



ANALYSE
PATRICK MILLECUM
GEDELEGEERD BESTUURDER
VAN VALUE SQUARE

Er noteren meer dan 35.000 ondernemingen op de diverse beurzen wereldwijd. Een kat vindt er haar jongen niet in terug. Deze handleiding helpt u in die gigantische vijver 'value'- of waarde aandelen naar boven te halen.



De intrinsieke waarde van een bedrijf is niet gelijk aan de boekwaarde. Anders zouden we onder andere het aandeel van de lingeriefabrikant Van de Velde op 'verkoop' moeten zetten.

© SVH

Wereldwijd zoeken naar waarde aandelen

Financieel-economische crisis scheidt opportuniteiten voor langetermijnbeleggers

Wekelijks berekenen we het opwaartse potentieel van alle aandelen die we opvolgen. In de periode van oktober 2008 tot maart 2009 bedroeg het opwaartse potentieel gemiddeld 80 à 100 procent. Door van alle aandelen de intrinsieke waarde te berekenen en die te vergelijken met de beurskoersen bekom je het potentieel. We hadden toen dus berekend dat de beurskoersen ongeveer op de helft van hun faire waarde stonden. Het waren dus echt solden. In maart 2009 was elke belegger die aandelen kocht een 'value'-belegger. Je kreeg waar voor je geld. De aandelen die toen verhandeld werden, gingen over van de zwakke handen (verkopers) naar de sterke handen (kopers). En waardebeleggers met een langetermijnhorizon geven hun goedkope aandelen dan niet direct meer af, waardoor de basis gelegd werd voor de sterke beurscrisis sindsdien.

Het verschil tussen de intrinsieke waarde en de beurskoers is de 'veiligheidsmarge'. Dat concept kwam ruim aan bod in de bijbel van het waardebeleggen: 'Security Analysis', geschreven na de grote crash in 1934 door Benjamin Graham en David Dodd. De meeste beleggers vergeten vaak het onderscheid te maken tussen de beurskoers en de intrinsieke waarde. Als je iets dat 100 euro waard is kan kopen voor 50 euro, dan heb je 'value for money'.

NIET EFFICIËNT

Volgens Warren Buffett is de markt niet efficiënt. Daarmee gaat de Amerikaanse superbelegger in tegen de aanhangers van de efficiëntemarktheorie. Die theorie stelt dat er zoveel slimme analisten en beleggers zijn die beschikken over een karrenvracht aan informatie, dat de markt goed geïnformeerd is en de prijzen dus op elk moment de juiste waarde weergeven van de onderliggende activa.

Volgens Buffett kan je de markt systematisch kloppen door de principes van Graham te volgen.

Wij zijn ook aanhangers van Benjamin Graham en Warren Buffett. Daarom hebben we onze bedrijfsnaam Value Square gekozen. We willen toegevoegde waarde creëren op lange termijn. We proberen niet alleen oog te hebben voor het opwaartse potentieel, maar ook voor het neerwaartse risico. We doen enkel aan fundamentele analyse. We analyseren de jaarverslagen en stoppen veel cijfers in een waarderingmodel om op een conservatieve manier een intrinsieke waarde te berekenen. We proberen inzicht te krijgen in de onderliggende aard van de activiteiten van elke onderneming door die te bezoeken en het management regelmatig op de rooster te leggen.

We doen niet aan technische analyse en kopen geen aandelen omdat het volgens sommige experts ideaal is aandelen te kopen op een maandag of in de maand juli of in een verkiezingsjaar of omdat een aandeel net door zijn weerstandsniveau is gestegen. Als de beurskoers van een aandeel fors daalt of op en neer beweegt, dan is de 'beta'-coëfficiënt een weergave van het risico van een aandeel. En volgens 'experts' is het risico dan groter geworden als

De financieel-economische crisis heeft ook waarde aandelen in dezelfde golf weggespoeld als alle andere aandelen.

een aandeel net fors is gedaald. Onze contraire visie zegt dan eerder dat dat risico in de beurskoers is ingeprijsd. De belangrijkste leidraad bij het selecteren van aandelen is dus de veiligheidsmarge. Koop voldoende goedkoop, dan ben je beter beschermd tegen dalende beurskoersen of ander fundamenteel onweer.

