

Familie staat garant voor waardecreatie op lange termijn

| Familiaal gecontroleerde Belgische bedrijven schiepen voorbij tien jaar meest waarde | 24 Belgen kloppen Warren Buffett



ANALYSE
PATRICK MILLECAM
GEDELEGEERD BESTUURDER
VALUE SQUARE

Belgische bedrijven moeten niet onderdoen voor Warren Buffett als het gaat om waardecreatie. Van de 88 Brusselse aandelen die we onderzochten, legden 24 een beter parcours af over de jongste tien jaar dan Buffetts beleggingsvehikel Berkshire Hathaway. Wat opvalt, is dat met uitzondering van CFE alle bedrijven uit de top 10 een familiale aandeelhouder hebben.

Jaarlijks berekenen we bij Value Square de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die minstens tien jaar op de beurs noteren; dit jaar waren dat er 88. We vergelijken hun prestaties met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett, de beste belegger van de afgelopen decennia.

Over de afgelopen 46 jaar - van eind 1964 tot eind 2010 - kon Buffett de boekwaarde per aandeel van zijn holding met 490,409 procent doen stijgen of met 20,2 procent per jaar. Volgens Buffett geeft de evolutie van de boekwaarde een goed idee over de evolutie van de intrinsieke waarde.

GROTE GETALLEN

De afgelopen tien jaar steeg de boekwaarde van Berkshire Hathaway met 9 procent per jaar, een pak minder dan zijn langetermijngemiddelde, wat voornamelijk te maken heeft met de wet van de grote getallen. Hoe groter je bent, hoe moeilijker om de groei uit het verleden ook naar de toekomst door te trekken.

Van de 88 Belgische bedrijven presteerden er over de afgelopen tien jaar 24 beter dan Berkshire Hathaway. Op de jaarvergadering van Brederode merkte voorzitter Pierre Van der Mersch onlangs terecht op dat de prestatie van Buffett in euro vermoedelijk een pak minder zal zijn door de daling van de Amerikaanse dollar. En inderdaad, de waardecreatie per jaar in euro bedraagt slechts 5,3 procent per jaar. Daardoor doen 50 van de 88 Belgische bedrijven het beter dan Berkshire Hathaway.

De fundamentele waardecreatie beoordelen we aan de hand van de volgende formule: we bekijken de evolutie van de boekwaarde per



De jaarlijkse waardecreatie van Texaf gedurende de afgelopen tien jaar bedraagt een astronomische 91,3 procent.

aandeel en tellen daar de netto-dividenden bij op die de aandeelhouders hebben gekregen. We maken een correctie voor kapitaalverhogingen. De analyse van die fundamentele waardecreatie of het trackrecord is een van de zes pijlers waarop wij de kwaliteit van beursgenoteerde bedrijven beoordelen.

De fundamentele waardecreatie van alle Belgische bedrijven bedraagt over de afgelopen tien jaar gemiddeld 7 procent per jaar.

Dit is het vijfde jaar op rij dat we deze oefening doen. In 2006 won Van de Velde over de periode 1996-2006, in 2007 en 2008 Omega Pharma, in 2009 Mobistar, gevolgd door opnieuw Omega Pharma. Mobistar komt dit jaar niet voor in de rangschikking omdat het mobiliteitsbedrijf tien jaar geleden een negatief eigen vermogen had ten gevolge van de afschrijving van de veel te duur betaalde UMTS-licentie en de intrastelkosten door de zware schuldfinanciering. Heel soms kan de prestatie over een lange termijn van tien jaar een verkeerd beeld geven.

