

# PATRICK MILLECAM

## HOOFD ASSET MANAGEMENT VAN VALUE SQUARE

*“Ik probeer tegendraads te zijn, de enige manier om geld te verdienen op de beurs”*

### 1. Wat is volgens u de belangrijkste evolutie van de voorbije twee maanden ?

De laatste twee maanden zijn de markt verder naar beneden gecorrigeerd. Januari 2008 was voor vele indices wereldwijd één van de slechtste maanden van de afgelopen 15 jaar. De BEL20 index noteerde op 22 februari 11,3% lager dan einde 2007. Elke dag werden we geconfronteerd met negatieve berichten. Het slechte nieuws komt hoofdzakelijk uit de Verenigde Staten. De ongebreidelde kredietverstrekking van de afgelopen jaren lijkt nu zijn tol te eisen. De Amerikaanse banken hebben daar grote schuld aan, evenals de vele kleine vastgoed- en kredietmakelaars (die vaak aan strenge controles ontsnappen) die leningen toekenden aan mensen die zich geen eigen huis konden permitteren. Deze categorie ontleners heeft zelfs een eigen naam: *subprime*.

Jammer genoeg kent nu iedereen in de beleggingswereld dit ene woordje. Vooral de financiële aandelen worden hard getroffen. Veel Amerikanen kunnen hun huis niet meer afbetalen, bestaande huizen blijven onverkocht en de waarde van de huizen daalt. Dat alles leidt tot gigantische waardeverminderingen op afgeleide producten zoals CDO's (Collateral Debt Obligation) en ABS (Asset Backed Securities) – vooral als ze *subprime* vastgoed hebben als onderpand. Heel wat grootbanken hebben deze leningen deels van hun balansen gehaald, deze in stukjes gehakt en ze herverpakt in nieuwe producten die een hoger rendement gaven. Omdat zo'n nieuw product uit verschillende stukjes bestond, was dit zagezegd minder risicovol door de zogenaamde betere spreiding. Hierdoor kregen deze producten een hoge(re) kredietwaardigheid. Maar zo werd het Amerikaanse subprimeprobleem een wereldwijd financieel probleem. Zo moesten de laatste weken ettelijke Amerikaanse, Zwitserse, Duitse, Britse, Japanse, Chinese en andere banken miljarden euro's afschrijven op hun investeringen.

Daarbovenop kwam nog het gigantische gat van 4,9 miljard euro dat een trader bij Société Générale sloeg door ongeoorloofde posities in te nemen (lees te speculeren). Jérôme Kerviel stimuleerde hierdoor geenszins het al zwaar gehavende vertrouwen in de banksector.

De laatste weken wordt het almaar duidelijker dat de Amerikaanse economie in een recessie zit. De macro-economische cijfers liegen er niet om. De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft de rente met de hakbijl naar beneden gehaald om de economie nieuwe zuurstof toe te dienen.

De laatste weken wordt het almaar duidelijker dat de Amerikaanse economie in een recessie zit. De macro-economische cijfers liegen er niet om. De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft de rente met de hakbijl naar beneden gehaald om de economie nieuwe zuurstof toe te dienen.

De laatste weken wordt het almaar duidelijker dat de Amerikaanse economie in een recessie zit. De macro-economische cijfers liegen er niet om. De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft de rente met de hakbijl naar beneden gehaald om de economie nieuwe zuurstof toe te dienen.

### 2. Heeft dat uw visie op de verder te verwachten marktevoluitie veranderd?

Over de marktevoluitie op korte termijn kan ik geen uitspraken doen. De markt wordt gedreven door angst en hebzucht. Vandaag overheerst duidelijk de angst. Er is de vrees dat de huizenmarkt de

Elke VFB nieuwsbrief peilt naar de belangrijkste evoluties op de financiële markten bij een beursprofessional. Wat is de essentie van de voorbije twee maanden voor een belegger? Wat is er (niet) veranderd? Waar kijkt de markt naar? Wat krijgt te weinig aandacht van de al dan niet professionele belegger? Hoe ervaart “onze man” (of vrouw) het sentiment en hoe stelt hij zijn portefeuille nu samen? En last, but not least, de favoriete aandelen.

Amerikaanse consumptiebestedingen zal aantasten, dat dit negatieve sentiment ook naar Europa komt, dat de groei in China zal vertragen, enzovoort. Mijn moeder zei me onlangs: “ik heb de tv afgezet, ik zou zelf neerslachtig worden van al die negatieve berichten.” Marktsentiment kan je moeilijk voorspellen. Wat kan het sentiment doen keren?

