



PROSPONAUT 3de kwartaal 2013

Macro-economisch : Thatcherisme boven

Gelukkig lijkt Cyprus de rest van de Eurozone niet te besmetten. De Europese Commissie en Van Rompuy kunnen “in alle rust” verder werken aan de hervorming van de eurozone. Het lijkt er steeds meer op dat het Europese beleid synoniem is voor Thatcherisme : bezuinigen, arbeidsmarkt hervormen, werkloosheidsuitkeringen verlagen, ondernemingsvriendelijke maatregelen nemen zoals ontslagrecht versoepelen en waar het kan ook belastingen verlagen. Waarschijnlijk kunnen ze dit ook gemakkelijker doordrukken dan Thatcher destijds omdat ze geen verantwoording moeten afleggen aan de lokale kiezers. De lokale leiders doen dit voor hen en verdedigen dit beleid met verve, enerzijds omdat ze door de crisis aan het Europese infuus hangen en anderzijds omdat ze mogelijk dromen van een Europese carrière. Binnen 10 jaar zou wel eens kunnen blijken dat het “monster van de Europese administratie” een godsgeschenk was voor de hervorming van sommige Europese economieën. Dan zou Europa door zijn betere economische structuur terug kunnen aanknopen met een hoog groeitempo. Maar daarvoor moeten eerst nog de banken solvabel gemaakt worden zodat ze met vertrouwen terug leningen verstrekken. Anders zal maar mondjesmaat (alternatieve) financiering gevonden worden en dreigt een lange periode van lage economische groei, zoals in Japan. Volgens Munchau in de Financial Times is de totale eurozone bankenbalans 27 triljoen EUR of 27.000 miljard EUR. Hij schat de verliezen door slechte kredieten op 10% en baseert zich daarvoor op o.a. de Ierse slechte kredieten, waarvan de opkuis al vergevorderd is. Dit zou betekenen dat de banken in totaal 2700 miljard EUR zouden verliezen. En daar wringt het schoentje. Niemand in Europa lijkt die rekening te willen/kunnen oppakken. De 60 miljard EUR die ze via het ESM voor de redding van de banken voorzien is daartegenover een peulschil. De banken modderen dus noodgedwongen wat aan en trachten op eigen kracht de putten te vullen. Dit lijkt ons in het beste scenario een proces van decennia van lage economische groei te worden, een gematigd scenario van nulgroei als de overheden de gekochte tijd niet gebruiken om hervormingen door te voeren of misbruiken om via goedkope financiering het overheidsbeslag nog te vergroten. In het slechtste scenario breekt opnieuw een vertrouwenscrisis uit rond staatspapier van bijvoorbeeld Spanje, Italië. Alleen de ECB zal die kunnen bedwingen door zijn bazooka in te schakelen en massaal staatspapier op te kopen. Hierdoor zal de balans van de ECB volgens de conservatieve raming van hierboven minstens verdubbelen, met een crash van de Euro tot gevolg. Indien de ECB dan talmt en spaarders hun geld uit het systeem halen, kan de factuur nog vele malen hoger oplopen. We leven in Europa dus op een vulkaan...



Bedrijven

Mapletree Logistics Trust(SGD 1,05) was de eerste logistieke REIT (real estate investment trust) met focus op Azië, genoteerd in Singapore. Wij namen deze REIT de eerst maal op in april 2009 tegen 0,38 SGD. Zelden verkochten wij een stuk en wij situeren de fair waarde rond de 1,25 SGD. Bedoeling is te investeren in inkomengenererend logistiek vastgoed(volledige of gedeeltelijk) en minimaal 90 % van de inkomsten uit te keren in de vorm van dividenden. Aan de huidige prijzen bedraagt het netto-dividendrendement circa 4.88%. De helft van de inkomsten komt uit verhuurd logistiek vastgoed in Singapore, voornamelijk rond de haven. Deze haven is de drukste van de wereld wat betreft containertraffiek en verhandelt de helft van het jaarlijks wereldaanbod aan ruwe olie. De andere helft van de inkomsten is gespreid over de Aziatische regio. Gezien meer en meer handel via het internet verloopt en de produkten en goederen opgeslagen worden rond havens, heeft dit vastgoedfonds wellicht de wind in de zeilen voor de komende jaren, behoudens een volledig stilvallen van de wereldhandel. De overheid van Singapore houdt ook een belang aan van circa 35%. Door de terugval van de voorbije weken van een niveau van 1,35 SGD is dit vastgoedfonds opnieuw koopwaardig.

Belgacom (17,50 EUR) is nog steeds de leidende telecomoperator in België. Ruwweg 1/3 van de activiteiten is gericht op de consument, 1/3 op de bedrijven en 1/3 zijn internationale diensten. Het bedrijf heeft een sterke balans met een schuldgraad tov de vrije cash-flow van circa 0.8. Daarbovenop zijn de pensioenverplichtingen destijds overgenomen door de Belgische staat en is van die kant geen negatieve impact meer te verwachten op de balans of het bedrijfsresultaat. Hiermee is Belgacom een unicum in de Europese telecomwereld. Het bedrijf noteert momenteel tegen 10 keer de winst en betaalt een netto dividend van circa 7,7%. De pay-out is maximaal, maar de Belgische staat houdt meer dan 50% van de aandelen aan. Dit garandeert wellicht de duurzaamheid van het dividend. Al heeft topman Bellens recent aangekondigd de hoogte van het dividend in beraad te houden. Het aandeel blijft koopwaardig.

Metro AG (24 EUR) is één van de marktleiders in de distributiesector in Duitsland. Het bedrijf heeft in september een winstwaarschuwing gegeven. Het management heeft daarom de voorbije maanden wat activa verkocht om het tij te keren. De balans is gezond. Familiale aandeelhouders kijken toe en de waardering is echt laag geworden tegen 3 à 4 keer de EBITDA. Dit is een korting met meer dan 35% ten opzichte van Europese sectorgenoten. In maart heeft Metro een verlaging van het dividend aangekondigd. Hierdoor bedraagt het dividendrendement momenteel circa 5.3%. Het aandeel is koopwaardig.

Maart 2013

Joost Olbrechts



Investment Manager

Karakter Invest