De grootste financieel-economische crisis sinds de jaren 30 heeft echter ook aandelen met 'value'-kenmerken in dezelfde golf weggespoeld als alle andere aandelen. Daardoor kan de periode oktober 2008 tot maart 2009 als heel uitzonderlijk bestempeld worden. Ook heel wat van onze waarde aandelen doken de dieperik in. Ve

hedgefondsen en de met schulden beladen banken moesten hun aandelenposities verplicht verkopen omdat ze geen herfinanciering kregen of omdat klanten cash van de rekeningen haalden of omdat ze hadden belegd in CDO's, hervestingspakketten.

Door de koersstijging van de afgelopen maanden is de veiligheidsmarge wat afgenomen. Het is logisch dat als de prijzen stijgen er minder koopjes zijn. De MSCI Wereldindex (in euro) staat ongeveer

Value'-gehalte gemeten per land			
	% aandelen onder netto vlottende actiefwaarde	% aandelen onder de boekwaarde	
1	Servië	51,8%	50,0%
2	Tsjechië	33,3%	44,4%
3	Japan	9,9%	67,9%
4	Roemenië	9,6%	70,6%
5	India	8,2%	32,6%
6	Singapore	7,8%	51,8%
7	Maleisië	7,3%	66,1%
8	Turkije	7,1%	29,3%
9	Thailand	5,2%	51,5%
10	VS	5,2%	24,2%
11	Bulgarije	4,5%	72,5%
12	Frankrijk	4,5%	36,9%
13	Indonesië	4,4%	44,5%
14	Hongkong	4,4%	40,6%
15	België	4,4%	36,3%
16	Israël	3,9%	41,1%
17	Denemarken	3,8%	45,2%
18	Canada	3,8%	39,4%
19	VK	3,6%	41,7%
20	Rusland	3,5%	48,1%
21	Zuid-Korea	3,0%	53,1%
22	Duitsland	3,0%	40,4%
23	Zuid-Afrika	3,0%	39,4%
24	Australië	0,6%	40,9%
25	Taiwan	0,5%	25,6%

47 procent hoger dan het dieptepunt op 9 maart 2009; toen noteerden bijna alle aandelen in de hele wereld aan gemiddeld één keer de boekwaarde. Vandaag is dat niet meer het geval. We moeten harder zoeken en dus meer aan 'stockpick-

king' doen. Maar de vijver om in te vissen is heel groot. En er zal op elk moment wel ergens in de wereld een regio zijn die goedkoop noteert en waar 'waarde' te vinden is.

TWEE RATIO'S

Om een aandeel te waarderen gebruiken we uiteraard niet enkel de boekwaarde. De waarde van een aandeel is gelijk aan de toekomstige vrije kasstromen verdiscontoeerd naar vandaag. Omdat we onmogelijk alle 35.000 ondernemingen in detail kunnen analyseren, screenen we de wereld op basis van twee ratio's. We vergelijken de koers enerzijds met de boekwaarde, de boekhoudkundige waarde bekomen door het eigen vermogen

te delen door het aantal aandelen, en anderzijds met de vlottende nettoactiefwaarde, die een ruwe indicatie kan geven van de liquidatiewaarde van een onderneming. Indien een bedrijf zou beslissen de activiteiten te stoppen, moet ze de activa verkopen. Vaak is er dan weinig tijd om te wachten tot het ideale verkoopmoment zich aandient. Eén ding is zeker: de schulden op de balans staan aan de juiste waarde ingeboekt. Een minder zekere

waarde is de activakant. Voorraden en vaste activa, zoals gebouwen, kunnen te hoog gewaardeerd staan in de boeken. De netto vlottende actiefwaarde wordt bekomen door van de vlottende activa (voorraden, vorderingen, geldbeleggingen en cash) alle schulden af te trekken. Eigenlijk kan je dat ook het netto werkkapitaal noemen.

MINIMUMWAARDE

Volgens Graham is het netto werkkapitaal een goede graadmeter van de liquidatiewaarde. Dat is een absolute minimumwaarde. Het is zelfs een belachelijke waarde waartegen normaal geen enkele redelijke persoon zou verkopen, omdat ze geen rekening houdt met enige waarde van gebouwen, machines, rollend materieel en dergelijke. Toch noteren heel wat beursgenoteerde ondernemingen onder die minimumwaarde. Als een grote groep aandelen op een markt onder hun netto vlottende activawaarde noteren, dan is dat onlogisch. Ofwel beoordeelt de 'markt' de waarde totaal verkeerd, ofwel voert het management een zeer ernstige waardevernietigende strategie.

