

Les champions belges du return

Quelles actions belges ont créé le plus de valeur pour leurs actionnaires au cours des cinq dernières années ? EVS est en tête de peloton.

ALAIN DENEFF

Chaque année, le magazine boursier américain *Barron's* analyse les sociétés du *S&P 500* au niveau de la création de valeur pour l'actionnaire. Cash a suivi son exemple mais l'a appliqué aux sociétés belges cotées. Ce type d'études n'a pas seulement valeur informative mais, selon le magazine américain, il permet d'identifier les valeurs qui rapporteront le plus à leurs actionnaires à l'avenir.

QUATRE CRITÈRES

La méthode de *Barron's* est pratique et exemplaire mais, compte tenu de la durée limitée de la période d'étude (au maximum deux ans), elle ne permet malheureusement pas de tirer des conclusions sur la tendance de long terme. Pour éviter les effets du hasard, nous avons décidé d'analyser toutes les sociétés sur un an et cinq ans sur la base de quatre critères. Les résultats de cette analyse sont illustrés dans le tableau. Celui-ci vous permet de déterminer le pourcentage obtenu par les actions que vous détenez en portefeuille. Attention ! Seules les sociétés qui sont cotées depuis plus de cinq ans sont prises en compte.

1^{er} CRITÈRE : le return

Le return, c'est-à-dire ce que rapporte une action, est de loin le premier paramètre permettant de

mesurer la valeur pour l'actionnaire. C'est pour cette raison que nous lui avons accordé une pondération double. Nous ne nous limitons cependant pas à l'évolution du cours sur les cinq dernières années, mais tenons également compte des dividendes, des actions bonus, du rachat d'actions propres, des scissions et des réductions de capital. Sur cette base, nous avons établi un classement et attribué des points : 20 points pour le premier, 19 pour le deuxième et ainsi de suite. Pour les autres critères, nous commencerons par 10, puis 9, puis 8, etc.

2^e CRITÈRE : la croissance du chiffre d'affaires

La croissance du chiffre d'affaires des sociétés est également un critère essentiel. On peut conclure d'une entreprise qui, sans procéder à aucun désinvestissement, voit son CA refluer, qu'elle n'a certainement pas le vent en poupe. Toutefois, la croissance du chiffre d'affaires externe (par des acquisitions) sert également à jauger de la création de valeur pour l'actionnaire.

3^e CRITÈRE : la croissance de l'EBIT

La croissance de l'EBIT est la croissance bénéficiaire avant intérêts et imposition. On l'appelle aussi (croissance du) bénéfice opérationnel. En effet, une sensible augmentation du chiffre d'affaires n'est pas forcément synonyme de bénéfice généreux.

4^e CRITÈRE : ROCE

Le 'Return on Capital Employed' correspond au rendement du capital investi. Ce critère permet de mesurer l'efficacité d'une entreprise. Pour les holdings, nous n'avons pas considéré le ROCE mais l'évolution de la valeur intrinsèque.

Avec ces quatre critères, nous arrivons à un score total de cent points (un pourcentage, donc). Chaque entreprise considérée est donc notée par rapport à la valeur qu'elle crée pour l'actionnaire. Nous reviendrons plus



© PHOTONEWS

tard sur le top dix. Cependant, nous pouvons déjà constater que toutes réussissent ce test haut la main.

1^{RE} PLACE : EVS (89 %)



Au cours des cinq dernières années, c'est EVS qui a créé le plus de valeur pour ses actionnaires. Son management a permis aux actionnaires de profiter pleinement des bénéfices engrangés. Non seulement son cours de Bourse a bien augmenté, mais le groupe a également versé de très généreux dividendes. Il y a quelques années, la société a par ailleurs régulièrement racheté des actions propres. EVS est devenue leader de son secteur (cinéma numérique) et se distingue, tout comme Barco, dans le segment de la technologie liée à l'image. Notre rédaction a rencontré récemment le management du groupe. Cette interview sera publiée la semaine prochaine.

• **Saviez-vous que ?** Fin 2003, EVS était en négociations exclusives avec la société britannique Vitec. Celles-ci devaient déboucher sur une reprise. Heureusement, les discussions n'ont pas abouti. Le cours de reprise d'EVS était alors de 7 EUR !

