

Door Willem Burgers
Fondsbeheerder Add Value Fund

Drie lentes

De dagen worden weer langer, het zonnetje zien we vaker: kortom, het is lente! Op de aandelenmarkt is dat nog niet zo zichtbaar. De Libische kwestie, lekkende Japanse kernreactoren en de voortdurende kruistocht tegen begrotingstekorten in Europa en de Verenigde Staten leggen een grauwsliuier over de beurs.

De laatste weken heb ik vrijwel alle bestuurders gesproken van de ondernemingen die in onze portefeuille zijn opgenomen. Zelden heb ik meer ingetogen enthousiasme ontmoet als juist in deze lente. Of toch wel? Ik herinner me vier jaar geleden, de lente van 2007, toen er een strakblauwe beleggingshemel was. De economie draaide destijds op volle toeren, aangedreven door de schijnbaar oneindige hoeveelheid beschikbaar ondernemend vermogen. Een hoge leverage was het elixer waarop aandelenkoersen omhoogvlogen. De term 'aandeelhouderswaarde' kreeg een nieuwe inhoud. De hieropvolgende 'cold turkey' is bekend. Aandelenkoersen kelderden in wat inmiddels bekend is als de grootste financiële crisis sinds de jaren twintig en dertig van de vorige eeuw.

De toonzetting van de lente van 2009 bevatte alle ingrediënten die passen bij een fase van ontzuivering. Je kon twee jaar geleden geen financiële pagina opslaan of je las de noodzaak voor ondernemingen om toch vooral te voldoen aan de convenanten van de kredietovereenkomsten. Zelfs kerngezonde bedrijven zuchtten onder het juk van de dwingende eisen van het lamgeslagen bankwezen. Versterking van de vaak, maar lang niet altijd, opgerichte ondernemingsbalansen leek in die tijd als enige prioriteit te gelden.

Gelukkig hebben de meeste ondernemingsbestuurders in die zeer uitdagende periode het hoofd koel gehouden. Er werd doorgeïnvesteerd in r&d, zelfs de commerciële inspanningen werden vergroot, vooral om marktaandeel te winnen van minder sterk gepositioneerde concurrenten. Natuurlijk, tegelijkertijd werd nog strakker gestuurd op beheersing van het werkkapitaal en werden strikt noodzakelijke reorganisaties versneld ten uitvoer gebracht. Ter verzachting van het kortetermijnleed kon in veel gevallen gebruik worden gemaakt van overheidssteun in de vorm van atv-regelingen.

Weer twee lentes later blijkt deze receptuur de bv Nederland geen windeieren te hebben gelegd. Ik leid dat af uit de huidige uitgangspositie van ondernemingen in vergelijking met die van vier jaar geleden. Inderdaad die van die mooie lente van 2007. In onze portefeuille noteren momenteel slechts vijf van de achttien ondernemingen (Acom, ASMI, Hes, Imtech en Unit4), ofwel 28 procent, een hogere koers dan vier jaar geleden. Bovendien is het huidige winstpotentieel nog eens veel groter dan destijds. Dit is een logisch gevolg van de inmiddels zeer sterke vermogensverhoudingen. In dit verband verwijs ik onder andere naar een solvabiliteit van 42 procent van Aalberts Industries, de 100 procent pay-out van Beter Bed en de schuldevrije balans van Macintosh Retail na de verkoop van dochter BelCompany. De komende cijfers over het eerste kwartaal zullen de vergrote slagkracht naar mijn vaste overtuiging ondubbelzinnig aantonen.

Daarom ben ik in toenemende mate optimistisch voor de resterende drie kwartalen van dit beursjaar. De lente van 2011 vormt wat mij betreft de prelude van een opgaande fase van de aandelenmarkt. ■

procent meer dan in 2009, maar nog ver onder de doelstellingen die eerder deze maand al door de Russische investeerder Vladimir Antonov in twijfel werden getrokken. Voor 2011 en 2012 verwacht Saab respectievelijk 80.000 en 120.000 auto's te verkopen, hoewel deze getallen in het persbericht over de jaarcijfers niet meer genoemd worden.

In de outlook die nu gegeven wordt, ligt de nadruk op het vernieuwen en verbreden van de productportefeuille en het distributienetwerk, dat nu ook wordt uitgerold in China en Rusland. Dat alles moet dan "binnen de financiële grenzen van het businessplan".

Muller gaf eerder aan dat Spyker eind 2011 bij 80.000 tot 85.000 verkochte auto's break-even zal draaien. Op basis van de 11.448 auto's die in het laatste kwartaal verkocht werden, komt Saab nu op jaarbasis op 46.000 auto's. Hij verwacht echter groei van een reeks nieuwe modellen die door Saab op de markt worden gebracht en door expansie naar het buitenland. Tegelijk met de jaarcijfers meldde Spyker overeenkomsten te hebben gesloten met distributeurs in Rusland en China voor de import van auto's en onderdelen.

HOELANG NOG?

Het is de vraag hoelang Nederlandse beleggers nog kunnen genieten van de aanwezigheid van dit icoon van het Zweedse bedrijfsleven op het Damrak. Het bedrijf is bijna dagelijks in het nieuws en bezorgt de beurs een leuke stroom van kleine orders, zij het door voornamelijk speculatief ingestelde beleggers. En hoewel veel berichten voor regelrechte 'red flags' kunnen doorgaan, zullen we Spyker/Saab toch missen als het zou verdwijnen. Want dat zit er wel aan te komen op deze manier. Linksom of rechtsom zullen we maar zeggen. Muller heeft al eens geroepen dat een notering van het aandeel op de beurs van Stockholm logischer is, en dat de notering in Amsterdam dan zou verdwijnen. "We komen op de aandeelhoudersvergadering met een voorstel over de notering van het aandeel", zei Muller. 19 mei. We zullen er zijn. ■