Bij Value Square houden we ons niet bezig met dagelijks de macro-economische data te analyseren, laat staan deze zelf te

gaan voorspellen. Ik weet zelfs voor mezelf niet wat ik volgend jaar ga uitgeven, wat ik ga verdienen, of ik een vriendin zal vinden (waarvan ik al helemaal niet zal kunnen voorspellen hoeveel ze me zal kosten). Hoe kan ik dat dan in godsnaam voor een land of een werelddeel? We hebben geen glazen bol. Bij Value Square focussen we op de resultaten van de individuele bedrijven.

### 3. Wat zijn volgens ‘de markt’ de sleutelfactoren? Is dit ook uw focus?

De markt zal zich blijven focussen op de subprimecrisis. Een heel belangrijke, zonet de belangrijkste issue in deze problematiek is de verdere evolutie van de obligatieverzekeraars. Deze financiële instellingen – zoals AMBAC, MBIA en FGIC – staan garant voor ingewikkelde financiële constructies zoals CDO's en ABS-en. Het rondje afwaarderingen kan maar gestopt worden als bij deze spelers de stop terug in het bad geduwd wordt. Een mogelijk gevaar is dat deze kredietverbeteraars hun rating verliezen of verlaagd zien. Een oplossing voor deze instellingen is broodnodig, zonet blijft de negatieve spiraal bestaan.

Een aantal grootbanken zit nu rond de tafel om een oplossing te zoeken. Maar als de paniek en de angst het grootst is, dan komt Warren Buffett op de proppen. Hij liet Ajit Jain, de voorzitter van de herverzekeringstak van Berkshire Hathaway, een voorstel doen aan MBIA. Meneer Jain gaf toe dat men zelf niet in staat is de juiste financiële structuur van deze constructies in te schatten, maar dat men wel bereid is MBIA een handje toe te steken.

Berkshire Hathaway zou een deel van de obligatieportefeuille van de Amerikaanse steden en gemeenten willen overnemen. Maar Berkshire wil er wel geld mee verdienen. “We would reinsure MBIA's current municipal bond Insurance portfolio in consideration of a premium payment to us of an amount equal to 150% of the existing unearned premium reserves. ... I recognize that your first reaction may be that this is an excessive premium...”

Verder legde Ajit uit (op twee A4-tjes) dat dit eigenlijk een goedkope manier is voor MBIA om geld te lenen en dat dit in het belang is van de aandeelhouders van MBIA en de houders van de obligaties uitgegeven door de Amerikaanse gemeenten. Verder gaf de topman en mogelijke opvolger van Buffett nog aan dat de deal op 5 dagen kan geklaard worden.



**Patrick Millecam, Value Square. “Ik denk dat de volatiliteit eerst terug omlaag moet vooraleer de beurzen weer duurzaam omhoog kunnen klimmen.”**

Voorlopig kwam er geen reactie en de obligatieverzekeraars bekijken samen met investeringsbanken of ze zichzelf opsplitsen en/of verder kapitaal zullen ophalen (bij onder meer investeerders uit China en het Midden-Oosten). Intussen spint FSA (dochter van Dexia) alsook Berkshire Hathaway (die een eigen kredietverzekeringsmaatschappij heeft opgericht) garen bij de perikelen van hun collega's.

Daarnaast blijft het ook uitkijken naar de jaarresultaten van de bedrijven en dan vooral de financials. De cijfers van met name KBC, ING, FSA, SNS Reaal vallen allemaal redelijk goed mee. Fortis en Crédit Agricole moeten we nog krijgen.

De focus van Value Square ligt vooral in de analyse van de individuele bedrijven. Daarbij zijn de resultaten over het afgelopen boekjaar heel belangrijk. Verder proberen we de polsslag van de bedrijven uit onze Value Square-aandelenlijst te meten door het management aan de tand te voelen over de gang van zaken.

#### 4. Hoe is uw inschatting van het beleggingssentiment? En waar situeert u zichzelf?

Het beleggerssentiment kan ik niet voorspellen, maar wel meten, via de VIX-index. Ik denk dat de volatiliteit eerst terug omlaag moet vooraleer de beurzen weer duurzaam omhoog kunnen klimmen.

De koersschommelingen die we dagelijks te zien krijgen, zijn abnormaal. Is het correct dat een bedrijf op een bepaalde dag om 9u30, 100 euro waard is; om 10u45 maar 95 euro en om 14u24 105 euro? Schommelingen van 5 a 10% intraday kunnen niet blijven duren.

