instapopportunity als u een langetermijnhorizon heeft, wetende dat er nog veel slecht economisch nieuws op komst is, maar dat dit al voor een groot deel in de beurskoersen verdisconteerd is.

Value Square lanceerde recent (1 oktober 2008) een eigen bevek, die wereldwijd in aandelen belegt. Welke strategie heeft u gehanteerd bij de start?



Nic Van Broekhoven

Patrick Millecam



„We hebben zelf onze centen in het fonds belegd en zijn dus sterk gemotiveerd om op lange termijn waarde te creëren.“

Millecam: Omdat we bij de aanvang van het fonds al heel wat koopwaardige aandelen zagen, zijn we eigenlijk vrij vlug beginnen investeren. Toen de beurzen in de week van 6 tot 10 oktober wereldwijd gemiddeld met 20 à 30% kelderden, hebben we de portefeuille quasi volledig belegd. Nadien zijn de beurzen nog verder gedaald, maar recent wat beginnen te herstellen. Op lange termijn zijn er maar weinig goede alternatieven voor aandelenbeleggingen. Bedrijven zijn er om de wereld te doen draaien en rijkdom te creëren. Het fonds wordt actief beheerd, we hebben dagelijks contact met de managers van de bedrijven waarin we investeren én we hebben beiden onze eigen centen in het fonds belegd. We zijn dus sterk gemotiveerd om op lange termijn waarde te creëren. ■

Ken Van Weyenberg