

# BELGISCHE BEDRIJVEN DIE BETER DOEN DAN WARREN BUFFETT

Warren Buffett wordt algemeen beschouwd als de grootste belegger van deze eeuw. De op Bill Gates na rijkste mens ter wereld wordt vooral bewierookt voor zijn kunde in het waardebeleggen: hij focust op bedrijven die waarde creëren



via een stijging van de boekwaarde en de uitkering van dividenden. Ook zijn vehikel Berkshire Hathaway creëerde in de voorbije tien jaar veel waarde. Toch presteerden liefst 18 Belgische beursgenoteerde bedrijven beter dan Berkshire.

In deze analyse proberen we na te gaan hoe de Belgische beursgenoteerde bedrijven over de afgelopen tien jaar waarde hebben gecreëerd. We hebben enkel de aandelen weerhouden die sinds 1997 op de beurs noteren.

We beoordeelden de waardecreatie of het track record aan de hand van een eenvoudige formule. We bekijken de evolutie van de boekwaarde per aandeel en tellen daar de nettodividenden bij die de aandeelhouders hebben gekregen. Voor kapitaalverhogingen corrigeren we, omdat we 'bijtanken' op de beurs niet als een kunst beschouwen. Vaak zien we zelfs dat kapitaalverhogingen tegen astronomisch hoge koersen niet leiden tot waardecreatie.

## SUPERBELEGGER

Ook de Amerikaanse superbelegger Warren Buffett beoordeelt de waardecreatie van zijn 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 geen dividenden worden uitgekeerd.

De boekwaarde van Berkshire Hathaway groeide de afgelopen tien jaar met 14 procent per jaar van 18,999 dollar naar 70,281 dollar per aandeel. Over de afgelopen twintig jaar is de groei nog spectaculairder: 19,3 procent per jaar. Sinds 1965 bedraagt de samengestelde return zelfs 21,4 procent per jaar. In die 42 jaar vermenigvuldigde Buffett de boekwaarde per aandeel met een factor 3.613. Had u die 1950 dollar in de Amerikaanse beurs (S&P 500 + dividenden) gestopt, dan was die aangedikt tot 1.241 dollar, 'slechts' 10,4 procent per jaar of een vermogensaanwinst met een factor 64.

Dat alles illustreert eens te meer de kracht van samengestelde inrest op lange termijn, of hoe waarde in het kwadraat (betekenis van Value Square) productief kan zijn. Naast het track record bekijken we bij Value Square elke mogelijke investering op een dertig criteria om de kwaliteit van een belegging te evalueren.

De returns van Buffett zijn natuurlijk cijfers om van achterover te vallen. Buffett wordt de grootste belegger van de afgelopen eeuw genoemd. Hij is dan ook niet voor niets de op Bill Gates na rijkste man ter wereld. Buffett geeft af

## ANALYSE

door Patrick MILLECAM  
gedelegeerd bestuurder  
Value Square

een paar jaar toe dat het steeds moeilijker wordt de returns van Berkshire Hathaway te verleden te re- produceren wegens de grootteorde van het vehikel, dat gigantische kapitalen moet herbeleggen.

## MARIE JO EN PRIMA DONNA

Hoe verging het de Belgische beursgenoteerde bedrijven in de afgelopen tien jaar? Liefst 18 bedrijven konden hun boekwaarde per aandeel (+ dividenden) met meer dan de 14 procent per jaar van Berkshire Hathaway doen stijgen.

Het peloton wordt aangevoerd door de lingeriefabrikant Van de Velde. De merken Marie Jo en Prima Donna deden de boekwaarde per aandeel met 27,9 procent per jaar aandikken. Dat is bijna maal 12 in tien jaar. Als u denkt dat dat succesverhaal nog maar tien jaar bezig is, hebt u het mis. Sinds 1980 groeit de boekwaarde per aandeel plus de dividenden bij Van de Velde met 22 procent per jaar. We zijn benieuwd of de recente acquisitie in de Verenigde Staten (Intimacy) het succesverhaal van Van de Velde kan bestendigen.

