

# 'Het gevaar zit bij de conservatiefste beleggers'

*Koen Steeland, vennoot bij Truncus Vermogensadviseurs*



“Goed vermogensbeheer is niet het voorspellen van de toekomst, want dat is onmogelijk.”

**VFB** Wat is volgens u de belangrijkste evolutie van de voorbije maand?

**KOEN STEENLAND** Voor het eerst sinds lang merken we een stijging van de langetermijnrente. We zien ook onmiddellijk de negatieve invloed ervan op koersen van obligaties. Het bestaat dus nog: stijgende rentes en - voor wie er aan zou twijfelen - het kan dus ook nog dat koersen van obligaties zakken.

We zien de relevantie hiervan op een tweeledige, negatieve manier: Ten eerste is er de impact op het rendement van portefeuilles: het obligatiegedeelte komt onder druk wegens dalende obligatieprijzen. Dit is niet meer dan het marktmechanisme dat

hoort bij investeren in vastrentende effecten. De obligatiebelegger zal aankijken tegen al dan niet tijdelijke verliezen en dit tegenover de hoogste obligatiekoersen die hij tot voor kort in zijn portefeuille zag.

De tweede manier is volgens ons nog problematischer. Stringente wetgeving zoals MIFID (Markets in Financial Instruments Directive). Door deze richtlijnen van de EU zien conservatieve beleggers bijna automatisch hun portefeuille opgebouwd met een zeer groot percentage obligaties. Aandelen worden in deze schematische manier van risicobenadering bijna altijd aanzien als hoog risico, obligaties met goede rating gelden dan weer als geschikt voor conservatieve portefeuilles. Het monetaire beleid van onder andere de ECB heeft prijzen van obligaties echter tot zo'n extreme niveaus gebracht dat er nauwelijks nog sprake is van een correcte risico-rendementsverhouding. Met andere woorden: door de stijgende rentes is er net extra kans op verlies in portefeuilles die verlies ten allen tijde uit de weg wensen te gaan.

Natuurlijk kunnen obligaties tot op vervalddag worden aangehouden en is koersverlies door stijgende rentes enkel een verlies op papier. Toch zullen er opnieuw beleggers zijn die het nodige inzicht in hun portefeuille missen om hun kalmte te bewaren. Ze zullen de handdoek in de ring werpen en effectief verlies nemen. Er zullen ook obligatiehouders zijn die wel degelijk geld nodig hebben op korte termijn en ook verlies moeten nemen. Tot slot blijft de vraag of de lage vergoeding die komt met obligaties die de laatste tijd zijn uitgegeven de inflatie zullen dekken. Indien niet, dan is er ook hier een verlies van koopkracht over de looptijd.

Samengevat: conservatieve beleggers zullen opnieuw ervaren dat hun portefeuilles niet noodzakelijk beschermd zijn tegen

koerswisselingen. Gezien de strenge regelgeving is daar op zich weinig tegen te doen. Ons advies is om te werken met zo veel mogelijk inzicht in uw portefeuille en om voldoende cashbuffers aan te houden om onverwachte uitgaven te kunnen dekken.

**VFB** *Heeft dat uw visie op de verder te verwachten marktrevolutie veranderd?*

**KOEN STEENLAND** We geloven bij Truncus niet dat de basis van goed vermogensbeheer bestaat in het voorspellen van de toekomst. Dat de toekomst zich niet laat voorspellen is op zich een overduidelijk gegeven maar toch zien we elk jaar opnieuw economieën en strategieën hun visie geven op de toekomst van de (economische) wereld. Deze visie zou dan de basis moeten zijn van een portefeuille-invulling.