• **Evolutions positives :** EVS a publié des résultats mitigés mais s'est dit enthousiaste pour le second semestre. Le carnet de commandes est bien garni. Par ailleurs, l'année prochaine sera marquée par plusieurs événements sportifs intéressants (Coupe du Monde de football, Jeux Olympiques). Ces événements pourraient être synonymes de percée définitive de la télévision haute définition (HDTV).

• **Attention :** Pour la télévision haute définition, les pronostics sont ambitieux. La plupart des chaînes de télévision européennes ne peuvent pas encore se permettre la conversion au HDTV en raison des coûts élevés. D'autant que les revenus publicitaires ne sont pas vraiment à l'avenant.

2^E PLACE : CMB (85 %)



Les actionnaires de CMB n'ont pas eu à se plaindre ces dernières années. Rebonds de cours impressionnants, rendements de dividendes supérieurs à 10%, scissions fructueuses d'Exmar et d'Euronav... Ceux qui ont investi dans les actions de la dynastie Saverys se frottent les mains. Selon Ludwig Criel, directeur général de CMB, les prix du fret devraient rester à des niveaux intéressants grâce à la demande en provenance de Chine.

Toutefois, l'euphorie a disparu. «Il faut tenir compte de la capacité croissante des bateaux, d'une part – le danger existe qu'à terme, trop de bateaux soient construits et qu'un fossé se creuse entre la demande et l'offre – et d'un ralentissement de l'économie mondiale, d'autre part», prévient L. Criel.

• **Saviez-vous que ?** CMB s'est totalement couvert pour la division vrac sec Bocimar en 2005. La flotte est également couverte pour une importante partie de l'an prochain et même pour 2007 et ce, à des tarifs intéressants.

• **Evolutions positives :** Le niveau élevé des bénéfices de CMB lui autorise le paiement de dividendes très généreux.

• **Attention :** Ludwig Criel prévoit (encore) plus de volatilité dans l'évolution des tarifs du fret mais cette évolution offre également des opportunités.

3^E PLACE :

Nord-Sumatra (81 %)



Pour doper le rendement d'une entreprise, il faut parfois changer complètement de stratégie d'investissement. Voilà une tâche qui convient à merveille à Vincent Bolloré, «super investisseur» réputé pour ses choix heureux en matière d'investissement. Jusqu'au début de ce siècle, Nord-Sumatra n'était en effet rien d'autre qu'un groupe actif dans la plantation. Aujourd'hui, c'est une société d'investissement rentable dont la principale participation est celle dans le Français Vallourec, producteur et leader mondial dans la production de conduites en acier. Conduites qui servent à diriger le pétrole dans les raffineries. Bolloré était déjà investi dans Vallourec en 2002, ce qui prouve une fois de plus que cet homme d'affaires a le sens du business...

• **Saviez-vous que ?** Socfin, investi à 25 % dans Nord-Sumatra, est un candidat idéal au delisting.

• **Evolutions positives :** le cours de Vallourec continue de battre des records.

• **Attention :** en cas de prises de bénéfices importantes chez Vallourec, Nord-Sumatra en fera indubitablement les frais. Diversification nécessaire, donc.

4^E PLACE :

UMICORE (80 %)



Umicore est un exemple de société capable de créer une plus-value même

CONSTATS EN MATIÈRE DE CROISSANCE DU CA

- David Harding, l'auteur du livre *Mastering the Merger*, a édité l'an dernier un mode d'emploi visant à garantir la réussite des projets de fusion. Selon cet auteur, la valeur pour les actionnaires est détruite dans la moitié des cas. Sur la base de notre tableau, nous ne pouvons que confirmer les commentaires de cet auteur sur une période de cinq ans. Dans notre top dix, on constate même le phénomène inverse : CMB avec Exmar et Euronav, Umicore avec Cumerio, et Punch avec Punch Graphix ont scindé leurs divisions, et cette opération a été saluée par leurs actionnaires.
- **InBev** (Interbrew) est depuis à peine cinq ans en Bourse, de sorte que cette fois, nous n'avons pas retenu le brasseur dans notre analyse. C'est dommage, car InBev semble avoir une politique d'acquisitions efficace. L'an prochain, nous en saurons davantage.
- Au niveau des banques et des holdings, l'évolution du chiffre d'affaires est moins pertinente. Nous avons donc utilisé l'évolution des revenus.

