



# Something that requires a minimum of thought

**Waar vindt u ondergewaardeerde aandelen? Ik raad u aan eens te kijken naar bedrijven waarvan de beurskoers lager is dan het eigen vermogen. De oplettende belegger die spit in deze vruchtbare grond kan vaak letterlijk een euro kopen voor zestig cent of zelfs minder.**

Ik schrijf in deze column regelmatig over het onderscheid tussen de beurskoers van een bedrijf enerzijds en de werkelijke waarde anderzijds. Voor de gemiddelde belegger is het echter lastig om de waarde van een bedrijf te taxeren. Het in kaart brengen van de toekomstige winsten is bovendien arbeidsintensief, en doet velen denken aan saai 'huiswerk'. Onbewust wordt dan ook vaak de toevlucht tot speculatie gezocht. Dat betekent dat men doorgaans effecten koopt wanneer de markt omhoog schiet, en dat men effecten verkoopt wanneer de markt zakt: een strategie die gedoemd is te mislukken. (Technische analisten die adviseren om aandelen bij te kopen wanneer de AEX onder de 200 noteert zijn schaars. Technische analisten die adviseren om aandelen bij te kopen wanneer de AEX boven de 800 noteert daarentegen niet. Dat zegt veel.)

Tussen de aandelen waarvan de koers lager is dan het eigen vermogen zitten overduidelijke koopjes, zoals bedrijven die men kan aanschaffen voor minder dan de liquidatiewaarde. Dat het gaat om speciale aanbiedingen blijkt wel uit het feit dat geen ondernemer ook maar zou overwegen zijn bezittingen te verkopen tegen zo'n absurd lage prijs. Diepgravende analyses zijn overbodig. Gewapend met een oude sigarendoos komt u een heel eind.

**Een voorbeeld.** Onderneming XYZ verkoopt in 2007 haar hoofdactiviteiten aan een private equity-fonds. Het betreft verscheidene goedlopende televisiestations en tijdschriften. Hiervoor in ruil verkrijgt XYZ enkele miljarden dollars en mag het net iets minder dan de helft van het mediabedrijf behouden. Onderneming XYZ is na de transactie in feite niets meer dan een houdstermaatschappij. Inmiddels zijn we twee jaar verder en waardeert XYZ haar investering in het mediabedrijf af naar nul, 'gezien de aanhoudende achteruitgang van de advertentiemarkt'. De prijs van het aandeel begin september 2009 is \$ 6,16.

**Berekening achterop de sigarendoos.** Een snelle inventarisatie leert dat de geldmiddelen minus alle verplichtingen van onderneming XYZ uitkomen op \$ 5,66 per aandeel. De kans op verlies is in dit geval dus duidelijk beperkt. Stel dat men het bedrijf opheft. Alles wat de overige bezittingen meer dan \$ 0,50 waard zijn krijgt de belegger er gratis bij ( $\$ 6,16 - \$ 5,66 = \$ 0,50$ ). Direct valt op dat de overige bezittingen veel meer waard zijn dan \$ 0,50. Zo heeft XYZ onder meer een belang van circa 25% in een ander beursgenoteerd bedrijf. Per aandeel is die investering \$ 1,65 waard. Verder heeft XYZ nog diverse bezittingen die het zelf conservatief waardeert op \$ 3,17 (tussenstand:  $\$ 5,66 + \$ 1,65 + \$ 3,17 = \$ 10,48$ ). En als klap op de vuurpijl is daar het eigendom van bijna 50% in het mediabedrijf, dat in de boeken is afgeschreven tot nul. Mocht dat later nog iets waard blijken, dan is dat een aardig extraatje.

Het voordeel is voor de belegger die voor speurneus speelt. Per aandeel betaalt hij \$ 6,16. Hij krijgt hier minimaal \$ 10,48 voor terug. De Engelse taal kent een mooie term voor de titel van dit stukje: no-brainer.