

door Willem Burgers,  
fondsbeheerder Add Value Fund

## De liquiditeitshausse

te versterken. De emissie viel samen met de verkoop van het belang dat 3i had aan drie nieuwe grootaandeelhouders, HAL Holding, Project Holland Fonds en Sankaty Advisors. De drie namen direct deel aan een aandelenemissie waarmee 250 miljoen dollar werd opgehaald. Met de opbrengst kan de solvabiliteit verbeterd worden tot circa 50 procent en zullen ook de rentelasten dalen. Na de afronding van de emissie vonden er nog een kapitaalsvermindering en een omgekeerde aandelensplitsing plaats. Voor twintig oude aandelen met een nominale waarde van 1 dollar ontvingen beleggers één nieuw aandeel met een nominale waarde van 5 dollar.

### MARKT ZIT NIET MEE

De onderneming is weliswaar scherp gefinancierd, maar naar eigen zeggen is het geld goed besteed. "De schepen zijn in topconditie." Men verwacht dat de significante investeringen de komende jaren voor relatief gematigde onderhoudskosten zullen zorgen. Dit moet resulteren in een herstel van de winstgevendheid en daarmee verbetering van de balansverhoudingen.

Dat zal nog geen makkelijke opgave worden, want de markt zit niet mee. Door de economische neergang en de gedaalde olie- en gasprijzen is de vraag naar de diensten van Dockwise teruggevallen. Prijstdruk is het gevolg en er zou sprake zijn van dalingen met 15 tot 20 procent. Hoewel het huidige boekjaar desondanks een topjaar lijkt te worden, vooral door goede prestaties in de eerste jaarhelft, wordt voor 2010 en 2011 rekening gehouden met een teruggang van de markt. Daarna moet de groei weer oppikken, waarna in 2014 de markt een omvang van 5,7 miljard dollar bereikt moet hebben. Dat zou dan een jaarlijkse groei betekenen van circa 8,5 procent.

Door aanhoudend moeilijke marktomstandigheden zal de winst over 2010 lager uitvallen dan in het huidige boekjaar. Een lagere rentelast weegt daar niet tegen op. De winst per aandeel zal ook lager uitkomen door de toename van het aantal aandelen. Analisten verwachten voor volgend jaar een winst per aandeel van 2,77 euro. Daarmee worden de aandelen gewaardeerd op net geen acht keer de winst. Dockwise zeilt scherp aan de wind, maar de aandelen lijken niet al te duur. ■

**H**et beleggingsjaar 2009 ligt zo goed als achter ons. Bestond aanvankelijk de vrees dat de gevolgen van de kredietcrisis het beurs sentiment heel het jaar in een ijzige houdgreep zouden nemen en dat koerswinst daardoor een utopie zou zijn, vanaf maart brak toch de zon door. Uiteindelijk heeft 2009 kloeke rendementen opgeleverd in de orde van grootte van 30 procent voor de AEX-index tot 60 procent voor de Amsterdam Midkap-index.

De AEX-index is op het huidige niveau van 320 vrijwel gelijk aan de stand zoals die precies zes jaar geleden, in december 2003, werd genoteerd. Er zijn meer parallellen: in 2003 bereikte de Amsterdamse beurs eveneens in maart het laagste punt (toen op 217) op het moment dat de ergste pijn van de dotcomcrisis in de aandelenkoersen was verdisconteerd. Ook destijds waren de vooruitzichten voor economisch herstel niet eenduidig positief. Na het hersteljaar 2003 werd 2004 een schraal aandelenjaar met uiteindelijk voor de AEX een schamel winstje van 3 procent. De hoogste jaarstand werd al in februari bereikt met een appreciatie van 8,4 procent ten opzichte van jaaruultimo 2003. Pas in 2005 werd de draad weer opgepakt en klom de AEX-index met ruim 25 procent naar 437.

Zal de geschiedenis zich dit keer precies zo gaan herhalen? Ik ben geneigd deze vraag bevestigend te beantwoorden. Net als zes jaar geleden lijkt het economisch herstel vooral technisch van aard te zijn. Voorraden worden slechts mondjesmaat aangevuld en er zijn nog maar bar weinig signalen van een aantrekkelijke investeringsvraag. Bovendien zal de werkloosheid in de westerse wereld in 2010 verder oplopen en blijven de consumentenbestedingen daardoor onder druk staan.

Toch is er enige aanleiding om een iets afwijkend koersverloop in 2010 te verwachten. Allereerst is de koersvolatiliteit beduidend hoger dan zes jaar geleden. Ten tweede houden de monetaire autoriteiten vooralsnog vast aan hun politiek van lage rentetarieven. Dit stimuleert in de eerste helft van volgend jaar een stevige cashflow naar de aandelenmarkten. Immers, de vergoede rente op internetspaarrekeningen komt al enige tijd niet meer boven de 3 procent uit. Om met schaatstrainer Henk Gemser te spreken: "Dat moet beter kunnen!" Ik verwacht dat dit scenario van de liquiditeitshausse in de periode tot en met mei tot een uitgesproken vriendelijke aandelenmarkt zal leiden. Een additionele stijging van de AEX-index tot een niveau van 360 à 385, ofwel +12 tot 20 procent vanaf het huidige niveau, is ook charttechnisch uiterst aannemelijk.

Op die hogere niveaus nemen de risico's van een substantiële koersdaling echter hand over hand toe. Vriend en vijand zijn het er namelijk over eens dat aan de politiek van eindeloos goedkoop geld van overheidszijde een keer een eind komt. In dat geval loopt de belangrijkste motor van het koersherstel vast. En moet er vervolgens voldoende compensatie zijn van andere krachten, zoals een stevig winstherstel, om een vervolg aan de koersstijgingen te kunnen geven. Dit stevige winstherstel voorzie ik echter pas in 2011/2012, zodat het risico van een substantiële tussentijdse koerscorrectie in de zomer van 2010 beslist aanwezig is. Maar eerst: geniet van de komende liquiditeitshausse, op jaarbasis zijn er voortreffelijke rendementen mee te behalen! ■

