

● PAPER VAN DE MAAND

O die onzekerheid

Hierzo, een kluit voor de economische denkers: het Amerikaanse bruto binnenlands product (bbp), een brede maatstaf voor de economische activiteit, herstelde veel vlotter van de 2008-crisis dan de privé-investeringen. Nochtans zaten de bedrijven in de voorbije jaren op enorme cashbergen en realiseerden ze recordwinsten. Hoe komt dat? Het raadsel geldt in mindere mate trouwens ook voor Europese bedrijven.

Mogelijke redenen zijn de hoge vennootschapsbelastingen, al maar meer regulitis, die bizarre monetaire politiek en de opkomst van concurrenten uit landen als China, India en Mexico (voor nóg meer mogelijke oorzaken, zie pagina 1).

Dat zal allemaal wel. Maar allicht de belangrijkste reden zit in het hoofd: onzekerheid. Allicht, welteverstaan, want hoe meet je zo iets als 'onzekerheid'? Drie Amerikaanse vorsers doen het sinds 2013. Ze bedachten een 'economic policy uncertainty'-index op basis van aantallen persartikels die onzekerheid over economisch beleid suggereerden.

De index en de bijhorende grafieken zijn te vinden op www.policyuncertainty.com. In Europa bleef de index sinds 2008 op een relatief hoog peil. In de VS viel die intussen weliswaar terug, maar hij koerst nog steeds vier keer hoger dan in de jaren 50 en 60.

Blijkbaar loopt de onzekerheid parallel met de bemoeizucht van de overheid. Tegelijk gaat die onzekerheid hand in hand met de aanwervings- en investeringsappetijt van de privébedrijven. Kunnen we daaruit besluiten: hoe groter de impact van de overheid, hoe minder zin voor initiatief van de ondernemers?

Scott Baker, Nicholas Bloom, Steven Davis - 'Measuring Economic Policy Uncertainty' - Stanford/Chicago - 2013

● ECHT WAAR?

'De achterblijvers zullen superieur presteren'

DE BEWERING

De beste manier om te 'meten' of een beurskoers in het voorbije decennium is achtergebleven op de evolutie van de fundamentele waarde van een bedrijf, is de huidige verhouding koers/boekwaarde (k/b) te vergelijken met de k/b van 10 jaar geleden.

Denk maar niet dat alle beweringen kloppen... behalve die van dit magazine?

De achterblijvers	k/b'04	k/b nu
Mobistar	5,91	2,56
Colruyt	6,41	3,62
CMB	2,48	0,54
Belgacom	5,02	3,73
Euronav	2,51	1,31
Roularta	2,45	1,30
Ageas	1,67	0,72
Sipef	1,87	0,97
Barco	2,11	1,27
Solvay	2,32	1,57

De vooruitlopers	k/b'04	k/b nu
Kinepolis	2,36	8,58
IBA	0,81	6,06
Melexis	7,09	10,58
AB InBev	1,20	4,14
Lotus Bakeries	2,61	4,83
Van de Velde	3,14	5,16
Tessenderlo	1,04	2,98
Jensen	0,50	2,29
Agfa-Gevaert	2,72	4,42
Umicore	1,23	2,85

WIE BEWEERT DAT?

Ikzelf. Op basis van de uitstekende studie van Patrick Millecam, de aandelenexpert bij Value Square. Millecam berekent jaarlijks de fundamentele waardecreatie over de voorbije tien jaar, door de stijging van de boekwaarde per aandeel te meten, vermeerderd met de in die periode uitgekeerde nettodividenden en gecorrigeerd voor kapitaalverhogingen aan prijzen boven de boekwaarde. Voor het tweede jaar op rij voert Texaf Millecams 'Value Creation'-ranglijst aan. Sipef is tweede, EVS derde.

TEXAF KOPEN, DAN?

Neen. De studie van Millecam staat bewust los van de beurskoersen. 'De beurskoers wordt immers niet bepaald door het management, maar door de psychologie van de markt. Mister Market is hier de onderhandelaar', zegt hij. Millecam focust op de fundamentele waarde die het bedrijf zelf creëert.

HOE MOET IK DAT VERSCHIL BEGRIJPEN?

Texafs beurswaarde steeg sinds 2004 nóg forser dan zijn fundamentele waarde, waardoor de k/b vandaag hoger is dan toen (1,80 tegenover 1,53). Beleggers betalen dus relatief meer voor de billijke waarde dan in 2004. Bij Sipef, het nummer 2 inzake waardecreatie, is dat allerminst het geval. Diens fundamentele waarde steeg volgens Millecams berekeningen met 778% sinds 2004, zijn beurswaarde met 'slechts' 347%.

Daardoor zakte Sipefs k/b in de voorbije tien jaar van 1,87 naar 0,97. Interessant: een k/b van minder dan 1 geeft aan dat de beurs (onze Mr.Market) minder wil betalen dan wat het bedrijf volgens de boekhouding waard is. Dat suggereert een wantrouwen, hetgeen bij Sipef allicht te wijten is aan de nu al 5 jaar dalende prijzen voor palmolie, Sipefs sterproduct.

VOOR WIE WIL MISTER MARKET VANDAAG FORS BETALEN?

De lijst van 'vooruitlopers' bevat niet toevallig vooral de sterren van het moment: bedrijven die veel waarde creëren en nog meer vertrouwen krijgen van de markt.

WAT HEBBEN WE HIER ALLEMAAL AAN?

Veel! We verwachten namelijk dat de tien 'achterblijvers' als groep over de lange termijn beter zullen presteren dan de tien 'vooruitlopers'. Een jaar is wat weinig voor conclusies, maar we nemen in mei 2016 in elk geval een eerste proef op de som.