

WAARDESCHIPPERS 1998-2007

■ (tijd) - Het farmaceutisch bedrijf Omega Pharma heeft de afgelopen tien jaar het meest waarde gecreëerd van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dat blijkt uit een studie van Value Square Asset Management De winnaar van vorig jaar, linteriefabrikant Van de Velde, moet nu tevreden zijn met de vierde plaats.



ANALYSE

Patrick MILLECAM
Value Square

W e hebben enkel die aandelen weerhouden die sinds 1998 op de beurs noteren. De waardecreatie of het trackrecord beoordelen we aan de hand van een eenvoudige formule. We bekijken de evolutie van de boekwaarde per aandeel en tellen daar de nettodividenden bij op die de aandeelhouders hebben gekregen. We corrigeren voor kapitaalverhogingen, waarbij we het verschil van de prijs waartegen een bedrijf naar de beurs komt en de boekwaarde per aandeel aftrekken. Vaak zien we dat kapitaalverhogingen aan astronomisch hoge koersen niet leiden tot waardecreatie, integendeel.

INTRODUCTIES

Eind jaren negentig zagen we heel wat beursintroducties aan gekke prijzen. In 1998 kwam Kinepolis aan 39,66 euro (1.600 frank) naar de beurs. De beursintroductie was meer dan 75 keer over ingetekend. Die prijs kwam overeen met 101 keer de winst over boekjaar 1997. In het Brusselse beursgebouw werd dit, zoals gebruikelijk bij een IPO, plechtig gevierd, waarbij de toeschouwers realtime de eerste beursnotering op een groot scherm konden aanschouwen. Op de eerste handelsdag kon evenwel geen beurskoers gevormd worden, omdat al de beleggers die geen aandelen gekregen hadden, stonden te drummen om tegen om het even welke prijs te kopen. Uiteindelijk kwam er een biedkoers op het bord van 54 euro. Dat kwam neer op een koerswinstverhouding van 136.

Kinepolis is echter geen alleenstaand feit. Ook bij Omega Pharma, IBA, Netvision (Ubizen) en Real Software waren beleggers euforisch, waardoor hun beursintroductie tientallen keren overingerescreven werd.

Vandaag zien we een heel ander beeld. Het is pessimisme troef. Nu lijkt de ratio eerder omgekeerd te zijn. Voor elke koper lijken er tientallen verkopers. En de koerswinstverhoudingen zijn nu gedaald richting 5 à 10. U kan vandaag ook niet intekenen op nieuwe beursintroducties, want er zijn er gewoon geen.

De legendarische investeerder Warren Buffett ziet vandaag heel wat koopjes in de markt. Van zijn resterende cashmiddelen heeft hij



Marc Coucke slaagde erin in de periode 1998-2008 met Omega Pharma 52,10 procent waarde per jaar te creëren.

FOTO: LIEVEN VAN ASSCHIE

al meer dan de helft ingezet de laatste weken. Zo kocht hij aandelen in Goldman Sachs, General Electric, BYD Company (Chinese batterijproducent) en deed hij een bod op Constellation Energy. De investeerder Sir John Templeton zei ooit: 'To buy when others are despondently selling and to sell when others are avidly buying requires the greatest fortitude and pays the greatest ultimate rewards'. Toegegeven, het vergt stalen zenuwen van de beleggers vandaag om de emoties de baas te kunnen.

Bij Value Square maken we van elke onderneming die we opvolgen een voldoende lange historiek. Zo kunnen we vaststellen hoe een onderneming fundamenteel waarde heeft gecreëerd en hoe de beurskoers van een aandeel evolueert tegenover zijn fundamenten. Warren Buffett beoordeelt de waardecreatie van zijn investeringsvehikel Berkshire Hathaway aan de hand van de evolutie van de boekwaarde per aandeel. Hij voegt er wel aan toe dat de absolute boekwaarde op zich geen indicatie is van de intrinsieke waarde. Bij zijn beleggingsvehikel is de berekening van de 'shareholder value' nog eenvoudiger omdat alle winsten worden ingehouden en er geen dividenden worden uitgekeerd.

