

# Vertrouwen gewettigd

liever vanuit fundamentele analyse dan vanuit een buikgevoel



Er is een reflatierally aan de gang op de beurs en die is het gevolg van een aantrekkende economische conjunctuur, niet enkel in de Verenigde Staten van Amerika (VSA) maar ook globaal. De toekomst oogt veel positiever dan een jaar geleden. De sinds 2008 fel geplaagde Europese economie lijkt uitgezielt en kan een periode van hogere groei aanvangen. Het deflatoire gevaar van de grote financiële crisis van 2008, die verlengd werd met een Europese overheidsschuldencrisis in 2012, is intussen geweken. Ook het gevaar van de implosie van de grondstoffen- en energiemarkten, die begin 2016 in een globale recessie dreigde uit te monden, is geneutraliseerd. Het risico van een ontbinding van de Eurozone daarentegen is nog actueel. Voor de politieke stabiliteit van de Europese Unie zullen de verkiezingen in Frankrijk (23 april (eerste stemronde) en 7 mei 2017 (tweede stemronde)) en Duitsland (24 september) cruciaal zijn.

**Buitenlandse investeerders bekijken de politieke situatie met argusogen. Indien het voorbeeld van Nederland wordt gevolgd in Frankrijk en Duitsland, zal dit voor deze buitenlandse investeerders een koopsignaal voor de Europese beurs inhouden.**

Een expansie van de economische groei begint steeds aan een ondermaats groeitempo, raakt dan op kruissnelheid met een gemiddelde groei van iets meer dan 2% -wat de Westerse lan-

den betreft-, om een einde te bereiken wanneer: **1** de werkloosheidsgraad het niveau van volledige tewerkstelling benadert; **2** de rentecurve vervlakt en het verschil tussen de kortetermijnrente en de langetermijnrente quasi nihil bedraagt; **3** de kortetermijnrente wordt verhoogd tot niveaus hoger dan 3% om de stijgende inflatie in te dijken, wat trouwens mee die vlakke rentecurve sub (2) veroorzaakt.

Een expansieve fase van de conjunctuur kan verschillende jaren aanhouden,

zeker nu de groei gedragen wordt door alle lidstaten en niet enkel door de gekende sterkhouders. De VSA verkeren al in de gevarenzone wat de werkloosheidsgraad (1) betreft maar niet op het vlak van de rentecurve (2) of de kortetermijnrente (3). Europa probeert nog steeds te overtuigen dat het deflatoire gevaar definitief is geweken en heeft dus nog veel potentieel op zowel (1), (2) als (3).

Over de globale economie wordt er dagelijks wel een macro-economische

Tabel - Beursindices wereld : koers/winst en verwachte koers/winst 2017 & 2018

indicator gepubliceerd die de gemoe- deren in deze of gene zin kan beroeren. De jongste maanden zijn ze overwegend positief. **Er heerst dus een optimistische sfeer, die op fundamentele basis wordt gevoed door:** degelijke bedrijfsresultaten; meer stabiele energie- en grondstofprijzen; een breed gedragen economisch herstel in Europa; een Amerikaanse president die grootse plannen koestert om de Amerikaanse economie een extra duwtje in de rug te geven, maar onduidelijk blijft over de financiering ervan. Dat zijn toespraak voor het Congres leidde tot een stijging met 2% van de wereldwijde beurzen is een teken des tijds; en macro-indicatoren die unaniem positief zijn.

De beurzen evolueren hierop almaar hoger, maar een aandelenkoers moet ondersteund worden door een faire waardering, zowel relatief ten opzichte van de obligatiemarkt als absoluut. Wat dat laatste betreft is die waardering op basis van historische winsten nu sterk opgelopen, zeker in de VSA. Maar bij economische expansie biedt de toekomst natuurlijk winstgroei aan. En vooral voor goed geleide 'pricemakers' is die winstverwachting -afgezien van periodes van recessie- onbeperkt positief. Geruggesteund door academisch onderzoek houden wij daarom vast aan een 'BUY and HOLD' strategie en verkopen een aandeel pas wanneer: **1** een recessie nakend lijkt; **2** de SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities & Threats) van het bedrijf fundamenteel wijzigt in negatieve zin; **3** in het geval van een pricemaker de waardering extravagant duur wordt, en dit zowel relatief ten opzichte van de rente als absoluut.

Wat (1) het risico op een recessie betreft hoeven we ons voorlopig niet teveel zorgen te maken. Maar ooit zal de fase naderen dat de conjunctuur vertraagt of zelfs negatieve groei vertoont. De aandelenkoersen die dan nog teveel groei-premie bevatten, zullen fors onderuitgaan. Het (2) evalueren van de SWOT van een bedrijf is een continu proces en vereist bij goed geleide bedrijven eerder weinig aanpassingen. Maar (3) de inschatting van de faire waardering van een bedrijf is zonder twijfel de moeilijkste opdracht. Wij vertrekken bij onze aan-