CONSTATS EN MATIÈRE DE RETURN

- Malgré l'écatement de la bulle spéculative, les attentats du 11 septembre 2001 et la lourde correction des marchés boursiers de fin 2002 - début 2003, plus de 60 % des sociétés (y compris le dividende) affichent quand même un **return positif**.
- Dans un contexte de faiblesse de taux, les SICAFI se sont extrêmement bien tenues.
- La plupart des holdings, populaires auprès des investisseurs belges, ont gâté leurs actionnaires.
- La plupart des sociétés ne sont (provisoirement) pas récompensées pour leur politique d'expansion.
- **Omega Pharma** signe une performance relativement faible. L'action s'échange depuis cinq ans autour de 40-45 EUR et a créé énormément de valeur pour l'actionnaire, surtout à la fin des années 90.

après une acquisition (PMG). Umicore a été à même de se repositionner sans peine. Autrefois, Umicore était une entreprise cyclique subissant les cabrioles du cuivre et du zinc, tandis qu'aujourd'hui,

elle se concentre sur les matériaux précieux, les catalyseurs et le recyclage. La division Zinc (le zinc s'échange à des prix record) est le seul reliquat de ce passé d'entreprise cyclique.

• **Saviez-vous que ?** Umicore a exploité très efficacement des instruments de couverture pour se prémunir de la baisse du billet vert.

• **Evolutions positives :** la société occupe une position enviable en Chine et en Corée, avec ses départements Métaux précieux et Catalyseurs. Ce dernier s'adjuge 50 % du bénéfice opérationnel récurrent.

• **Attention :** le cours intègre déjà ce scénario.

5^E PLACE : TEXAF (79 %)

Texaf est plus que probablement le plus grand inconnu de ce top dix. Nous avons pris contact avec **Philippe Croonenberghs**, son CEO. «Texaf est intéressant pour ceux qui croient au potentiel du Congo. Notre position sur ce marché est déjà très enviable.» Texaf perçoit surtout des revenus locatifs d'appartements et de villa, et *Carrigrès*, qui regroupe les activités de carrières, contribue désormais au bénéfice du groupe. «Nous étudions de nouveaux projets nous permettant de créer de la valeur pour l'actionnaire, dont des activités aéroporétaires dans la capitale, Kinshasa.»

En l'absence de rapport d'analyse, valoriser l'action relève de l'impossible. Mais après un bénéfice courant de 0,745 million EUR (2,33 EUR par action) au premier semestre, un bénéfice d'au moins 4 EUR par action pour l'exercice nous semble possible. Pour 2006, P. Croonenberghs prévoit déjà de réaliser un bénéfice courant plus élevé. L'action est orientée positivement depuis plusieurs semaines car des bénéfices exceptionnels (reprise de réductions de valeurs sur avances prêtées) lui ont permis de signer un résultat net de près de 12 millions EUR, soit 37,55 EUR par action (pour un cours de 55 EUR !). Dans ce contexte, le potentiel de hausse de Texaf est intact.

