

Door Corné van Zeijl,
senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

De beer ontleed

KLM VERSUS PEER GROUP (2007)

MAATSCHAPPIJ	PAY OUT	SOLVABILITEIT
Air China	19%	35%
Air New Zealand	85%	30%
All Nippon Air	18%	25%
Cathay Pacific	47%	43%
Iberia	50%	34%
LAN Chile	69%	25%
Lufthansa	35%	31%
Qantas	82%	32%
Singapore Air	60%	59%
SouthWest	21%	41%
Thai Air	48%	25%
peer group (gem.)	49%	35%
KLM	5%	34%

genoteerd; van enige liquiditeit is geen sprake. Een uitkoopprocedure, waarbij de Ondernemingskamer de prijs van de aandelen vaststelt, is niet mogelijk omdat Air France vanwege een ingewikkelde zeggenschapsstructuur niet ten minste 95 procent van de aandelen in handen heeft.

Een andere exitmogelijkheid zou kunnen worden geboden door een fair inkoopbod van KLM of Air France. Maar het inkoopbod van 21 euro per aandeel zoals KLM dat in januari 2008 deed, was naar alle maatstaven ondermaats. KLM wilde slechts tweemaal de winst betalen, terwijl een koers-winstverhouding van ongeveer 10 marktconform is. Bovendien was het bod slechts een fractie van KLM's intrinsieke waarde van 74,62 euro per aandeel.

Het enige rendement dat de minderheidsaandeelhouders op hun aandelen KLM kunnen behalen, moet dus komen van een fatsoenlijke dividenduitkering die recht doet aan de prima operationele prestaties van KLM. Maar die wordt door Air France-KLM al bijna vijf jaar gefrustreerd.

De hoogte van het dividend op de aandelen Air France-KLM is geen juiste maatstaf voor de bepaling van een redelijk dividend op de aandelen KLM en heeft niets te maken met de bedrijfsvoering van KLM. Door het dividend toch op die basis vast te stellen beperkt de prioriteitsaandeelhouder de aanspraak die de minderheidsaandeelhouders krachtens de wet hebben op de winst van KLM. En een uitweg uit KLM hebben de minderheidsaandeelhouders niet. ■

In de zoektocht naar de bodem heb ik in mei 2008 eens gekeken naar de factoren die Russell Napier in zijn boek *The anatomy of a bear market* noemde. Napier heeft onderzoek gedaan naar de grote bearmarkten in de afgelopen honderd jaar. Hij heeft maar liefst 70.000 artikelen van de *Wall Street Journal* gelezen rond de bodems van de grote bearmarkten van 1921, 1932, 1949 en 1982. Op basis van zijn analyses hadden we kunnen zien dat de bearmarkt toen nog niet was afgelopen.

Aan het feit dat ik deze column gewoon in de huiskamer schrijf en niet op de Bahama's kunt u aflezen dat ik er niet genoeg naar heb geluisterd. Maar het is goed om er nu nog even naar te kijken. Wat zegt Napier? Als eerste geeft hij een aantal algemene tips. Het is een fabeltje dat iedereen negatief is op de bodem. En heb geduld, veel geduld. Bearmarkten duren langer dan je lief is.

Op de bodem van een bearmarkt zijn de aandelen supergoedkoop. Hij wijst op de koers-winstverhouding van Shiller. Professor Shiller berekent de koers-winstverhouding op basis van de gemiddelde winst over de afgelopen tien jaar. Zo vergelijk je de koersen met de langetermijnwinsten. En dat is volgens Shiller veel beter en zo kijk je door de economische cyclus heen. Hoewel aandelen nu volgens deze Shiller-waardering het goedkoopst zijn sinds februari 1986, staan we toch nog een stuk boven de ultieme bearbodems.

De eerste factor waar Napier naar kijkt is de Fed-rente. Als de Fed verlaagt, is dat een goed teken. Een tweede factor zijn de vroege economische signalen, zoals een stijgende koperprijs, een herstel in autoverkopen en lage voorraden. De koperprijs is heel voorzichtig aan een herstel begonnen. De autoverkopen zijn nog lang niet aan het herstellen. En ook de voorraden zijn nog hoog. Als ik met een bedrijf spreek, hoor ik vaak dat de voorraden juist erg laag zijn, maar de statistieken wijzen daar nog niet op. Als derde kijkt Napier naar obligaties. De obligatiemarkten wijzen de weg. Obligaties stijgen vier tot tien maanden eerder dan aandelen. Eigenlijk zegt hij daarmee dat obligatiebeleggers gewoon een beetje slimmer zijn dan aandelenbeleggers. Nu de obligatierente zo fors is gedaald, lijkt aan deze voorwaarde wel te zijn voldaan.

Toch wel prettig dat iemand honderd jaar beurshistorie voor je ontleedt en je vervolgens de conclusie op een presentatieblaadje aanbiedt. Vooral die koperprijzen en autoverkopen vond ik een bijzondere indicator. Sinds mei is een aantal dingen sterk verbeterd, maar alle signalen staan zeker nog niet op groen. De waardering kan nog lager en ik verwacht dat de autoverkopen in de Verenigde Staten niet snel zullen stijgen. Het lijkt erop dat u nog veel geduld nodig zult hebben. Maar bedenk dat zelfs in de barre jaren dertig er ook jaren met plus 50 procent waren. ■