Van de Velde wordt op de voet gevolgd door de tandem Auximines-Brederode. Beide holdings worden beheerd door Pierre van der Mersch en zijn managementteam. Niet helemaal onterecht, blijkt uit de tabel, wordt Van der Mersch wel eens de Belgische Warren Buffett genoemd. De boekwaarde van Auximines nam sinds eind 1996 met een factor 11,3 toe, wat neerkomt op een gemiddelde jaarlijkse return van 27,5 procent. Nu Auximines een 100 procentmonoholding is, lijkt niets een fusie met Brederode nog in de weg te staan.

## AARDAPPELMESJE

Artwork Systems staat op nummer vier. Guido Van der Schueren en de gebroeders Denoo vernegenoudigden het eigen vermogen van hun softwarebedrijf in tien jaar tijd. Liefst driekwart van die return werd terugbetaald aan de aandeelhouders onder de vorm van dividenden.

Had Artwork Systems de daling met de fiscus in 2003 van 12 miljoen euro niet moeten betalen, dan had Artwork ongeveer status-quo gestaan met Auximines. Maar het had ook erger gekund: de taxclaim bedroeg initieel 58 miljoen euro tegenover een eigen vermogen van 31,5 miljoen euro.

In 2003 kon u als belegger een aandeel Artwork Systems kopen tegen minder dan één keer het



De lingeriefabrikant Van de Velde is de grootste Belgische waardeschepper van de voorbije tien jaar. De merken Marie Jo en Prima Donna deden de boekwaarde per aandeel met 27,9 procent per jaar aandikken. FOTO: REUTERS

## Waardecreatie in België

	Jaargemiddelde voorbije 10 jaar
1 Van de Velde	27,9%
2 Auximines	27,5%
3 Brederode	25,5%
4 Artwork Systems	24,7%
5 NPM	24,1%
6 GBL	22,8%
7 Brantano	19,9%
8 Sofina	19,8%
9 Melexis	19,4%
10 Colruyt	17,8%
11 Ackermans & van Haaren	17,7%
12 UCB	17,5%
13 Econocom	17,2%
14 InBev	16,8%
15 Atenor	15,5%
16 Miko	15,4%
17 Compagnie Bois Sauvage	14,8%
18 KBC	14,7%
Berkshire Hathaway	14,0%

TUW Graphics

## Koers/boekwaarde beursgenoteerde bedrijven

Aandeel	Hoogste koers/boekwaarde		Laagste koers/boekwaarde		Gemiddelde koers/boekwaarde
	Jaar	Jaar	Jaar	Jaar	
Melexis	18,3	1998	2,6	2002	7,5
Artwork Systems	21,1	1998	0,6	2003	7,3
Brantano	8,4	1999	0,8	2003	3,2
Colruyt	8,8	1998	2,8	2003	4,8
UCB	9,1	1998	1,5	2003	4,1
Van de Velde	15,2	1998	2,3	2003	5,0
Econocom	6,1	1999	0,9	2002	2,4
Miko	4,0	2000	1,4	2003	2,8
KBC	5,0	1999	0,8	2003	2,0
Lotus Bakeries	3,1	1998	1,2	2002	2,0
Gemiddelde	9,9		1,5		4,1

TUW Graphics - Bron: Value Square - Assort Management

eigen vermogen. Maar dan moest u het zwaard van Damocles durven te trotseren. Gelukkig voor de Gentenaars en hun aandeelhouders was het een aardappelmessje.

**Alle aandelen uit de top tien zijn familiaal geleide bedrijven, waarbij de familie niet alleen referentieaandeelhouder is, maar ook een prominente rol speelt in het beleid.**

het u ook op dat zowel bij van der Mersch als bij Frère de topholding het altijd iets beter doet?

'What a shoe can do...'. De boekwaarde van de schoenwinkelketen Brantano steeg van 5,80 euro tot 29,10 euro, een toename van 20 procent per jaar. In 1998 nam Brantano het Britse Shoe City over tegen een zeer aantrekkelijke prijs. De overnameprijs lag een flink stuk onder de boekwaarde, waardoor Brantano Shoe City kocht met een badwill, wat het eigen vermogen van de schoendistributeur een opstoot gaf.