RÉSULTATS DU CALCUL DE LA CRÉATION DE VALEUR

NOM	RETURN 5a./20	RETURN 1a./20	C.A. 5a./10	C.A. 1a./10	EBIT 5a./10	EBIT 1a./10	ROCE 1a./10	ROCE 5a./10	TOTAL /100
Accentis	2	1	7	6	1	8	3	3	31
Ackermans & van H.	11	18	3	1	1	2	7	6	49
Agfa-Gevaert	8	3	2	1	2	1	2	8	27
Agridec	14	18	7	6	9	8	3	3	68
Arinso	5	6	8	7	7	4	6	5	48
Artwork Systems	7	8	6	4	7	6	9	9	56
Associated Weavers	9	6	5	4	5	7	8	10	54
Atenor	11	12	7	3	1	9	7	5	55
Auximines	13	1	3	1	4	3	9	5	39
Barco	5	1	4	4	6	6	6	8	40
Befimmo	15	8	6	3	7	4	5	5	53
Bekaert	12	12	4	8	8	8	6	6	64
Beluga	6	6	5	1	1	1	3	1	24
Bois Sauvage	15	17	4	7	5	7	8	7	70
Brantano	6	15	6	4	7	7	7	6	58
Brederode	8	12	2	2	4	4	7	2	41
Campine	18	19	5	7	6	8	8	6	77
Carestel	1	10	4	1	0	2	1	1	20
Catala	11	6	4	2	1	1	3	1	29
CFE	17	17	4	4	9	7	5	4	67
Cimescaut	11	12	4	3	2	7	5	6	50
CMB	20	19	9	9	5	9	7	7	85
CNP	16	17	5	6	8	9	9	4	74
COBRHA	19	8	4	1	8	8	5	4	57
Cofinimmo	14	9	7	5	9	5	5	4	58
Colruyt	19	6	8	9	9	9	9	9	78
D'leteren	6	7	7	6	7	6	5	6	50
Deceuninck	11	7	7	9	7	2	4	7	54
Deficom	9	5	1	1	1	1	1	1	20
Delhaize	8	7	5	3	7	6	6	6	48
Dexia	11	12	5	5	8	7	7	8	63
Dolmen	5	5	4	2	7	5	6	8	42
Duvel	10	7	6	5	8	6	6	7	55
Econocom	10	5	5	1	8	8	7	8	52
Electrabel	13	18	7	6	8	8	5	4	69
Epiq	3	17	8	1	1	8	5	2	45
EVS Broadcast	19	20	8	8	7	9	9	9	89
Floridienne	9	11	6	4	6	9	6	4	55
Fluxys	16	8	3	6	7	6	4	3	53
Fortis	7	12	6	7	6	9	9	9	65
Fountain	9	14	5	4	7	7	7	6	59
GBL	12	15	5	8	8	8	9	3	68
GIMV	6	14	3	1	1	1	6	8	40
Hamon	1	16	2	4	8	7	2	1	41
Henex	16	16	4	5	5	8	8	8	70
Home Invest	17	10	6	8	9	8	4	3	65
IBA	3	16	9	1	7	9	5	3	53
IBT	4	11	9	9	1	1	1	1	37
Icos Vision	4	14	9	9	2	9	8	6	61
Immobel	9	7	4	9	6	4	4	6	49
Innogenetics	4	1	7	5	1	5	1	3	27
Intervest Offices	13	8	9	3	7	6	5	4	55
Intervest Retail	15	10	4	3	9	1	5	5	52
IPTE	2	14	9	7	2	7	2	3	46
Iris	7	16	9	6	7	8	6	4	63
KBC	12	14	8	6	7	9	7	8	71
Keytrade Bank	9	15	9	4	8	7	6	5	63

NOM	RETURN 5a./20	RETURN 1a./20	C.A. 5a./10	C.A. 1a./10	EBIT 5a./10	EBIT 1a./10	ROCE 1a./10	ROCE 5a./10	TOTAL /100
Keyware	1	11	6	1	1	1	1	1	23
Kinepolis	5	9	4	3	8	7	5	3	44
Leasinvest	15	10	9	2	8	4	5	5	58
Lotus Bakeries	16	15	5	3	8	8	6	5	66
LSG	2	4	4	5	8	7	6	6	42
Melexis	12	9	6	7	9	7	9	9	68
Miko	13	10	5	3	8	7	7	9	62
Mitiska	2	17	2	1	2	1	2	4	31
Mobistar	13	7	8	7	7	9	9	9	69
Moury Construct	14	7	4	2	8	7	5	3	50
Moustier sur S	18	14	8	4	9	7	7	8	75
Neuhaus	10	4	5	3	8	9	9	6	54
Nord-Sumatra	19	19	5	7	6	6	10	9	81
Omega Pharma	10	7	10	6	8	4	6	7	58
Option	17	19	9	9	1	9	9	3	76
Parc Paradiso	7	2	8	5	8	8	4	2	44
Picanol	14	3	4	2	5	2	2	8	40
Pinguin	4	7	7	3	2	1	3	3	30
Punch	17	16	8	9	9	8	6	5	78
Quest for Growth	5	10	1	4	1	9	1	4	35
Quick	5	13	4	5	8	9	7	6	57
Real Software	1	4	1	1	4	8	5	1	25
Recticel	8	10	4	5	7	8	5	4	51
Resilux	4	1	9	1	7	3	4	5	34
Retail Estates	17	10	9	9	8	7	5	4	69
Rosier	17	9	6	6	8	7	6	4	63
Roularta	7	7	5	6	8	9	7	7	56
Sabca	6	15	1	3	5	5	5	3	43
Saptec	16	13	5	9	9	7	5	4	68
SCF	8	1	8	1	7	4	5	3	37
Serviceflats	18	11	8	7	8	9	6	3	70
Sioen	3	3	6	6	8	6	6	6	44
Siperf	16	10	5	5	8	8	8	8	68
Socfin	18	13	4	3	1	3	9	8	59
Sofina	14	15	5	4	2	9	9	9	67
Solvac	15	13	4	3	1	2	9	9	56
Solvay	12	11	4	4	8	9	6	5	59
Spadel	18	3	4	3	9	5	6	7	55
Spector	3	1	1	3	4	3	5	6	26
Systemat	3	10	3	2	1	3	3	6	31
Telindus	3	13	6	3	2	8	3	2	40
Ter Beke	13	9	4	5	7	9	6	7	60
Tessenderlo	7	3	5	4	7	9	6	4	45
Texaf	19	17	9	9	3	9	6	7	79
Think Media	2	13	8	3	5	9	7	2	49
Tubize	12	12	6	4	5	4	9	2	54
Ubizen	1	2	7	1	1	1	6	1	20
UCB	10	9	10	4	8	7	6	9	63
Umicore	18	16	8	9	7	9	7	6	80
Unies de Porphyre	16	10	2	3	7	3	7	5	53
Van De Velde	13	15	6	6	9	8	8	9	74
VPK Packaging	10	9	6	3	6	3	6	5	48
Warehouses Est.	14	9	4	5	8	7	6	5	58
WDP	17	11	9	4	9	8	5	5	68
Wereldhave Belg.	15	10	5	3	7	4	5	4	53
Zenitel	2	2	1	6	1	1	1	1	15

