

## **BEURSTIPS VALUE SQUARE DE TIJD : Tweede semester 2008**

Onze selectie voor de tweede helft van 2008 is identiek dezelfde als voor de eerste helft van 2008. De marktomstandigheden in de eerste jaarhelft waren niet van die aard om meerwaarden te realiseren en dus te verkopen. Geld verdienen op de beurs vereist een langetermijnhorizon, anders speelt de tijd in uw nadeel. Vermits onze Top 5 België/Buitenland van de eerste jaarhelft nog steeds op onze kooplijst prijkt, zien we dan ook geen noodzaak om onze tips te wijzigen.

### **DE BELGISCHE TOP 5 van VALUE SQUARE :**

#### **1) GBL (77,87 EUR)**

GBL blijft onze voorkeur genieten in het Belgische holdinglandschap. Via GBL koop je als belegger een gediversifieerde portefeuille van Europese (of beter Franse) blue-chip aandelen zoals Total, Lafarge, Suez, Pernod Ricard en Imerys.

Beleggen in GBL is als het ware institutionele insider trading. Meesterstrateeg Albert Frère weet meestal als geen ander wanneer hij iets moet kopen of verkopen; vaak zit de man ook niet voor niks in de Raad van Bestuur van zijn deelnemingen. Het trackrecord van GBL is over de afgelopen 10 à 20 jaar uitstekend.

Vandaag kan je GBL kopen met een korting van 28%, wat in historisch perspectief hoog is. De intrinsieke waarde bedraagt vandaag 108,05 euro. Bij GBL is het trio Suez, Total en Lafarge goed voor resp. 38%, 33% en 32% van de intrinsieke waarde.

Zeker vandaag voelen we ons extra comfortabel bij een belegging in GBL. Pargesa – de controleholding boven GBL die op zijn beurt gecontroleerd wordt door enerzijds de Nationale Portefeuillemaatschappij en anderzijds door Power Corporation of Canada (familie Paul Desmarais), koopt de laatste weken fors bij in GBL. Bovendien koopt GBL ook bij in onder meer Lafarge en Imerys.

#### **2) SOFINA (70,06 EUR)**

Schone slaapster Sofina is al jaren gekend voor zijn goed trackrecord, waarbij de communicatie beter kan. Maar belangrijker is dat men goed blijft presteren. Over de afgelopen 10 jaar steeg het eigen vermogen per aandeel, inclusief dividenden bij Sofina met 20% per jaar, waarmee het op de 8<sup>ste</sup> plaats staat van de waardescheppers in België. De portefeuille van Sofina is heel divers. De belangrijkste posities zijn Suez, Richemont, Colruyt, Danone, SES Global, Delhaize, Eurazéo en Total. Sofina noteert met een interessante décôte van meer dan 34% op de intrinsieke waarde van om en bij de 106,50 euro.

#### **3) DEXIA (11,42 EUR)**

Dexia kreeg het de laatste weken hard te verduren op de financiële markten. Terwijl het enkele maanden geleden tot één van de best presterende financiële waarden in

Europa behoorde, bengelt het nu helemaal achteraan in het lijstje. Dit alles heeft te maken met de verder uitdeinende financiële crisis.

Dexia is blootgesteld aan de subprimecrisis via zijn Amerikaanse dochtervennootschap FSA – voluit Financial Security Assurance - dat gespecialiseerd is in het verbeteren van gemeenteobligaties, infrastructuurprojecten en geëffectiseerde schuldvorderingen. De financiële crisis heeft geleid tot negatieve waardeverminderingen bij FSA en bij Dexia's divisie Treasury & Financial Markets. Dit zijn hoofdzakelijk boekhoudkundige aanpassingen die niet zozeer een reflectie zijn van een verzwakking van de kredietwaardigheid van de activa, maar veeleer te maken hebben met verhoogde spreads op de financiële markten ten gevolge van een lagere liquiditeit. Dexia verwacht evenwel dat deze waardeverminderingen de volgende jaren zullen kunnen teruggenomen worden. Dexia heeft immers niet de intentie om deze beleggingen nu te verkopen en zal deze bijhouden tot maturiteit. De afwaarderingen hebben ook geen enkele impact op Dexia's cashflow.

