

DE TIJD | de essentie

15/03/2005

'Ik zoek in de kranten steeds het slechte nieuws op'

(tijd) - 'Hypes negeren is niet altijd even gemakkelijk. Als tegendraadse belegger moet je steeds tegen de natuur ingaan. Een normaal mens koopt bij goed nieuws, ik bij slecht nieuws.' Dat zegt Ivan Nyssen, beheerder van het beleggingsfonds Contrarian Equities @ Work van de onafhankelijke Brusselse vermogensbeheerder Capital @ Work. Nyssen sleepte met zijn tegendraadse beleggingsstrategie onlangs de Tijd Award voor het beste internationale aandelenfonds in de wacht.

Tegendraads is het sleutelwoord in de strategie van uw aandelenfonds, Contrarian Equities. Waaruit bestaat die strategie precies?

Ivan Nyssen: 'Tegendraads wil zeggen dat we investeren in bedrijven die om een of andere reden bij beleggers uit de gratie zijn. Bedrijven die uit de gratie zijn, noteren goedkoop. En voor elke langetermijnbelegger is goedkoop in een aandeel stappen essentieel. De aankoopprijs is cruciaal voor het langetermijnrendement op een aandeel.'

'Bijgevolg zoek ik als tegendraadse belegger in de kranten steeds het slechte nieuws op. Een slecht presterende beurskoers kan het gevolg zijn van slechte 'fundamentals' bij een onderneming, maar minstens even vaak gaat het gewoon om een perceptie in de markt. Een voorbeeld is InBev. De brouwer sleurt al jaren de perceptie mee dure overnames te doen. Dat beeld klopt volgens mij niet. Zo was de fusie van Interbrew met het Braziliaanse AmBev een meesterzet. Vorige maand tuimelde het aandeel in één dag 5 procent door onrust over een winstverwatering in 2005 door een hoger aantal uitstaande aandelen. Dat was echter volledig perceptie, want fundamenteel was er niets aan de hand. Bijgevolg hebben we die dag aandelen InBev bijgekocht.'

Verguisde aandelen

'InBev is een van de aandelen die we al een drietal jaar in portefeuille hebben, net als bijvoorbeeld ook de Franse bouwgroep Vinci en de Amerikaanse telecom- en mediagroep Comcast. Wij zijn niet bang aandelen lang in portefeuille te houden, zeker niet omdat het vaak een hele tijd duurt eer verguisde aandelen weer in de gratie komen. Gemiddeld 'verversen' we jaarlijks slechts 25 procent van onze portefeuille, wat zeer weinig is. Te veel vermogensbeheerders hebben de indruk dat een dag waarop ze geen enkele beursorder hebben doorgegeven, een verloren dag is. Het is zaak niet toe te geven aan de druk 'iets' te moeten doen.'

Welke criteria zijn voor u het belangrijkste bij de aandelenanalyse?

Nyssen: 'Om te bepalen of een aandeel goedkoop is, zweren we bij een zeer gedisciplineerde aanpak. Wij kijken vooral naar twee begrippen, de vrije kasstroom en de zogenaamde enterprise value. Die enterprise value (EV) is de beurskapitalisatie plus de uitstaande schulden minus de cash.'

EV meet bijgevolg de eigenlijke economische waarde van een bedrijf ongeacht de financieringsvorm, via aandelen of via schulden. Het grote voordeel is dat je via EV meteen ook een goed idee hebt van de schuldgraad van een bedrijf. Je staat er soms verbaasd van hoeveel fondsbeheerders nauwelijks een idee hebben van de schuldenlast van de ondernemingen waarin ze beleggen.'

'De vrije kasstroom is een goede indicator voor de onderliggende gang van zaken bij een bedrijf. De kasstroom is moeilijker te manipuleren dan de nettowinst, die een boekhoudkundig begrip is zonder veel voeling met de realiteit. De kasstroom is ook neutraler ten opzichte van verschillen in de nationale boekhoudstandaarden, die lager op de resultatenrekening grote verschillen tussen bedrijven kunnen veroorzaken. Ten slotte zie je in de vrije kasstroom meer dan in de nettowinst duidelijk de hand van het management: goed of slecht beheer zie je in de evolutie van de kasstroom. Ook de mogelijkheden die het management heeft, bijvoorbeeld voor overnames of uitkering van cash aan de aandeelhouders, vallen snel uit de vrije kasstroom af te lezen.'