Dit jaar wordt de rangschikking aangevoerd door Texaf. Omega Pharma zakt van de tweede plaats vorig jaar naar de 14de plaats vandaag. Het bedrijf uit Nazareth kon de afgelopen jaren zeer sterk groeien, maar kampt een beetje met de wet van de grote getallen. Men speelt nu in de Champions League samen met de grootste OTC-bedrijven in de wereld. Door de iets tragere groei en het kritische beleggerspubliek is de relatieve waardecreatie van Omega Pharma op de beurs sterk gedaald. Eind jaren 90 waren beleggers bereid voor Omega Pharma een aantal keer de omzet te betalen. Vandaag wil men nauwelijks 1 keer de omzet betalen. Nochtans heeft het niks te maken met een lagere rendabiliteit, want de courante nettowinstmarge schommelt al jaren rond 9 procent. Het is dan ook niet zo onlo-

gisch dat referentieaandeelhouder Marc Coucke een eventuele beurs-exit bestudeert.

Texaf creëerde de afgelopen tien jaar het meest fundamentele aandeelhouderswaarde van alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het eigen vermogen steeg van 0,22 euro per aandeel in 2000 naar 140,76 euro in 2010. Een belegger kreeg over die periode ook 6,93 euro aan nettodividenden. De waardecreatie per jaar gedurende de afgelopen tien jaar bedraagt een astronomische 91,3 procent.

RAND VAN DE AFGROND

Texaf heeft zijn eerste plaats te danken aan een uitzonderlijke situatie in het jaar 2000. Toen stond 'Textiles Africains' aan de rand van

de afgrond. Ooit was het de grootste stoffenproducent van Afrika. Men produceerde begin jaren 90 meer dan 20 miljoen meter doek per jaar. Daarna werd Congo - toen nog Zaïre - geplunderd. Het distributieapparaat viel in duigen, de eigen katoenplantages werden vernield en de Chinese concurrenten verkochten hun stoffen tegen een lagere prijs dan de inkoopprijs van katoen. Omdat Texaf heel wat schulden had, was de groep bijna failliet. Het eigen vermogen zakte van 8,9 miljoen euro in 1999 naar 72.000 euro eind 2000. Het filiaal Utafrica werd veroordeeld tot de terugbetaling van een schuld (en boete) van ruim 30 miljoen euro aan een filiaal van de Wereldbank. Twee weken later werd president Laurent-Désiré Kabila vermoord.

Cobepa, de eigenaar van Texaf, besliste in 2002 zich terug te trekken en verkocht zijn Congolese textieldochter via een managementbuy-out aan gedelegeerd bestuurder Philippe Croonenberghs, die vandaag bijna 70 procent van de aandelen in handen heeft. Sindsdien gaat het veel beter met Texaf. De CEO investeerde volop in vastgoed (appartementen, villa's met zwembad, commerciële ruimtes en kantoren) in de hoofdstad Kinshasa.

Het vastgoedpark van Texaf is sterk rendabel. De groep verhuurt appartementen aan 4.000 euro per maand, een pak duurder dan in Knokke. Er staan nog veel projecten op stapel, maar de financiering is een groot probleem. Een 100 procent deelneming in de grootste zandsteengroeve van Kinshasa draagt voor 40 procent bij tot de groeps cashflow. Op termijn wil de CEO de oorspronkelijke landbouwactiviteiten nieuw leven inblazen. Politicus Herman De Croo is onafhankelijk bestuurder bij Texaf. Dominique Moorkens (Alicopa) neemt er het voorzitterschap waar.

Bernard de Gerlache de Gomey is er ook bestuurder. Hij is tevens bestuurder bij de plantageholding Sipef. Net als Texaf stijgt Sipef de jongste jaren steevast in onze rangschikking van Belgische waardescheppers. Sipef stijgt een plaatsje van 4 naar 3. De boekwaarde ging in 2010 35 procent hoger, te danken aan de goede operationele resultaten en de toename van de waarde van de biologische activa van de palmolieplantages in Indonesië en Papoea-Nieuw-Guinea. Palmolie is een zeer rendabele business aan palmolieprijzen boven 1.000 dollar per ton.