Wij vinden voorspellen hoogst problematisch omwille van drie belangrijke redenen. Ten eerste is het bijzonder moeilijk om op consistente wijze belangrijke gebeurtenissen te voorspellen. Soms lukt dit, dan weer een keertje niet. Ten tweede is het minstens even moeilijk om de timing van de voorspelling consistent juist te hebben: dingen gebeuren soms vroeger, soms veel later dan gedacht. Ten slotte kan men gebeurtenissen juist voorspeld hebben maar is het gevolg ervan helemaal anders dan gedacht. Ver moeten voorbeelden niet gezocht worden: een quote uit deze rubriek van vorige maand 'nog verrassender was misschien de marktreactie' en dit naar aanleiding van de verkiezing van Donald Trump.

We houden dus niet van voorspellingen en doen daarmee geen uitspraken over marktrevoluties.

Dit vertaalt zich in ons beheer waar we zowel aan de obligatiekant als aan de aandelenkant ons eerder beroepen op fundamentele analyse en het zoeken van veiligheidsmarge. Met een rente rond het nulpunt, is het aannemelijk dat deze ooit eens terug zal stijgen (de lange termijrente doet dit al). Of dit daadwerkelijk met de korte termijrente ook gebeurt en wanneer, is een vraagteken. We zijn dan ook van mening dat aandacht zich moet richten op het soort vastrentend papier dat men in portefeuille neemt: blijft de zoektocht naar dit extra beetje rendement het extra risico wel waard? We benadrukken ook dat investeerders op voorhand goed moeten weten wat een verandering van rente voor hun portefeuille kan betekenen en dat ze er dan ook naar handelen.

Aan de aandelenkant komt de redenering ongeveer op hetzelfde neer. Zowel de externe beheerders die we in onze investeringsselectie opnemen als het beheer van onze eigen bevek benaderen een onderneming vanuit haar intrinsieke waarde. Daarbij staat men weigerachtig om een hoge prijs te betalen voor beloften van

groei en margeverbetering. Bovendien zoeken de beheerders naar veiligheidsmarge. Dit zijn die elementen die ervoor zorgen dat op termijn de kans op structureel kapitaalverlies geminimaliseerd wordt indien het bedrijf in kwestie te kampen krijgt met een op voorhand ongekende tegenslag.

Met andere woorden, het hele investeringsproces is gebaseerd op de kracht of de eigenschap van de investering op zich om met veranderende economische omstandigheden om te gaan los van gelijk welke marktvisie.

*"En als je iets juist hebt voorspeld, blijken de gevolgen plots helemaal anders dan gedacht."*

**VFB** *Wat zijn volgens de markt de sleutelfactoren?*

**KOEN STEENLAND** We zijn niet zo erg bezig met het destilleren van 'welke factoren prijst de markt nu juist in'. Er zijn zoveel zaken die de markt beïnvloeden dat het bijzonder moeilijk is om een juiste uitspraak te doen over het belang van deze of gene zogenaamde sleutelfactor.

Als we dan toch iets moeten eruit pikken dan zouden we opnieuw de nadruk leggen over de mogelijke stijging van de rente en de invloed ervan op obligaties en wisselkoersen. Lees hierin dat we gevaar zien binnen conservatieve portefeuilles.

**VFB** *Hoe is uw inschatting van het beleggingssentiment?*

**KOEN STEENLAND** Net als we niet erg bezig zijn met het destilleren van specifieke marktfactoren, zijn we ook niet erg bezig met het peilen naar het beleggerssentiment.

We merken wel nog steeds de zoektocht naar enige vorm van rendement in het vastrentende gedeelte van portefeuilles. We vinden dit gevaarlijk. We merken dat de artificieel lage rentes beleggers ertoe aanzetten om producten in portefeuille te nemen waarin ze anders nooit zouden investeren. Dit gaat van illiquide obligaties op onder andere vastgoedprojecten tot achtergesteld bankpapier met een quasi aandeelhoudersrisico over leningen in allerhande munten, emergent market schuld tot gestructureerde producten met een onderliggend aandelenrisico (maar met beperkt rendement). Vroeg of laat zal dit voor sommigen slecht aflopen, net zoals het altijd slecht afloopt als men prijzen betaalt op 'bubble-niveau.'