Op elk moment is er wel ergens in de wereld een regio die goedkoop noteert en waar 'waarde' te vinden is.

Om markten of beurzen op te sporen die sterk ondergewaardeerd zijn, rangschikten we de wereld op de ratio koers/Het percentage aandelen die onder de netto vlottende boekwaarde noteren tegenover het totale aantal beursgenoteerde aandelen in een bepaald land nemen we als maatstaf om te oordelen of een markt goedkoop noteert en er dus hoogstwaarschijnlijk 'value' te vinden is. Hoe hoger dat percentage, hoe negatiever beleggers zijn en hoe groter de kans om aandelen te vinden met een grote veiligheidsmarge.

In de tabel ziet u dat Servië heel hoog scoort. Meer dan 50 procent van de aandelen noteert onder de netto vlottende actiefwaarde. De koers/boekwaarde geeft eenzelfde beeld. Loop echter niet direct naar uw vermogensbeheerder of beursmakelaar, want de Servische beurs is uiterst illiquide. Behalve Servië zijn er nog tal van andere Oost-Europese landen waar veel aandelen aan depressieve beurskoersen noteren, zoals Tsjechië, Roemenië en Bulgarije.

JAPAN

De grote economische macht Japan staat op de derde plaats in de rangschikking. Het land zit al 20 jaar in een berenmarkt en Japanse aandelen noteren vandaag aan gemiddeld 1,1 keer de boekwaarde. 9,9 procent van de aandelen noteert er spotgoedkoop, al hebben die vaak een kleine beurskapitalisatie. 67,9 procent van de aandelen noteert onder de boekwaarde. De rendabiliteit van vele Japanse ondernemingen laat evenwel te wensen over. Dat heeft vermoedelijk alles te maken met het feit dat de balansen van vele Japanse bedrijven kerngezond zijn. Ze hebben nauwelijks langetermijnschulden en bulken van de cash. Maar is het niet begrijpelijk dat Japanners risicoavers geworden zijn na 20 jaar berenmarkt? Zeer opvallend bovendien in het lijstje zijn groeilanden zoals India, Singapore, Maleisië en Turkije. 7 à 8 procent van de beursgenoteerde aandelen noteren er onder hun nettowerkkapitaal.

Laat er echter geen misverstand over bestaan: onze intrinsiekewaardeberekening verschilt van de boekwaarde. Als die gelijk zou zijn, zouden we een sterk verkoopadvies moeten geven voor de lingeriefabrikant Van de Velde en de supermarktgroep Colruyt. Die rendabele ondernemingen behalen hoger dan gemiddelde rendementen op hun eigen vermogen en zijn dus een pak meer waard dan hun boekwaarde. We gaan er wel van uit dat als een bepaalde markt of beurs van land goedkoop noteert op basis van de twee bovenstaande screenings, dat we daar ook de lokale Van de Veldes en de Colruyts goedkoop zullen kunnen kopen. Maar dat is voor diepgaandere bottom-upanalyses. De resultaten van die screenings moeten bovendien steeds gecombineerd worden met de landenkwaliteitsindex. We gaan alvast deze maand op zoek naar waarde aandelen naar India, een land dat hoog scoort op de Value Square-landenkwaliteitsindex.

DE WEEK VOLGENS

JAN LONGEVAL

Het is zoals met Lehman: bankroet PIGS-land is veel duurder dan redding

Is een Europese tussenkomst voldoende om de markten gerust te stellen dat Griekenland zijn schulden zal aflossen? Worden andere Zuid-Europese landen niet te snel op dezelfde hoop goegoid als de Grieken?

Jan Longeval: 'De markt wil daadkrachtige en onmiddellijke actie. Gezien de weerstand tegen verandering in het licht ontvlambare Griekenland, is het onwaarschijnlijk dat dergelijke actie uit die hoek zal komen. Europa zal ongetwijfeld in de bres springen om het gat te dichten. De PIGS (Portugal, Italië, Griekenland en Spanje) zijn immers als de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers. Men beseft dat de kostprijs van het omvallen van één PIGS-land een veelvoud is van de kostprijs van de redding ervan. Zolang het echter bij ronkende verklaringen blijft, zullen de markten de PIGS blijven testen, niet geheel zonder reden.'