EVS bekleedt de tweede plaats, net zoals in 2007 en 2008. EVS is het enige pure technologiebedrijf in de top 10. Met zijn digitale beeldproductiesystemen is EVS vrijwel 'incontournable' voor alle

respectabele televisiestations die sportwedstrijden op een hoogkwalitatieve manier willen uitzenden. Als u tijdens een live sportwedstrijd naar vertraagde beelden kijkt, dan is de kans meer dan 80 procent dat die tv-beelden geproduceerd werden door EVS-servers.

Dat Colruyt en Van de Velde opnieuw in de top 10 prijken, is bijna voor niemand nog een verrassing. Beide bedrijven noteren daar al vijf jaar onafgebroken. Colruyt is de primus in voedingsdistributie in België. Het behaalt de hoogste marges in zijn sector in een moeilijke markt door een focus op lage kosten. Het geeft vele (ook buitenlandse) concurrenten het nakijken. Ook Van de Velde slaagt erin om in een moeilijke markt blijvend marktaandeel te winnen. Er valt goed geld te verdienen door de frustraties van vrouwen over hun lichaam en borsten te verminderen door hen lingerie aan te bieden van een hoge kwaliteit, zowel op vlak van pasvorm, mode en snit. Die service kan het best geboden worden via de zelfstandige winkelier in het pashokje.

KRAANTJESWATER

Spadel, de marktleider in het merksegment van de natuurlijke mineraalwaters (Bru, Spa) in de Benelux, blijft op de zesde plaats hangen. Het bedrijf kampt de jongste tijd met concurrentie van kraantjeswater en niet-merkwat. Daarom blijft het verder investeren - ook in zijn merken. Het bedrijf had eind 2009 een berg cash (gelijk aan twee derde van het eigen vermogen) en keerde een uitzonderlijk dividend van 14 euro uit aan de aandeelhouders.

We blijven in de voedingssector met plaatsen 7 en 8. Lotus Bakeries probeert de consumptie te verleden met speculooskoekjes en -pasta. Daar hoort ongetwijfeld een kop Miko-koffie bij.

De investeringsmaatschappij Ackermans & van Haaren (AvH) is evenmin weg te slaan uit de hoogste regionen. Al vijf jaar bekleedt AvH ongeveer de 10de plek in deze rangschikking. We zien dan ook weinig redenen waarom het aandeel met een korting zou moeten noteren tegenover zijn intrinsieke waarde. Luc Bertrand & co deden de boekwaarde per aandeel in de afgelopen tien jaar toenemen met 14,7 procent per jaar.

De sterkste stijger uit de top 10 is CFE. De waardecreatie bij deze aannemingsmaatschappij met als referentieaandeelhouder het Franse Vinci is vooral te danken aan de baggergroep DEME. DEME is voor 50 procent in handen van CFE en voor 50 procent van AvH. DEME domineert samen met het Aalsterse De Nul en de Nederlandse bedrijven Boskalis en Van Oord de baggermarkt in de wereld. DEME creëert land voor de toekomst. Dat is nodig ter ondersteuning van een groeiende wereldwijde economie die nood heeft aan energie en infrastructuur, zowel op land als in zee. Door de stijgende zeespiegel en ter voorkoming van over-

stromingen is er een grote nood aan kustbescherming.

Deze lijst is geen koopaanbeveling, maar wel een bewijs van waardecreatie uit het verleden. Prestaties uit het verleden bieden geen garantie voor prestaties naar de toekomst.

Ten slotte nog een woordje over de Belgische holdings. Zij zakken vrijwel allemaal verder in de rangschikking. Omdat hun boekwaarde door de toepassing van de IFRS-boekhoudnormen aangepast wordt aan de reële waarde van hun beursgenoteerde activa, zijn zij onderhevig aan de capriolen van de beurs. U weet dat de beurs niet efficiënt is en dat aandelen soms te duur en soms te goedkoop noteren.

