

## Visie op een nieuw beursjaar

Tenzij er op de valreep nog een grote aanslag plaats vindt wordt 2003 een redelijk positief beursjaar. De AEX index is weliswaar per saldo weinig veranderd in 12 maanden tijd, vanaf het dieptepunt staan we in ieder geval ruim 100 punten hoger. Uiteraard een schrale troost in vergelijking met de rendementen die beleggers in andere Europese landen en aan de overkant van de oceaan konden realiseren. Vooral in de Verenigde Staten lijken onder aanvoering van de technologie en internetfondsen alle seinen weer op groen te staan.

Toch zitten er “weeffouten” in het Amerikaanse herstelverhaal. Ja, het bruto binnenlands product neemt toe en producenten durven weer vooruit te kijken en zelfs aan investeren te denken. Consumenten kijken echter de kat uit de boom. Afgeschrikt door de situatie op de arbeidsmarkt blijft het vertrouwen voorsnog laag en is er terughoudendheid bij het doen van grote aankopen. Hoewel de arbeidsmarkt in de VS veel flexibeler is dan in Europa lijkt het erop dat zowel cyclus als dynamiek de aanbodzijde van de economie niet kan volgen.

Een ander fundamentele keerzijde van het groeiscenario is de financiering daarvan. Amerika leeft in toenemende mate op de pof. De overheid pompt miljarden in de economie zonder dat deze gedekt worden door (belasting)inkomsten en exportopbrengsten. Het “twin deficit”, forse tekorten op begroting en handelsbalans, heeft het vertrouwen in de dollar op een historisch dieptepunt gezet. Zo kan het gebeuren dat in een constellatie van positieve macro-economische en geopolitieke berichten er 1,24 dollar voor een euro moet worden betaald.

Hier en daar wordt betoogd dat de val van de dollar een probleem van het afgelopen jaar is en dat 2004 juist herstel kan inluiden voor de “dollarkeizers”. Ik heb mijn twijfels, fundamentals die hebben geleid tot deze koers zijn immers niet veranderd. Daarbij komt, de dollarkoers van vandaag is de omzet van morgen. Met andere woorden, zelfs bij een status-quo wordt in de komende kwartaalcijferseizoenen de rekening gepresenteerd. Dat geldt overigens niet alleen voor de bekende namen uit de AEX index maar ook voor fondsen als ASMI, Besi, Boskalis, CSM en Draka, aandelen die veel getipt worden voor het nieuwe beursjaar.

Behalve aandelen met een te hoge dollarexposure is het eveneens oppassen geblazen in de technologiesector. Probleem daar is dat het herstelscenario al dusdanig in de koersen is verdisconteerd dat waarderingen in geen verhouding meer staan tot behaalde resultaten en vooruitzichten. De heren analisten bij NOVA zetten een fonds als Philips in de top 5 vanwege de mooie vooruitzichten. Leuk voor aandeelhouders die in 2002 zijn ingestapt, maar met een koerswinst verhouding van bijna 60 hebben nieuwe beleggers er niets meer te zoeken.

Toch blijven we ook volgend jaar nog genoeg interessante sectoren en fondsen over. De oliesector bijvoorbeeld heeft een teleurstellend jaar achter de rug. Verwacht mag echter worden dat afnemende voorraden in de VS en aanhoudende geopolitieke instabiliteit in het Midden-Oosten een bodem leggen onder de huidige (hoge) olieprijs. Koninklijke Olie biedt bovendien een aantrekkelijk dividendrendement en is ondergewaardeerd t.o.v. veel sectorgenoten. Met een koerswinst verhouding van 12 is het neerwaartse risico beperkt.

Een andere kansrijke sector: financiële instellingen. Banken en verzekeraars zijn in 2003 fors achtergebleven, hoofdzakelijk door onrust op aandelenmarkten en slechte leningen. Kostenbesparingen, efficiencyverbeteringen, consolidatie, lagere kredietverliezen en een minder volatiele beurs moet tot herstel leiden. Sectorfavorieten Fortis en ING combineren een koerswinst verhouding van rond de 10 (!) met een dividendrendement van ruim 5%. Vanwege het dollarrisico heb ik een licht voorkeur voor Fortis, al is de productenmix van ING sterker.

Er zijn meer aantrekkelijk gewaardeerde fondsen binnen de AEX. Unilever is het afgelopen jaar terecht afgestraft na het meerdere malen afgeven van onbetrouwbare prognoses over de zgn. "leidende merken". Maar past daar een koerswinst verhouding bij van 13, vergelijkbaar met bijvoorbeeld Grolsch en Nutreco? Ik denk van niet. Toegegeven, er is met Bestfoods een dollarexposure wat de omzet betreft maar ingekocht wordt eveneens in dollars. Andere interessante (en niet te dure) hoofdfondsen zijn DSM en TPG.

Ook de Midkap en lokale markt bieden kansen. In de detacheringsector is het denk ik te laat nu nog Randstad of Vedior op te pikken maar een fonds als United Services Group mag met een koerswinst verhouding van 10 niet ontbreken in een breed gespreide portefeuille. De bouwsector kan in 2004 wel eens voor een "turnaround" zorgen. De cyclische kantorenmarkt blijft zwak, echter grote infrastructurele projecten bieden voldoende compensatie. Veel fondsen zijn thans voor een appel en een ei te koop, mooie kansen voor de langere termijn.

Versatel, een parel uit de lokale markt zal waarschijnlijk promoveren naar de AEX index. Het fonds heeft alle mogelijkheden om haar marktaandeel in Nederland en Duitsland fors te laten groeien. Omzet en EBITDA groei kunnen zeker gecontinueerd worden. Versatel heeft ruim voldoende opwaarts potentieel gezien de EBITDA en free cashflow verwachtingen voor de komende jaren. Voeg daar een ijzersterke balans met een solvabiliteit van 60% aan toe.

Welke fondsen u ook kiest, beleggen begint met het formuleren van doelstellingen waarin naast rendement ook risico en tijd een belangrijke rol spelen. Verder is het natuurlijk van belang niet alleen naar resultaten uit het verleden en (macro) verwachtingen te kijken maar ook oog te hebben voor kwaliteit van management, marktposities en balansverhoudingen. Geopolitieke ontwikkelingen zullen bovendien een steeds grotere plaats opeisen. Ik wens alle lezers van Blikopdebeurs.com veel beurswijsheid en voorspoed toe in 2004!

Hans Jager