De boekwaarde van Berkshire Hathaway groeide de afgelopen tien jaar met 11,8 procent per jaar van 25.488 dollar per aandeel naar 78.008 dollar per aandeel vandaag. Berkshire Hathaway blijft voor vele beleggers en ook voor ons een grote voorbeeld. Sinds 1965 draagt de samengestelde return 21,1 procent per jaar. Eind 1964 droeg de boekwaarde van Berkshire Hathaway 19,5 dollar per aandeel. In die 43 jaar vermenigvuldigde Buffett de boekwaarde per aandeel met een factor 4.009. Had u die 19,5 dollar in de Amerikaanse beurs (S&P 500) gestopt dan was deze aangedikt met een factor 68,4.

Dat illustreert eens te meer de kracht van samengestelde interest

Value creatie in België laatste 10 jaar

	Boekwaarde				Totaal	Waarde creatie*
	1997	2007	som div	correctie		
Omega Pharma	0,3	23,7	1,5	8,2	17,0	52,1%
EVS	0,2	3,2	5,5	1,0	7,7	46,9%
Mobistar	1,9	12,1	13,0	1,8	23,3	28,4%
Van de Velde	1,7	8,7	6,5	0,0	15,2	24,8%
Inbev	3,5	22,3	4,2	5,3	21,2	19,7%
Auximines	234,7	1.216,4	67,6	0,0	1.284,0	18,5%
Melexis	1,0	1,8	3,5	0,0	5,3	18,3%
Colruyt	8,4	30,2	13,8	0,0	44,0	18,0%
Roularta	4,8	26,1	4,6	6,6	24,1	17,5%
Ackermans & van Haaren	10,6	47,2	5,1	0,0	52,2	17,3%
NPM	14,0	59,7	4,3	0,0	64,0	16,4%
Econocom	0,6	3,2	0,9	1,5	2,7	16,1%
UCB	5,3	24,9	5,6	7,5	22,9	15,7%
Sioen	1,7	6,9	1,5	1,6	6,9	15,1%
Miko	8,8	30,9	5,1	2,6	33,5	14,2%
KBC	17,8	50,7	16,3	0,0	67,0	14,2%
GBL	35,7	122,4	11,2	0,0	133,6	14,1%
Lotus Bakeries	27,6	85,8	16,8	0,2	102,4	14,0%
CFE	12,7	24,2	2,7	1,8	46,1	13,8%
Duvel	7,9	17,4	3,8	-7,3	28,5	13,7%
Spadel	10,4	32,7	4,9	0,0	37,6	13,7%
Brederode	12,1	38,0	4,0	0,0	42,0	13,3%
Saptec	32,2	94,0	13,6	0,0	107,7	12,8%
Atenor	7,9	20,5	8,2	2,5	26,2	12,8%
Compagnie Bois Sauvage	158,4	448,1	57,4	0,0	505,6	12,3%
Berkshire Hathaway	25.488,0	78.008,0	0,0	0,0	78.008,0	11,8%

mediafin Bron: Value Square Asset Management, (*) Inclusief dividenden

Historiek kapitaalverhogingen Omega Pharma

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
kapitaal verhoging in miljoen euro	9,4	4,1	169,2	2,7	46,4	5,6	0,9	1,4	2,1	8,0
aantal nieuw gecreëerde aandelen (x1.000)	3.617,2	410,1	4.765,8	64,5	1.061,9	250,8	155,3	84,1	574,1	221,2
kapitaalverhoging prijs per aandeel	2,6	10,0	35,5	42,3	43,7	22,4	5,9	16,6	3,6	36,3
meerwaarde in miljoen euro	8,5	3,8	165,0	2,2	33,8	2,1	0	0,1	0	3,6
totale meerwaarde door kapitaalverhoging boven de boekwaarde	219 miljoen euro of 8,19 euro per aandeel									

mediafin Bron: Value Square Asset Management

op lange termijn of hoe waarde in het kwadraat productief kan zijn. Uiteraard bekijken we bij onze analyses nog heel wat andere fundamentele parameters om de kwaliteit van een potentiële investering te screenen. Zo zijn solvabiliteit en liquiditeit (bij de banken) van groot belang.