**VFB** *Wat zijn uw favoriete aandelen?*

**KOEN STEENLAND** De selectie van ondernemingen binnen Truncus Equity Investment Fund gebeurt op basis van fundamentele bedrijfsanalyse. Volatiliteit zien we niet als een bron van risico maar als een opportuniteit om laag (bij) te kopen of hoog te verkopen. Typisch zoeken we naar ondernemingen die een duurzaam ondernemingsmodel hebben, goed geleid worden en die kunnen terugvallen op een sterke balans. Waardering is in onze selectie van groot belang. We zoeken te investeren in bedrijven waarvan de intrinsieke waarde minstens 50% boven de marktwaarde ligt. Onze investeringshorizon binnen deze redenering is 5 jaar.

### Peugeot-Citroen (PSA)

*(Marktkapitalisatie 12,4 miljard euro aan 15,32 euro)*

#### Automobiel

PEUGEOT-CITROEN (PSA) BLIJFT BIJZONDER positieve resultaten van zijn herstructurering tonen. Deze resultaten weerspiegelen zich echter nog niet in het koersverloop van deze autobouwer.

## Ondernemer/belegger

Koen Steeland werkt sinds 1999 in het vermogensbeheer. Hij begon zijn loopbaan als analist bij Petercam Asset Management, nam verantwoordelijkheid op als zelfstandig adviseur bij Quae-roQ, een familiaal investeringsfonds en werd in 2013 vennoot bij Truncus. Truncus is een niche vermogensbeheerder en de grootste multi-family office van Vlaanderen. Als vennoot is Koen beheerder van het Truncus Equity Investment Fund, een Belgische bevek. Het fonds investeert volgens principes van waardebeleggen (value investing). De bevek werd door Truncus samen met een aantal klanten in 2015 opgericht en richt zich uitsluitend tot investeerders die de investeringsfilosofie (resoluut lange termijn en beleggen als ondernemer) van Truncus onderschrijven. Het fonds is vandaag vooral geïnvesteerd in Europese small en midcap waarden en haalt een rendement over 2016 van 6,19% (07/12/2016).

Peugeot heeft intussen een industriële netto cashpositie van meer dan 5 miljard euro, het resultaat van een sterk verlaagde kostenstructuur, intelligent voorraadbeheer en betere verkopen in Europa. De onderneming is vanzelfsprekend cyclisch en de basisgedachte bij deze investering blijft het feit dat Europa als allerbelangrijkste markt voor Peugeot en Citroën niet opnieuw in een recessie belandt. Rekening houdend met de aanwezige cash en met de waarde van de deelname in het eveneens beursgenoteerde Faurecia kent de markt nog steeds zeer weinig waarde toe aan de geherstructureerde basis auto-activiteiten. Dit resulteert in erg lage waardingsratio's zoals een EV/EBITDA '17 van 1,58 of een koers/winst verhouding '17 van 7,30 op basis van consensuscijfers op groepsniveau. Binnen de context van een complexe groep als PSA is het natuurlijk altijd opletten met dergelijke statische ratio's. Niettemin blijft de essentie dat de markt bijzonder pessimistisch kijkt naar een groep die een uitzonderlijke transformatie doormaakt onder het leiderschap van een nieuw management met bevoezen track record.

“Waardering is voor ons van groot belang. We investeren in bedrijven waarvan de intrinsieke waarde minstens 50% boven de marktwaarde ligt. Onze investeringshorizon binnen deze redenering is 5 jaar.”

