

Economisch onderzoek

De economische afdeling van EI-VEB richt zich op fundamentele bedrijfsanalyses en sector- en beleggingsonderzoeken. In 2023 leidde dat onder andere tot de volgende onderzoeken.

Vastgoed in problemen – perfecte storm

Beursgenoteerd vastgoed – in Nederland Wereldhave, Vastned, Unibail-Rodamco Westfield, Eurocommercial Properties en NSI – is onmiskenbaar het grootste slachtoffer van de snel gestegen rente. De sector heeft de naam een stabiele belegging te zijn en onder particuliere beleggers is het van oudsher een populaire beleggingscategorie, een hoeksteen van veel portefeuilles. De realiteit is dat langetermijnbeleggers in Nederlandse vastgoedfondsen tegen stevige verliezen aankeken die opliepen tot 70 procent. De sector belandde vooral het afgelopen jaar in een perfecte storm. De gestegen rente, een veelal te hoge schuldgraad, de opkomst van het online-winkelen, de hoge inflatie en een op stapel staande ongunstige fiscale ingreep (afschaffing FBI-status) legden een bom onder de sector. Uit het EI-VEB-onderzoek bleek verder dat de vastgoedfondsen kritische massa missen en in de loop der jaren een slechte hand hadden in overnames.

Een opvallende karakteristiek van vastgoedfondsen is dat hun netto-actiefwaarde (intrinsieke waarde) stelselmatig significant hoger ligt dan de beurskoers. Beleggers vertrouwen de boekwaardes dus niet. Bij de meeste bedrijven duurt het bij dergelijke hoge kortingen niet lang voordat de eerste overnamegeruchten de kop opsteken. Zo niet bij beursgenoteerd vastgoed. Dat heeft waarschijnlijk alles te maken met de kleine lettertjes in de bankafspraken. Die kunnen nadelig uitpakken voor potentiële overnemende partijen. Bankconvenanten bevatten veelal een clause op grond waarvan de financiers het recht hebben hun leningen direct op te eisen ingeval van een overname. Dan zou formeel sprake zijn van een herfinanciering en dan zal de nieuwe rente in het huidige renteklimaat aanzienlijk hoger uitvallen. Dit element in combinatie met een fors hogere overdrachtsbelasting én de dreigende

afschaffing van de gunstige fiscale status (FBI) maakt de kans op overnames in deze sector gering, hoe hoog de kortingen ook lijken.

De rendementsmachine – 3 pijlers onder een robuuste beurskoers

Een koersgrafiek heeft op korte termijn veel weg van een op straat waggelende dronkenlap (*random walk*). Er lijkt soms geen peil op te trekken of hij naar links of naar rechts struikelt. Maar een op de langere termijn gerichte belegger die even uitzoomt, krijgt een overzichtelijker plaatje.

EI-VEB analyseerde de anatomie van het rendement van bedrijven. Het onderzoek wees uit dat er drie fundamentele bouwstenen zijn van het rendement. De eerste is hoeveel cash het bedrijf aan dividenden en aandeleninkopen besteedt. Een andere factor is hoe hard de winst gegroeid is over de investeringsperiode en ten slotte is van belang welke waardering beleggers bereid zijn te betalen op het moment dat de aandelen verkocht worden. Als de langjarige aandelenrendementen worden opgeknipt in deze drie bronnen, dan blijkt dat beleggingsresultaten in lijn zijn met de fundamentele prestaties van bedrijven.

Zo verviervoudigde het aandeel ASML bijvoorbeeld bijna over de periode 2017-2022 (inclusief dividend), een rendement van meer dan 29 procent per jaar. De drijvende kracht achter dit uitzonderlijke rendement bleek het deel van de winst dat werd geherinvesteerd in de onderneming, waaronder de investeringen in R&D en het bouwen van de fabrieken. Die bouwsteen nam twee derde van het totaalrendement voor zijn rekening. Dividend en verandering van waardering waren veel