Databank

'We houden een databank bij van 300 bedrijven over heel de wereld die een hoge vrije kasstroom genereren. Daaruit halen we voor ons fonds een 50-tal ondernemingen die een hoge kasstroom combineren met een lage waardering. Een referentie-index hanteren we niet. We zijn volledig vrij om zelf onze aandelselectie te doen, anders zouden we niet tegendraads kunnen beleggen. Dat levert goede resultaten op: sinds de start van het fonds op 1 september 1998 halen we een gemiddeld jaarlijks rendement van 10,8 procent.'

'Verkopen doen we als ons koersdoel bereikt is. Dat doen we echter niet altijd door een positie gewoon af te bouwen. Recentelijk hebben we bijvoorbeeld als dekking tegen een terugval callopties geschreven op aandelen als TUI en Merck. Dat kan vreemd klinken, aangezien de volatiliteit van de meeste indexen tot het laagste peil in meerdere decennia is gezakt. Op veel individuele aandelen is de volatiliteit door forse koersschommelingen juist heel hoog en zijn de optiepremies bijgevolg zeer interessant. Zwaar afgestrafte farmacieaandelen als Pfizer en Merck zijn treffende voorbeelden.'

Hoe moeilijk is het om als tegendraadse belegger hypes te negeren, zoals technologie in 1999?

Nyssen: 'Doordat we alleen in goedkoop gewaardeerde aandelen willen beleggen, zaten we in 1999 helemaal niet in technologie. Ik geef toe dat dat een moeilijke periode was. Ik kreeg vaak het verwijt er niets van te begrijpen. Dat is ook de reden waarom tegendraads beleggen zo moeilijk is. Een normale mens koopt een aandeel bij goed nieuws, je moet al een beetje vreemd zijn om te kopen bij slecht nieuws. Onlangs hebben we een deel van onze belangen in olieaandelen als ENI en Total verminderd, omdat olie stilaan ook een hype is geworden.'

'2000 was voor een tegendraadse belegger overigens een unieke opportuniteit. Omdat iedereen alleen de nieuwe economie moest hebben, was de 'oude' economie nog nooit zo goedkoop gewaardeerd als toen. Idem voor de cyclische aandelen begin 2003. Koopgelegenheden als in 2000 zullen zich de volgende twee generaties niet meer voordoen, vrees ik. Die enorme divergentie in waardering leverde ons in 2001 een rendement van 23,8 procent op, tegenover een negatief rendement van 11,5 procent voor de MSCI World. Dat was uniek. Nu zijn de waarderingen voor een groot deel gelijkgeschakeld. Vorig jaar presteerden we met een return van 9 procent 2 procentpunt beter dan de MSCI World. Als ik dat elk jaar kan doen, ben ik al enorm tevreden.'

Ziet u nog veel potentieel in aandelen, na de sterke stijging sinds het dieptepunt begin 2003?

Nyssen: 'In drie sectoren zien we nog veel mogelijkheden. Het gaat om media, bedrijven als Comcast en Lagardère, financiële diensten, bijvoorbeeld Axa en Swiss Re, en de industriële sector, waar we onder meer in Vinci, Siemens, Manitou en Saint-Gobain investeren.'

'In het algemeen ben ik er rotsvast van overtuigd dat aandelen dit jaar het veel beter zullen doen obligaties. Het is mij een raadsel waarom beleggers niet meer aandelen kopen. Terwijl het rendement op staatspapier het laagste niveau in vijftig jaar heeft bereikt, bieden bedrijven het hoogste dividendrendement en de laagste schuldgraad in jaren. Zeker institutionele beleggers zijn duidelijk nog altijd de kater van vier jaar beursmalaise niet vergeten en zijn niet geneigd een groot deel van hun portefeuille in aandelen te beleggen. Maar eigenlijk is dat goed nieuws. Als tegendraadse belegger zal ik mij pas zorgen beginnen te maken als iedereen weer volop in aandelen gelooft.'

Kurt Vansteeland

01:00 - 15/03/2005
Copyright © De TIJD