Source: Base de données BIBLO

• **Saviez-vous que ?** Le cours a été multiplié par plus de cent depuis son plus bas.

• **Evolutions positives :** Le management entend profiter pleinement du potentiel du Congo. Il a l'expertise nécessaire pour y parvenir.

• **Attention :** Le Congo reste un pays risqué en raison de la situation géopolitique. Par ailleurs, l'action est très illiquide.

5^E PLACE :

COLRUYT (79 %)



La stratégie du distributeur de Hal-le (être le moins cher dans le segment des supermarchés traditionnels) lui a plutôt réussi. Le 28 septembre, nous rencontrons le management de **Colruyt** et publierons une interview en octobre.

• **Saviez-vous que ?** La majorité des membres du personnel de Colruyt sont également actionnaires de l'entreprise.

• **Evolutions positives :** Compte tenu de la cherté des cours pétroliers et de la prise de conscience des ménages de l'importance de réduire leurs dépenses en conséquence, Colruyt est appelé à gagner des parts de marché.

• **Attention :** Action chère et pression éventuelle sur les marges bénéficiaires en raison des abaissements de prix de *Carrefour*.

7^E PLACE :

PUNCH (78 %)



Les actionnaires de **Punch** ont dû faire preuve de patience avant d'être récompensés. Le groupe technologique a cependant su combiner idéalement croissance interne et politique de reprise. L'acquisition de *Xeikon*, particulièrement, était une opération judicieuse. *Punch Graphix*, la filiale graphique du groupe technologique, s'échange depuis la fin mai sur le *Alternative Investment Market (AIM)* de la Bourse londonienne.