### Stock Spirits

(Marktkapitalisatie 353 miljoen euro aan 176,5 pence)

#### Drankproductie

STOCK SPIRITS PRODUCEERT GEESTRIJKE drank, met name wodka, in Oost-Europa. Het bedrijf is marktleider in Polen en Tsjechië. Stock Spirits bleef in 2015 aankijken tegen een sterke prijzenoerlog met zijn grootste concurrent. De onderneming had enkele kwartalen moeite met het veranderende concurrerende landschap maar krijgt de laatste maanden opnieuw greep op de markt. Een nieuwe referentieaandehouder en een nieuw management moeten verdere dynamiek in de groep brengen. In het licht van het verdere groeipotentieel is de waardering niet overdreven met een EV/EBITDA '17 van 9 en een koers/winst '17 verhouding van 13,5. Deze rendabele onderneming noteert nog steeds tegen een prijs lager dan haar boekwaarde (P/B '17 0,91) wat eveneens een indicatie is van lage waardering. Gezien de kleine schuldgraad, de sterke marktpositie en de aantrekkelijke waardering blijft het potentieel van Stock Spirits over de volgende jaren groot

### KSB

(Marktkapitalisatie 652 miljoen euro aan 370,48 euro)

#### Industriële pompen en kranen

KSB IS MARKTLEIDER IN specifieke industriële pompen en kranen. Het Duitse familiebedrijf wordt conservatief aangestuurd en heeft een beursnotering sinds 1887. 2015 en de eerste helft van 2016 brachten bij KSB nog geen stijging in omzet, onder andere omwille van lage orders in projectwerk. De onderneming rationaliseert de kostenbasis verder en ziet een graduele toename van haar orderboek. KSB heeft enige pensioenschuld - een typisch Duits fenomeen - maar de schuld aan banken is erg beperkt. KSB hecht als familie-

bedrijf met een langetermijninvesteringshorizon meer belang aan zijn strategie en de operationele uitvoering ervan dan aan communicatie met investeerders. Dit bedrijf blijft dan ook typisch onder de radar van beurshuizen. Belangrijke meerwaarde via koerswinst en dividend over de komende jaren blijft realistisch.

### Jungheinrich

(Marktkapitalisatie 2,727 miljard euro aan 26,74 euro)

#### Automatisering

JUNGHEINRICH IS EEN DUIJS familiebedrijf actief zowel in de productie, de distributie, de verhuur, de financiering en het onderhoud van vorkheftrucks en stapelaars. Jungheinrich heeft eveneens een stevige positie in de snelgroeiende markt van automatiseringsprojecten. Gecorrigeerd voor de leasingactiviteiten blijft de balans van Jungheinrich schuldenvrij. Over 2015 en de eerste helft van 2016 is de waardering van dit bedrijf opgelopen. Dit resulteert in een koers/winstverhouding '17 van 16,2 en een EV/EBITDA '17 ratio van 8,2. Dit is niet meer spotgoedkoop maar in het kader van de marktpositie en de waardecreatie van het bedrijf is het niet overdreven. Dit alles maakt dat het bedrijf nog voor lange tijd in een gespreide portefeuille kan blijven.

### Safilo

(Marktkapitalisatie 523,6 miljoen euro aan 8,35 euro)

#### Brillen producent

HET ITALIAANSE SAFILO IS de tweede grootste brillenproducent ter wereld. Safilo is gekend van zowel eigen merken (Polaroid, Carrera...) als van merken onder licentie (Dior, Jimmy Choo...) Een inherent risico blijft het verlies van een licentiecontract maar typisch wordt Safilo hiervoor vergoed en krijgt het zo de tijd om zijn portefeuille opnieuw te versterken. De recente hernieuwing van het Dior-contract bewijst dan weer dat Safilo een meerwaarde betekent voor prestigieuze merken. Hal Holding is referentieaandehouder. Deze langetermijninvesteerder boekte eerder binnen het brillensegment succes met de retailgroep Grandvision (o.a. Pearle). Een nieuw management stroomlijnt Safilo en brengt nieuwe omzetgroei. De eerste resultaten van dit proces zijn bemoedigend. Dit wordt helemaal niet weerspiegeld in de waardering van het bedrijf. De beurswaarde is nog steeds significant lager dan de boekwaarde van de onderneming (P/B '17 = 0,50) terwijl traditionele ratio's zoals EV/EBITDA '17 van 7,38 en een koers/winstverhouding '17 van 21, de onderliggende verbetering in winstgevendheid nog niet weerspiegelen.



Jan Reyns

Journalist