Om de speculatie die ontstaan is tegen Dexia's filiaal FSA (door o.a. de bekende hedge fundmanager Bill Ackman) de kop in te drukken, kondigde Dexia recent aan dat het een lening van 5 miljard USD ter beschikking stelt van haar Amerikaanse filiaal. Dexia stelt dat dit niets te maken heeft met liquiditeitsproblemen. Dexia wil ten allen prijze de triple A rating van FSA behouden, waardoor het heel rendabel nieuwe business kan blijven onderschrijven. Moody's en Fitch verlaagde de ratings van FSA's belangrijkste concurrenten MBIA en AMBAC, waardoor FSA het gros van de nieuwe business binnenrijft aan fors hogere premies. In het eerste kwartaal had FSA een marktaandeel van meer dan 60% in de VS.

Toch interpreteerde de markt de kredietlijn van Dexia aan FSA andermaal negatief. Het is dan ook moeilijk om tegen de markt in te gaan. Alles wordt vandaag negatief geïnterpreteerd. Zoals bij vele banken wordt er ook bij Dexia gespeculeerd dat men een kapitaalverhoging zal doorvoeren, wat door het management ten stelligste ontkend wordt.

Hoofdaandeelhouder Arcofin blijft ook bijkopen (Arcofin is de belangrijkste vennootschap uit de groep Arco, die de coöperatieve holding is van het ACW).

Dexia noteert vandaag aan 5,5 keer de verwachte winst van 2008 en heeft een dividendrendement van meer dan 8% bruto.

#### **4) GIMV (43,33 EUR)**

GIMV – voluit Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen - noteert met een discount van om en bij de 25% tegenover de intrinsieke waarde van 57,68 euro.

GIMV heeft een portefeuille van een 100-tal participaties. Voorts heeft de GIMV een riant kaspositie, wat hen vandaag de dag goed van pas komt. De kans is vandaag groter dat GIMV in deze turbulente tijden goedkoper kan kopen dan een jaar geleden. GIMV creëert dan ook waarde door goedkoop te kopen en duur te verkopen. Daartussen in probeert de GIMV haar bijdrage te leveren in de creatie van toegevoegde waarde. GIMV's slogan is immers : "Let's build companies".

De portefeuille van GIMV is gespreid over onder meer "Corporate Investments", waar men de klassieke MBO's in uitvoert, meestal in vrij klassieke bedrijven met een eerder stabiele cashflow. Hier hoort onder meer het beursgenoteerde BARCO in thuis, waarvan men trouwens het belang de afgelopen maanden optrok (wat normaal tegen

hun principes is, maar de lage waardering zette het management aan de participatie op te drijven met 75.000 stuks).

Daarnaast investeert GIMV in ICT, waarbij TELENET het belangrijkste actief is én in Lifesciences, waarbij ABLYNX de grootste participatie is.

De nettocashpositie bedraagt ongeveer van een goede 500 miljoen euro, goed voor 38% van de intrinsieke waarde en 50% van de beurskapitalisatie. GIMV behaalde de afgelopen 27 jaar een gemiddelde return van 13,6% per jaar.

## **5) SAPEC (126,79 EUR)**

Saptec presteerde als één van de weinige Belgische aandelen vrij goed in het eerste halfjaar van 2008. De onderneming profiteert volop van de boom in de landbouwsector, vermits 90% van haar activiteiten hiermee gerelateerd zijn. Saptec is een gediversifieerde industriële holding actief in 7 domeinen, waarvan er 6 tot de core business behoren. De divisie Real Estate is niet strategisch en hier wacht men het juiste moment en de juiste prijs af om activa maximaal te gelde te maken.

Het gros van de huidige activiteiten situeert zich op het Iberisch schiereiland, Spanje en Portugal dus. Saptec is onder meer actief in gewasbescherming, gespecialiseerde meststoffen, industriële chemicaliën en afvalverwerking, landbouwgrondstoffen, logistiek en energie.

Het is vooral de energiepoot die vandaag de dag in het oog springt van investeerders. Saptec is reeds sinds 1986 actief in waterkrachtcentrales in Spanje. Vandaag beschikt de groep over 14 waterkrachtcentrales die samen een capaciteit van 60 MW hebben en een jaarlijkse productie van 120 miljoen kilowattuur. Daarnaast heeft men bijna 29 MW aan projecten in zonne-energiebusiness in Spanje en bekijkt het verder nog investeringen op de Canarische eilanden. Tenslotte heeft men een portefeuille van 1000 MW aan windenergieprojecten in de VS en Canada (en heeft men nog een pijplijn van 300 MW aan projecten ter studie). Van de 1000 MW zijn er 460 MW verzekerd van turbines en ander materiaal.