• **Saviez-vous que ?** La valeur boursière de Punch Graphix au prix

TOP20 CHAMPIONS DU RETURN

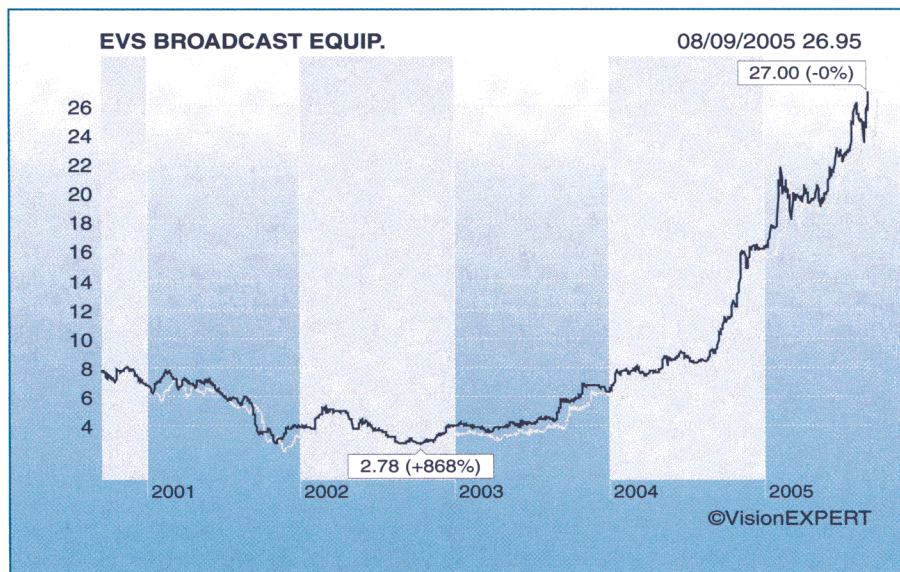
Rang	Nom	Score
1.	EVS	89 %
2.	CMB	85 %
3.	NORD-SUMATRA	81 %
4.	UMICORE	80 %
5.	TEXAF	79 %
	COLRUYT	79 %
7.	PUNCH	78 %
8.	CAMPINE	77 %
9.	OPTION	76 %
10.	MOUSTIER	75 %
11.	CNP	74 %
	VAN DE VELDE	74 %
13.	KBC	71 %
14.	BOIS SAUVAGE	70 %
	HENEX	70 %
	SERVICEFLATS	70 %
17.	ELECTRABEL	69 %
	MOBISTAR	69 %
	RETAIL ESTATES	69 %
20.	AGRIDEC	68 %
	GBL	68 %
	MELEXIS	68 %
	SIPEF	68 %
	WDP	68 %

de placement de 100,8 millions de livres britanniques (146,7 millions EUR) représentait plus de 30 % de la valeur boursière de l'ensemble du groupe Punch.

• **Evolutions positives**: Résultats prévisibles.

• **Attention**: Le Punch 'd'origine' n'est plus une valeur de croissance aujourd'hui.

Au cours des cinq dernières années, c'est EVS qui a créé le plus de valeur pour ses actionnaires. Son management a permis aux actionnaires de profiter pleinement des bénéfices engrangés.



8^E PLACE: CAMPINE (77 %)



Campine produit des matières plastiques et de l'oxyde d'antimoine, et recycle des batteries au plomb. Ces deux dernières années, le groupe a profité du niveau de prix élevé du plomb sur le marché londonien (LME). La société a par ailleurs distribué un généreux dividende ces deux dernières années.

• **Saviez-vous que ?** La société traite 40.000 tonnes de batteries au plomb chaque année. Il s'agit de sept à huit millions de batteries provenant du Benelux, du Nord de la France et l'Allemagne. A cet égard, Campine figure dans le top cinq européen.

• **Evolutions positives**: Les prix du plomb évoluent favorablement, l'action a été scindée en dix.

• **Attention**: L'entreprise dépend beaucoup des prix du plomb et est donc cyclique.

9^E PLACE: OPTION (76 %)



La société technologique de Louvain est à l'origine de l'un des come-back les plus retentissants de l'histoire récente de la cote belge. Option s'est hissé au rang de leader de marché dans le segment des cartes de données pour la communication sans fil (ordinateurs portables). Option a également vu le nombre de ses clients et de ses partenaires augmenter sensiblement.

• **Saviez-vous que ?** Il y a seulement trois ans, l'action Option valait 0,6 EUR.

• **Evolutions positives**: Leader mondial, concurrence relativement limitée et valorisation intéressante.

• **Attention**: Le succès des cartes de données 3G peut attirer de plus gros clients à plus long terme et donc, titiller la concurrence, et notamment la nouvelle technologie Intel (Wi-Max) à partir de 2008.

10^E PLACE: MOUSTIER (75 %)

MOUSTIER

Ce holding de Boël a une importante participation dans Danone (plus de 50 % de la valeur intrinsèque), Danasia (activités de Danone en Asie) et dans le holding-mère Sofina. Moustier a profité ces derniers mois des rumeurs de reprise autour de Danone.

• **Saviez-vous que ?** Chaque pour cent de hausse de l'action Danone induit une augmentation de 1 % du titre Moustier.

• **Evolutions positives**: Malgré la sensible progression des dernières années, Moustier est encore surévalué de 25 % par rapport à sa valeur intrinsèque. Candidat au delisting.

• **Attention**: Le cours de Danone est actuellement nourri exclusivement par les rumeurs de reprise. Des prises de bénéfices sont donc possibles à court terme, si Danone n'était finalement pas absorbé. ■