Tot 2001 kon Brantano een sterke groei voorleggen. Sindsdien bleef het eigen vermogen ter plaatse trappelen. Het management verkocht onlangs het vastgoed aan Retail Estates met een stevige meerwaarde van 22 miljoen euro.

'Schone slaapster' Sofina realiseerde een jaarlijkse return van 20 procent of een factor maal 6 in tien jaar. De holding van de familie Boël is weinig communicatief, maar realiseert wel mooie returns.

## GEKTE VAN DE MARKT

De chipproucnet Melexis zou volgens onze berekening normaal gezien op de eerste plaats staan. Maar we hebben een correctie doorgevoerd bij de beginboekwaarde, omdat de kapitaalverhoging tegen 9 euro in 1997 tegen 9 keer de boekwaarde (post-money) eerder te 'danken' is aan de gekte van de markt, dan aan de managementcapaciteiten van Melexis. Net zoals Artwork keert Melexis meer dan de helft van zijn waardecreatie uit onder de vorm van dividenden.

We moeten wel een kantteke-

ning maken bij onze eenvoudige formule voor de berekening van de waardecreatie. De jaarlijkse groeipercents van de hoge dividendbetalers worden benadeeld door het feit dat we geen rekening houden met de herbelegging van die dividenden. Moesten we dat wel doen, rijst de vraag tegen welk rendement we dat zouden moeten doen. Herbeleggen we tegen het rendement op eigen vermogen in het jaar van dividendbetaling, dan zitten we met de paradox dat bedrijven misschien wel een dividend uitkeren omdat ze dat niet kunnen herbeleggen tegen dezelfde rendabiliteit. Doen we het aan de risicovrije rente? Veel aandeelbeleggers pur sang beleggen zelfs helemaal niet in obligaties.

Voor de eenvoud hebben we de dividenden dus niet herbelegd, maar gewoon opgeteld. Stel dat we bij Artwork de dividenden zouden herbelegd hebben tegen dezelfde historische returns, dan zou de waardecreatie per jaar stijgen van 24,7 procent naar 31,0 procent, wat Artwork naar de polepositie zou katapulteren.

## FAMILIAAL

De top tien sluiten we af met een voor de hand liggende naam: Colruyt. Sinds 1996 steeg de boekwaarde plus de dividenden van Colruyt met 17,8 procent per jaar of een factor maal 5.

Vijf van de beste tien waardecreators zijn holdings. Het feit dat holdings zo hoog scoren, heeft ook deels te maken met de invoering van IFRS, waarbij deze bedrijven hun activa voortaan tegen de reële waarde moeten boeken, waardoor de boekwaarde nu nau-

wer aansluit bij de intrinsieke waarde, wat van industriële bedrijven veel minder kan worden gezegd.

Al deze holdings noteren vandaag nog steeds met een décade tegenover hun intrinsieke waarde, ondanks het feit dat ze overduidelijk waarde hebben gecreëerd. Rekening houdend met hun track record, lijken dergelijke holdingdiscounts zeker niet verdiend. Weet dat als u een beleggingsfonds koopt bij een grootbank, u daar ook geen korting van 15 tot 20 procent op krijgt!

## 2003

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 hebt verdiend, hangt af van het tijdstip waarop u de aandelen kocht en verkocht op de beurs.

De tabel toont u de hoogste, laagste en gemiddelde koers/boekwaarde over de afgelopen tien jaar van de tien industriële beursgenoteerde bedrijven in België die het meeste fundamentele waarde creëerden. Het is duidelijk dat u best niet begon te beleggen in 1998, maar wel in 2003.

Eindigen doen we - hoe kan het gepaster - met een quote van de Amerikaanse superbelegger Warren Buffett: 'To invest successfully over a lifetime does not require a astrophysic IQ, unusual business insights or inside information. What is needed, is a sound intellectual framework for making investment decisions and the ability to keep emotions from corroding that framework.'