Vandaag is hernieuwbare energie "hot", zeker met de huidige hoge olieprijsen is iedereen zich meer en meer bewust van de nood aan alternatieve energie. We sluiten zelfs niet uit dat Saptec zijn belang van 56% in het energiefiliaal Naturener – aangehouden via de Spaanse holding Tharsis - zou verkopen indien men hiervoor een mooie prijs krijgt. Saptec evalueert dan ook haar investering in Naturener. De holding is immers familiaal en men wil het familiepatrimonium voldoende gespreid houden. Naturener heeft echter al twee kapitaalverhogingen doorgevoerd de afgelopen 12 maanden en Saptec kan of wil de volgende kapitaalrondes niet blijven volgen. Welke optie het wordt – verkoop Naturener, verkoop windenergie, verkoop zonne-energie, enz... - wou CEO Antoine Velge op de Algemene Vergadering niet prijsgeven. Hij stelde enkel dat men zal kiezen voor de piste die het meeste waarde voor de aandeelhouders biedt. Maar de beslissing zou wel in 2008 genomen worden... We trekken ons koersdoel voor Saptec op van 125 euro naar 144 euro.

## DE BUITENLANDSE TOP 5 van VALUE SQUARE :

### 1) JARDINE STRATEGIC (16,36 USD)

De Jardine groep heeft een heel rijk verleden. Jardine werd opgericht op 1 juli 1832 in China door William Jardine en James Matheson en nog een paar andere partners onder de Chinese naam 'Ewo'. De groep was toen een agent van de East India Company en actief in de handel in opium, thee en andere goederen. Later werd de groep omgevormd tot de grootste Britse handelsmaatschappij. William Jardine werd door andere handelaars "Tai-pan" genoemd, wat "Great Manager" wil zeggen.

Dankzij een investering in Jardine Strategic kan een belegger mee profiteren van de groei van de Aziatische economie. Bovendien wordt de groep geleid door een ervaren management met een lange staat van dienst en een heel uitgebreid netwerk. De boekwaarde per aandeel steeg de laatste jaren met meer dan 30% per jaar. De laatste 20 jaar steeg het eigen vermogen per aandeel met 15 à 16% per jaar. Jardine Strategic is bijv. via Hong Kong Land actief in vastgoed in China, Macau, Singapore en uiteraard Hong Kong. Via Dairy Farm – een distributeur met in totaal 3.500 winkels (Giant supermarkten, Ikea's, 7-Eleven) - kan je als belegger mee profiteren van de groei van de consumptie in China, Taiwan, Hong Kong, Singapore en Maleisië. Het aandeel noteert met een korting van 42% op de conservatief ingeschatte intrinsieke waarde.

### 2) TRIKONA TRINITY CAPITAL (95,25 pence)

Trikona Trinity Capital is een vastgoedfonds dat zich focust op Indië. Men is actief in diverse vastgoedprojecten gaande van residentieel vastgoed, commercieel vastgoed, hotels tot infrastructuurwerken. In gans India zijn er zo'n 105.000 hotelkamers te vinden. Dit is vergelijkbaar met een Amerikaanse stad als Chicago. In de VS zijn er 4,4 miljoen hotelkamers... Met andere woorden het aantal hotelkamers in Indië bedraagt 2,4% van het aantal kamers in de VS, terwijl de populatie drie à vier keer groter is. Dit is één van de vele vastgoedsegmenten waar Trikona zijn pijlen op richt. Trikona is één van de weinige beursgenoteerde vastgoedvehikels die effectief meerwaardes realiseerde het afgelopen jaar door projecten te verkopen aan een Duits investeringsfonds met een rendement van meer dan 100%. Men wil deze ontvangen gelden opnieuw investeren in nieuwe infrastructuurprojecten aangezien men denkt dat hier nog een grote markt openligt. Bij vele bedrijven uit onze coveragelijst (Bekaert, Saint-Gobain) hoorden we dat vele activiteiten pas echt goed kunnen ontwikkeld worden in Indië als de infrastructuur verbetert. Het aandeel noteert nog steeds onder de introductieprijs van 100 pence, terwijl de intrinsieke waarde inmiddels met 50% gestegen is.