BELGIË

Liefst 25 Belgische bedrijven konden hun boekwaarde per aandeel (+ dividenden) met meer dan 11,8 procent per jaar doen stijgen

de voorbije tien jaar (tabel 1). Het peloton wordt dit jaar aangevoerd door Omega Pharma. Vorig jaar werd de ranglijst aangevoerd door linteriefabrikant Van de Velde.

We hebben bij de nieuwkomers ('new') heel wat werk gehad om de waardecreatie te corrigeren voor kapitaalverhogingen om overnames te financieren. Omega Pharma heeft in elk jaar na de beursgang tot nu toe nieuwe aandelen gecreëerd (zie tabel 2). Ondanks de kritiek die gedelegeerd bestuurder Marc Coucke vaak te slikken krijgt, kun-

” Ondanks de kritiek die gedelegeerd bestuurder Marc Coucke vaak te slikken krijgt, kunnen we niet anders dan vaststellen dat Omega Pharma een prachtig parcours heeft afgelegd.

boekwaarde eind 2007 bedraagt 23,7 euro per aandeel.

In Tabel 1 ziet u voor elk jaar van 1998 tot 2007 de berekening van de correctie op de diverse kapitaalverhogingen. Alles wat Omega Pharma meer ophaalde dan het eigen vermogen per aandeel voor de kapitaalverhoging wordt afgetrokken. Dit getal wordt vervolgens vermenigvuldigd met het aantal gecreëerde aandelen en gedeeld door het totaal aantal aandelen. Bijvoorbeeld in 2002 haalde Omega 46,39 miljoen euro op via de uitgifte van 1,06 miljoen aandelen aan een prijs per aandeel van 43,68 euro. Eind 2001 bedroeg de boekwaarde per aandeel van Omega Pharma 11,8 euro. Het verschil tussen 43,68 en 11,8 (31,88 euro) wordt vermenigvuldigd met het aantal gecreëerde aandelen (1,06 miljoen), wat 33,82 miljoen euro oplevert. Doen we die oefening voor de periode 1998 tot en met 2007 en delen we door het totaal aantal aandelen in omloop dan bekommen we die 8,19 euro. Dit getal wordt afgetrokken van de boekwaarde van 2007 om op het totaalbedrag van 17 euro te belanden.

Het dividend is bij Omega Pharma 'goed' voor 8,7 procent van de waardecreatie. Marc Coucke mag zich een rijk man noemen, hij kon zijn vermogen met een factor 66,2 vermenigvuldigen sinds 1997.

Op plaats 2 en 3 staan twee nieuwkomers, twee beursintroducties van 1998, EVS en Mobistar. EVS is de laatste jaren uitgegroeid tot een wereldspeler in de 'broadcast' markt. Met zijn servers kan de wereld nu naar de vertraagde sportbeelden kijken in hoge definitie. Mobistar moest in die eerste 5 jaar (1997-2001) verliezen boeken omdat het moest opboksen tegen monopolist Belgacom en een nieuw mobilofonienetwerk van scratch uit de grond stampon.

Lingerieproducent Van de Velde prijkt nog steeds bovenaan in de lijst, nu op de vierde plaats. De linteriemerken Marie Jo en Prima Donna deden de boekwaarde per

aandeel met circa 25 procent per jaar aandikken. Dat jaar zal het iets minder zijn. Maar Van de Velde zaait nu (Intimacy, Top Form, Andres Sarda) om over een aantal jaren weer te kunnen oogsten.