'De situatie in Griekenland, met een begrotingstekort van 16 procent, is weliswaar erger dan die in

de andere Zuid-Europese landen, maar Portugal heeft tevens af te rekenen met een dubbel deficit. Daardoor is het afhankelijk van buitenlandse financiers. Bovendien heeft Portugal, net als Griekenland, weinig economische draagkracht.'

'Spanje heeft een grotere economische en politieke weerbaarheid, maar kreunt onder de imploisie van zijn vastgoedzeepbel, die, o tempora o mores, nog onvoldoende is gereflecteerd in de officiële statistieken van de Spaanse centrale bank. Volgens die laatste zouden de vastgoedprijzen slechts met 10 procent zijn teruggevallen, een

lachertje. Italië staat er, mede dankzij het succes van de fiscale amnestie, relatief goed voor.'

Sinds Nieuwjaar tekenen enkel Bel20'ers met een defensief profiel (Telenet, Belgacom, enz.) winst op. Raadt u beleggers aan 'defensief' te gaan?

Longeval: 'Zolang de perikelen met de Zuid-Europese begrotingen niet van de baan zijn, zullen de markten zeer volatiel blijven, zodat een meer defensieve houding aangewezen lijkt. Tenzelfdertijd is in deze fase defensief gaan ook een risico. Het zou ten eerste rijkelijk

laat zijn. Een defensieve politiek wordt beter toegepast wanneer er niets aan de hand lijkt te zijn. Ten tweede zijn de aandelenmarkten goedkoop en zijn de huidige perikelen slechts tijdelijk. Defensief gaan, zij het door te opteren voor aandelen met een defensief profiel of door de aandelenmarkt te verlaten, is dus enkel aangewezen voor beleggers met een 'trader'-profiel. Daarenboven kan de koersvorming in deze markten, die gedomineerd worden door speculanten, bizarre vormen aannemen. Sommige defensieve Belgische aandelen hebben het dit jaar weliswaar goed gedaan, maar de Europese

beursindexen voor sectoren als telecom, farma en nutsbedrijven zijn even sterk gedaald als de cyclische sectoren.'

De euro verloor sinds zijn piekje in november 9 procent tegenover de dollar. Waaraan ligt dat? Is de terugval een argument om posities in export aandelen op te voeren?

Longeval: 'Hoewel we dit in Europa niet graag horen, blijft in barre tijden de dollar zijn status behouden van veilige haven. Stijgt de risicoaversie, dan stijgt de dollar en vice versa. De recente stijging tegenover de euro is een rechtstreeks gevolg van de Griekse tragedie, die de geloofwaardigheid van de Europese Monetaire Unie hypothekeert.'

'Naarmate het PIGS-probleem wordt opgelost, zal de dollar weer wat terrein verliezen, maar zonder terug te vallen tot zijn recentste laagste niveau. Het imago van de Europese muntunie is aangetast en de dollar staat op het huidige ni-

veau rond zijn koopkrachtpariteit tegenover de euro. Europese export aandelen kunnen dus wat profiteren van de zwakte van de euro, maar ze krijgen wellicht ook af te rekenen met de keerzijde van de medaille, namelijk een tragere economische groei in de thuismarkt, die inspanningen moet leveren om de PIGS uit de modder te halen.'

De Post maakte bekend dat ze klaar is voor een beursgang. Net als bij het Gentse chemiebedrijf Taminco staat CVC klaar om te verkopen. Heeft een IPO van De Post meer slaagkansen? Longeval: 'De beursgang van Taminco, actief in een sector met een cyclisch imago, werd gekeldderd door het slechte beursklimaat. Daarenboven is of was Taminco onbekend bij het grote publiek en spreken alkylamines weinig tot de verbeelding. De Post heeft het voordeel dat ze haar defensieve karakter kan uitspelen en de naam en de activiteit wel bekend zijn bij het grote publiek.' DW



Elke week laten we een expert de financieel-economische actualiteit commentariëren. Dit keer is dat Jan Longeval, directielid van Bank Degroof.