Over de afgelopen tien jaar creëerde Gimv niet de beste resultaten als we die vergelijken met vele andere holdings of investeringsmaatschappijen. Dat heeft hoofdzakelijk te maken met het grote gewicht (38,45%) in het jaar 2000 van de beursgenoteerde participaties én het feit dat de beurzen over de afgelopen tien jaar gemiddeld niet zo goed presteerden.

Barco was in 2000 goed voor een gewicht van 21 procent in de totale intrinsieke waarde van Gimv en noteerde toen op 79,90 euro. Eind maart 2011 stond Barco op 54,28 euro, of 32 procent lager dan tien jaar geleden. Gimv verkocht wel twee derde van zijn participatie in Barco aan institutionele investeerders in 2004 tegen 66,50 euro. Vroeg of laat zal Barco - dat heel lang bij Gimv in portefeuille zit - verkocht worden. We willen hier ook de mindere prestatie van Gimv nuanceren. Over de afgelopen 30 jaar genereerde Gimv een gemiddelde return van 12,2 procent. Tien jaar is lang, maar zelfs dan nog steeds een momentopname, met voor Gimv een ongelukkige startwaarde en een 71ste plaats in onze rangschikking van waardecreatie.

De Belgische holding Texaf was ooit de grootste stoffenproducent van Afrika.

In NPM kan u niet meer beleggen. Voor veel beleggers is dat met spijt in het hart. Wie 23 jaar geleden aandelen NPM kocht, had daar een gemiddelde jaarlijkse return op van 12,5 procent. Albert Frère is zijn imperium grondig aan het herstructureren en aan het voorbereiden voor de volgende generatie. In dat kader haalde hij zijn Belgische topholding van de beurs. Gérard Frère gaat vroeger met pensioen dan

zijn vader Albert. We hopen dat de schoonzoon Ian Gallienne niet vroeger met pensioen zal gaan dan schoonpapa Albert en dat hij de prestaties van GBL sterk verbetert, want met een gemiddelde fundamentele return van slechts 2,1 procent per jaar over de afgelopen tien jaar kan de belegger niet echt tevreden zijn. Maar hoop doet leven. Veel NPM-aandeelhouders hebben hun centen geherinvesteerd in GBL in de hoop een even succesvol parcours als dat van NPM te herhalen.

■ U kan de volledige lijst krijgen door een mail te sturen naar info@value-square.be

Hitparade Belgische 'waardecreatiekampioenen' 2000-2010

	Boekwaarde (in euro)		Dividenden	Waardecreatie per jaar
	2000	2010		
1 Texaf	0,22	140,76	6,93	+91,3%
2 EVS	1,54	4,51	10,21	+25,4%
3 Sipef	4,50	31,07	3,83	+22,4%
4 Colruyt	1,68	7,94	3,84	+21,5%
5 Van de Velde	3,21	11,61	9,40	+20,7%
6 Spadel	6,86	21,47	16,89	+18,8%
7 Lotus Bakeries	33,9	142,12	31,27	+17,7%
8 Miko	10,11	43,34	5,92	+17,2%
9 Ackermans & vH	14,83	51,09	7,52	+14,7%
10 CFE	10,39	35,60	5,72	+14,3%
11 Gimescaut	239,88	822,24	91,25	+14,3%
12 Melexis	1,55	2,21	3,56	+14,0%
13 Duvel	8,20	21,59	5,75	+12,8%
14 Omega Pharma	7,78	29,64	3,18	+12,1%
15 UCB	8,26	25,03	6,57	+11,9%
16 Nationale Bank	2867	8170	627,9	+11,3%
17 VPK Packaging	13,94	37,00	3,77	+11,0%
18 Campine	8,47	17,03	7,10	+10,7%
19 Rosier	82,81	181,00	48,15	+10,6%
20 Econocom	2,29	5,33	1,45	+10,2%

Bron: Value Square

NIEUWTJES VAN BEURSGENOTEERD BRUSSEL

Duvel Moortgat

'Na de overname van Brouwerij De Koninck hebben wij qua merkenportefeuille een interessant tussenstadium bereikt.' Dat zei Michel Van Hemele, voorzitter van de raad van bestuur van Duvel Moortgat, op de algemene vergadering. De bijeenkomst werd bijgewoond door een 150-tal aandeelhouders, maar verliep dit jaar opvallend rustig. Dat was waarschijnlijk toe te schrijven aan het feit dat dit jaar vooraf geen Duvel werd geschonken.