Op plaats 5 prijkt Inbev, een samsmelting van Interbrew met het Braziliaanse Ambev. Ook Inbev groeide bijna elk jaar dankzij acquisities waarvoor nieuwe aandelen werden gecreëerd. Binnenkort start de kapitaalverhoging voor de financiering van de overname van Anheuser-Busch.

De top-10 wordt vervolledigd met Auximines, Melexis, Colruyt, Roularta en Ackermans & van Haaren. Negen van de tien aandelen uit de top-10 zijn familiaal geleide bedrijven, waarbij de familie niet alleen referentieaandeelhouder is, maar tevens een prominente rol speelt in het dagdagelijkse en het strategische beleid.

HOLDINGS

U kan ook opmerken dat de holdings zoals NPM, GBL, Brederode, Sofina dit jaar fors zijn teruggevalen als u de rangschikking van kolom '2006' met '2007' vergelijkt. Dit heeft hoofdzakelijk te maken met de IFRS-boekhoudregels, waarbij de holdings hun beursgenoteerde belangen aan marktwaarde (en dus beurswaarde) moeten waarderen. En u weet wat de beurs gedaan heeft. De 'Financial weapons of mass destruction', waar Buffet in 2003 voor waarschuwde, treffen nu wereldwijd de financiële sector. Niemand kon voorzien dat deze crisis zo hard zou toeslaan. Enkel KBC prijkt nog in de bovenste rangschikking van onze lijst. Dexia en Fortis zijn verder weggezakt en zullen dit jaar jammer genoeg niet omhoog klimmen.

We gingen in deze analyse enkel na hoe de beursgenoteerde bedrijven hun fundamentele waarde per aandeel hebben doen toenemen. Of u er ook geld mee verdient heb, hangt af van het tijdstip wanneer u de aandelen kocht en verkocht op de beurs. Vandaag noteren vele bedrijven op het laagste niveau in meer dan 10 à 20 jaar tegenover hun fundamentele waarde. Dat de economie ooit zal herstellen, dat is zeker, maar of het weken, maanden of jaren duurt, dat kan niemand voorspellen. Maar als ze herstellen, dan zullen bedrijven weer een normale waardering krijgen op de beurs. Vandaar dat we geduld zullen moeten uitoefenen en nu de handdoek zeker niet in de ring mogen gooien.

Onze excuses aan bedrijven die de voorbije jaren opgesplitst werden zoals de groep rond de familie Saverys (CMB, Exmar, Euronav) en DISTRIGAS/Fluxys. Ook de vastgoedbevaks werden niet in de studie opgenomen.

Van de 54 Belgische aandelen die we bestudeerden bedraagt de gemiddelde waardecreatie per jaar 11,6%. Het gemiddelde Belgische bedrijf doet het dan ook vrij goed. Als belegger komt het er dan ook op aan die aandelen uit te kiezen die fundamenteel waarde creëren naar de toekomst.

U kan de volledige lijst bekomen via info@value-square.be. De auteur is gedelegeerd bestuurder bij Value Square Asset Management

De week volgens Johan Van Geeteruyen

Elke week laten we een specialist aan het woord over de actualiteit op de markten. Vandaag is dat Johan Van Geeteruyen, fondsbeheerder bij Petercam.



‘Paniek is een slechte raadgever. Op dit ogenblik verkoop je best niet meer’

Wat doet de Belg nu best? Zijn aandelen alsnog dumpen, beginnen met kopen of wachten en alle geld ondertussen stoppen in hoogrentende spaar- of termijnrekeningen?