Measure	Price/Earnings	Price	Net Chg	Price/Earnings	Curr Yr Est.	Nxt Yr Est.
<b>North/Latin America</b>						
INDU	DOW JONES INDUS.	20731.77	+70.47	19.11	17.29	15.64
SPX	S&P 500 INDEX	2357.00	+8.55	21.60	18.27	16.30
CCMP	NASDAQ COMPOSITE	5839.29	+17.65	42.95	22.36	19.10
SPTSX	S&P/TSX COMPOSIT	15395.78	+47.32	22.22	16.78	14.87
MEXBOL	MEXICO IPC INDEX	48723.10	+235.80	24.32	18.26	15.77
<b>Europe/Africa/Middle East</b>						
SX5E	Euro Stoxx 50 Pr	3442.21	+21.51	20.12	14.79	13.42
UKX	FTSE 100 INDEX	7332.77	+8.05	38.43	14.90	13.77
CAC	CAC 40 INDEX	5029.07	+34.37	17.88	14.93	13.45
DAX	DAX INDEX	11995.28	+91.16	19.81	13.89	12.77
IBEX	IBEX 35 INDEX	10286.20	+56.90	19.21	14.65	13.29
FTSEMIB	FTSE MIB INDEX	20075.41	+121.97	neg	14.00	11.93
AEX	AEX-Index	512.34	+2.82	21.03	16.29	14.47
SMI	SWISS MARKET IND	8596.63	+28.75	24.80	17.47	15.71
<b>Asia/Pacific</b>						
NKY	NIKKEI 225	19085.31	43.93	22.39	17.97	16.46
HSI	HANG SENG INDEX	24327.70	7.29	13.35	12.16	11.14
SHCOMP	SHANGHAI SE COMP	3248.55	3.33	18.44	13.69	12.00
AS51	S&P/ASX 200 INDE	5707.95	23.44	19.65	15.84	15.32
STI	Straits Times In	3126.93	8.74	12.92	14.51	13.53

delenanalyses vanuit de SWOT. Beschikt het bedrijf over een duurzaam concurrentieel voordeel en een solide balans? Kan het bedrijf een cyclische neergang overleven zonder al te negatieve gevolgen op winst en eigen vermogen? Is de kasstroom voldoende hoog om toekomstige investeringen te dekken? Is de winstmarge hoog, hoe evolueert ze en hoe verhoudt ze zich tot die van de concurrenten? Hanteert het bedrijf een stabiele dividendpolitiek? Als die vragen allemaal positief beantwoord worden, dan is voor een value-bedrijf de beslissing snel gemaakt: kopen. Maar wanneer we bij de waardering van een bedrijf dienen rekening te houden met een verwachte groei, dan dient de analist zijn boekhoudkundige analyse te verrijken met een inschatting van deze groei. Ondanks intelligente en doorgedreven analyse blijft het inschatten van toekomstige groei een subjectieve oefening.

In bovenstaande tabel lezen we dat volgens Bloomberg-consensus in 2017:

- de waardering (koers/winst) van de Amerikaanse **S&P 500** wordt verwacht af te nemen van 21.60 tot 18.27, dus de winst van 2016 ligt een stevige 15.4% beneden de verwachting van 2017.
- de waardering van de **Duitse DAX** -index wordt verwacht af te nemen van 19.81 tot 13.89. Dat impliceert dat de over 2016 gerealiseerde winst een heftige 29.9% beneden de verwachting van 2017 ligt!

Die consensusverwachtingen voor de S&P 500 zijn het resultaat van 500 individuele bottom-up analyses, en 30 voor

de DAX. Het zijn dus geen brute macro-schattingen. Maar het blijven wel zeer positieve winstgroei-vooruitzichten bij een BBP-groei (Bruto Binnenlands Product) die voorlopig maar op resp. 2.2% en 1.6% (cfr. boordtabel blz. 23) wordt geschat. Elke 1% aanpassing van die omzetgroei vertaalt zich terecht in een meervoudige procentuele wijziging van de nettowinst, afhankelijk van de kostenstructuur van het bedrijf. De hefboomwerking geldt zowel naar boven als naar beneden. **Omdat de groeiverwachtingen vandaag hoog gespannen zijn, kunnen we ons dus aan een hogere volatiliteit op de beurzen verwachten.** De VSA lijken de perfectie in te prijzen met een verwachte K/W van 18,27, maar voor Europa ligt de verwachte K/W gemiddeld op een meer treffelijke 14,79. Bij 0% winstgroei noteert de DAX (K/W 19,81) nog altijd 9% goedkoper dan de S&P 500 (K/W 21,60). Maar ten opzichte van een gemiddelde historische K/W van 15 à 18, zit er dus al veel positieve verwachting in de koersen verwerkt.

Zolang de Amerikaanse economie positief evolueert, de politieke onzekerheid van de Europese Unie kan afnemen, en de globale conjunctuur gespaard blijft van externe schokken, gaan wij ervan uit dat de Europese conjunctuur de volgende jaren een hoger groeitempo kan neerzetten dan vandaag het geval is. Vandaar dus ons relatief overgewicht aan Europese aandelen. We zien het meeste gevaar in overgewaardeerde obligatiemarkten en beschouwen de Amerikaanse beurs als 'vol' gewaardeerd. •