Ik beschouw de beurs als een marktplaats waar ik aandelen

kan kopen die goedkoop noteren en die ik weer kan verkopen als ik er een prijs voor krijg die de intrinsieke waarde benadert of overstijgt. Ik probeer dus contrarian te zijn, de enige manier om geld te verdienen op de beurs.

#### 3 favoriete Belgische aandelen

**KBC Ancora** (62,95 euro) Over het boekjaar 2007 realiseerde de KBC Groep een nettowinst van 3,281 miljard euro. Op onderliggende basis bedroeg de winst 2,938 miljard euro, wat een rendement op eigen vermogen van 18,5% oplevert. De onderliggende nettowinst per aandeel bedroeg 8,47 euro, een stijging van 18% tegenover boekjaar 2006. Het dividend wordt met 14% verhoogd tot bruto 3,78 euro per aandeel. Bij KBC blijft de impact van de subprimecrisis relatief beperkt. De volgende jaren zal Centraal- en Oost-Europa sterker groeien dan de thuismarkt.

Het KBC-aandeel noteert tegen minder dan 10 keer de courante winst en biedt een dividendrendement van 4,6% bruto. We kiezen KBC te bespelen via KBC Ancora, dat met een discount noteert van 38,5%.

**Sofina** (72,15 euro) Sofina heeft de afgelopen decennia een heel mooi trackrecord neergezet met bovengemiddelde returns. Vandaag de dag zijn heel wat aandelen uit de Sofina portefeuille koopwaardig, vandaar onze voorkeur voor deze holding gecontroleerd door de familie Boël. Sofina bezit een hele reeks interessante participaties zoals Suez, Richemont, Colruyt, Danone, SES, Delhaize, Total, enz. U kan al deze bedrijven kopen met een korting van iets meer dan 30%.

**GBL** (77,90 euro) De Zwitserse holding Pargesa versterkte onlangs haar participatie in GBL rond de 77 euro. Ook GBL kocht onlangs aandelen bij op de beurs in de meeste van haar participaties, zoals Lafarge, Suez en Imerys. Het is altijd een extra motivatie en onder-

steuning voor een beleggingsidee als de insiders ook kopen. Bovendien koop je een aantal Europese blue chips met een korting van 30%.

#### 3 favoriete buitenlandse aandelen

**Ganger Rolf** (212 Noorse kroon) Ganger Rolf is een Noorse holding van de familie Olsen. Het belangrijkste actief is de participatie in Fred Olsen Energy, actief in olieboorplatforms. Dit bedrijf profiteert volop van de schaarste aan energie en dan meer bepaald olie. Het evenwicht tussen vraag en aanbod van offshore boorplatformen is nog steeds heel krap, waardoor de vraag naar olieboordiensten hoog zal blijven. De dagtarieven waartegen de boorplatforms verhuurd worden scheren ongeziene toppen. Bovendien zullen deze cashflows aan de aandeelhouders uitgekeerd worden. Via Fred Olsen Renewables profiteert u mee van de boom in de hernieuwbare energiesector. Ganger Rolf noteert met een discount van 34%.

**Jardine Strategic** (15,62 dollar) De Jardinegroep heeft een heel rijk verleden en werd opgericht in 1832 in China door William Jardine en James Matheson. De groep was toen een agent van de East India Company en actief in de handel in opium, thee en andere goederen. Later



werd de groep omgevormd tot de grootste Britse handelsmaatschappij. Jardine Strategic is een ideale play om te profiteren van de groei in Azië. De groep is actief in transport, bouw, restaurants, IT-diensten, engineering, auto- en motordistributie, verzekeringen, vastgoed, voedingsdistributie, hotels, palmolie, enz. Jardine Strategic kan u kopen op de beurs van Singapore en noteert in dollar. De décôte bedraagt 33%.

**Trikona Trinity Capital** (98 pence) Om in te spelen op de groei van de Indische economie is Trikona Trinity Capital ideaal geplaatst. Dit is een vastgoedfonds dat zich focust op Indië. Men is actief in diverse vastgoedprojecten gaande van hotels, residentieel, commercieel vastgoed tot infrastructuurwerken. Het aandeel noteert nog steeds onder de introductieprijs van 100 pence, terwijl de intrinsieke waarde inmiddels met ca. 50% gestegen is tot 144 pence. De beheersvennootschap verhoogt de laatste weken stelselmatig haar belang in deze vastgoedmaatschappij genoteerd op de beurs van Londen.

Jan Reyns

Analist VFB

Redactie 24 februari 2007