Ageas

De verzekeraar Ageas, de erfgename van de vroegere financiële dienstverlener Fortis, kan zijn nettoskaspositie bijna zien halveren. Beleggers kunnen eeuwigdurende obligaties van BNP Paribas Fortis bij Ageas omruilen voor cash. Dat is voor Ageas maximaal een investering van 1 miljard euro cash - de helft van het 'spaarpotje' van 2,1 miljard euro of 0,85 euro per aandeel. In ruil ontvangt de verzekeraar op die belegging rentebetalingen van BNP Paribas Fortis. Een nadeel is dat de volatiliteit in de resultaten van Ageas zal toenemen.

Mobistar

De geruchtenmolen rond Mobistar blijft draaien. Stéphane Richard, de topman van France Telecom, verklaarde deze week op de investor day dat 'België (lees: Mobistar) een belangrijk land is voor de mondiale voetafdruk van de groep'.

Toch blijven enkele analisten ervan uitgaan dat France Telecom zijn belang van 52,9 procent - goed voor 1,6 miljard euro - in Mobistar zal verkopen. 'Na de investor day van France Telecom lijkt de consensus te zijn dat de groep haar belang in Mobistar zal verkopen. En als de Fransen verkopen, zal dat onder de Belgische wet - drempel-

overschrijding van 30 procent - leiden tot een volledige verkoop van het bedrijf', schrijft Usman Ghazi, analist van de Duitse Berenberg Bank. Volgens Ghazi is een bod van 56 euro per aandeel risicovol maar doenbaar.

Nyrstar

Nyrstar maakt op maandag 20 juni zijn intrede in de Bel20. De zinkspecialist neemt dan het vrijgekomen zitje in van de holding NPM, die vorige week van de koerstabelen verdween. De Bel20-index telt sinds eind april maar 19 leden. Toen verdween NPM uit de Brusselse beursbarometer na

de overname van de holding door de Waalse financier Albert Frère en BNP Paribas.

Retail Estates

De Ternatse vastgoedbeleg Retail Estates heeft zijn vastgoedportefeuille in het voorbije boekjaar de kaap van een half miljard euro zien halen. Het boekjaar werd afgesloten met een stijging van de netto courante winst met ruim 17 procent. Retail Estates trekt het dividend met 3 procent op.

RHJ

Kleinwort Benson, de financiële-dienstendochter van RHJ Interna-

tional, heeft de overname van Close Offshore Group (COG) afgerond. Daarmee dikt de portefeuille vermogensbeheer van Kleinwort Benson met 1,6 miljard pond (1,8 miljard euro) aan.

Voor de overname telde Kleinwort Benson 26,4 miljoen pond in cash neer, maar die som kan nog aangepast worden. Bij de aankondiging van de transactie in maart was sprake van 29,1 miljoen pond.

Think Media

Het beursgenoteerde mediabedrijf Think Media kreeg dinsdag een flinke blaam. De beurswaakhond

FSMA verwijt het bedrijf regelmatig te laat financiële informatie openbaar te maken. Bovendien heeft de FSMA bedenkingen bij de inhoud van die informatie, een bezorgdheid die wordt gedeeld door de revisor van het bedrijf.

TiGenix

Het biotechbedrijf TiGenix is erin geslaagd 15,2 miljoen euro op te halen bij de kapitaalronde. Maar het bedrijf moest daarvoor wel de 'scrips' - de niet-uitgevoerde inschrijvingsrechten - gratis veilen, waardoor de 'kopers' de facto aandelen TiGenix tegen 1 euro konden oppikken.