Johan Van Geeteruyen: 'De markt heeft me al een paar keer in het ongelijk gesteld, maar ik blijf bij mijn mening dat je op dit ogenblik best niet meer verkoopt. De beurs is 95 procent emotionaal. Het moeilijkste maar het beste is gefocust te blijven op de fundamentals. Paniek is een slechte raadgever! Wie een langetermijnvisie heeft kan op dagen van zware correcties een aantal kwaliteitsaandelen bijkopen. Het is geen markt om speculatieve posities in te nemen.' 'De Fed trekt alle registers open

en in Europa is de eerste aanzet gegeven met de geconcerteerde rentedaling. Dat wil niet zeggen dat de problemen ineens zullen verdwijnen en dus zullen we nog een aantal dips krijgen. Houd dus voldoende buskruit over om die op dergelijke momenten in te zetten. Spreiding is altijd een goede strategie geweest. Spaar- en termijnrekeningen zijn de ideale wachtkamers voor cash.'

Wat betekent de ineenstorting van de beurzen in het algemeen en de 'veilige goederhuisvader-aandelen' KBC, Dexia en Fortis in het bijzonder voor de aandeelnaappeltij van de Belg op de lange termijn?

Van Geeteruyen: 'L'histoire se répète. Tijdens de TMT-crisis (tech-

” De beurs is 95 procent emotionaal. Het moeilijkste maar het beste is te blijven focussen op de fundamentals.

nologie, media en telecom) hebben de beurzen ook zwaar afgezien. Heel veel Belgen hebben toen de beurs de rug toegekeerd gezien de grote verliesposten. Zodra het momentum terugkomt en niet lijkt te verzwakken komen de beleggers bij mondjesmaat terug. Dat zal ook deze keer weer het geval zijn totdat er zich opnieuw een correctie aandient.'

KWALITEITSBEDRIJVEN

Zelfs bedrijven die nog veel winst maken, als Umicore, Bekaert en Ackermans, zijn de voorbije dagen totaal gekelderde. Is dit een koopkans?

Van Geeteruyen: 'Dit zijn typevoorbeelden van kwaliteitsbedrijven. Deze aandelen hebben zwaar afgezien door hun cyclisch karakter. In tijden van economische verzwakking worden dergelijke aandelen meestal verkocht. Deze keer zit er ook een element van verplichte verlopen aan vast. Umicore en Bekaert hebben be-

wezen dat ze in moeilijke omstandigheden nog goede resultaten kunnen neerzetten. Ackermans zit met een baggeractiviteit met een ongeziene visibiliteit en groei naar de toekomst toe en de bankpoot zal wellicht geprofiteerd hebben van de malaise bij collega-banken.'

Kan de gecoördineerde wereldwijde renteverlaging van woensdag het tij doen keren. Of komt de verlaging toch wat laat?

Van Geeteruyen: 'Dit is een eerste aanzet en kan een opluchting tot stand brengen. Maar het is volgens mij onvoldoende om het tij volledig te doen keren. De sleutel daarvoor ligt in het financieel systeem. De banken moeten elkaars vertrouwen kunnen terugwinnen om op die manier terug liquiditeiten in het systeem te brengen.' 'Dat kan doordat bijvoorbeeld de centrale banken naast het verstrekken van krediet aan de banken bijvoorbeeld ook het tegen-

partijrisico zouden overnemen.' 'Als banken weer bereid zijn om bij elkaar geld te ontlenen) kan de kredietchaarste een halt toegevoerd worden. En dan kan de economie terug op adem komen, denk ik.'

Over Dexia deden de voorbije dagen veel gerucht dat er iets te gebeuren stond. Had de notering niet geschorst moeten worden?

Van Geeteruyen: 'Ik wil geen uitspraak doen over het al dan niet geschorst moeten worden van dat aandeel. Die vraag kan je ook over andere aandelen en de beurs in het algemeen stellen. Waarom werden de Europese beurzen op bepaalde momenten niet stilgelegd zoals in Rusland?' 'Dexia heeft wellicht op die manier een signaal willen geven (nadat ze ook gesteld had dat het verlies in Depfa opgevangen kon worden) dat men tot een finale oplossing zou komen.'

CP