### 3) RENAULT (52,70 EUR)

"Le contrat 2009" dat CEO Carlos Ghosn op 9 februari 2006 bekend maakte en waarin hij zijn plannen ontsluitte om van Renault de meest winstgevende Europese volumewagenproducent te maken bevat de volgende drie kernpunten :

\* De nieuwe Laguna – die gelanceerd wordt in 2007 moet tot de top drie behoren in zijn segment in termen van product en service kwaliteit. Ook zal bijzondere aandacht geschonken worden om het brandstofverbruik en de CO<sup>2</sup>-emissie te verlagen.

\* Het verhogen van de rendabiliteit. In 2006 was de operationele winstmarge gedaald tot 2,56%. In 2007 moet dit naar 3%, in 2008 naar 4,5% om in 2009 de doelstelling van 6% operationele winstmarge te behalen.

\* Renault moet ten opzichte van 2005 800.000 additionele wagens verkopen. In totaal 29 nieuwe modellen zullen gelanceerd worden de komende drie jaar (in 2007 : 8 / in 2008 : 7 / in 2009 : 9).

Houden we rekening met de ambitieuze targets van CEO Ghosn om tegen 2009 voor Renault een operationele marge te behalen van 6%, dan impliceert dit een winst per aandeel van 14,2 euro per aandeel. Bovendien zal het dividend fors worden verhoogd de volgende jaren, van 2,4 in 2006 naar 4,5 euro per aandeel in 2009.

Renault zal verder nieuwe modellen lanceren in 2008 (Laguna Estate, Clio Estate, Grand Modus, New Kangoo).

De Franse autobouwer Renault heeft begin dit jaar ook bekendgemaakt de strategische partner te worden van Avtovaz, de producent van LADA. Avtovaz heeft 70% van de geproduceerde automarkt in Rusland in handen.

De nieuwe EU-regels waarbij auto's met een lager CO<sup>2</sup> gehalte bevoordeeld worden speelt in het voordeel van spelers zoals Renault en Peugeot. Zeker Renault moet daar voordeel bij halen, vermits het met een hele rits nieuwe modellen komt de volgende 2 jaar.

Renault kreeg sinds begin dit jaar rake klappen en zakte van 97 euro naar 52 euro afgelopen week. De verkoops cijfers sinds begin dit jaar laten in Europa een stijging zien van 2.2%, wat in vergelijking met de algemene markt een goed resultaat is. Indien we de participaties van Nissan & Volvo aftrekken van de beurskoers van Renault geeft de markt momenteel een NEGATIEVE waarde aan Renault. Met andere woorden: Men koopt dus Nissan & Volvo en je krijgt er Renault gratis bij.

Momenteel geeft Renault een brutodividendrendement van 8,5%. Renault blijft koopwaardig. We hebben een koersdoel van 125 euro.

#### **4) GANGER ROLF (231 NOK)**

Ganger Rolf werd opgericht in 1895 en is actief in diverse sectoren, zoals scheepvaart, offshore diensten, energie, transport en reizen. De investeringen gebeuren samen met Bonheur. Binnen de offshore drilling heeft de groep een belang van 30% in het op de beurs van Oslo genoteerde Fred Olsen Energy ASA (FOE). FOE biedt exploratie en productiediensten aan de offshore olie- en gasindustrie, gebaseerd op 150 jaar ervaring in de scheepvaart en 35 jaar ervaring in olieboringen op zee. FOE bezit 9 boorplatformen die verhuurd zijn aan olie- en gasbedrijven zoals Anadarko, Reliance Industries, StatoilHydro, Nexen, Pemex, Petrobras, Canadian Natural Resources, ONGC en Senergy. Via (28.35% in) Fred Olsen Production ASA is de groep eigenaar van 5 FSO/FPSO schepen (FPSO = Floating Production Storage and Offloading Unit). De groep heeft een sterke positie in West-Afrika. Via First Olsen Ltd bezit men 5 Suezmax schepen. Via Fred Olsen Cruise Lines Ltd worden 5 cruiseschepen uitgebaat (waarmee in 2006 69.125 passagiers werden vervoerd). Het belang van 25% in Comarit (die 4 ferries uitbaat tussen Marokko en Spanje/Frankrijk) verkocht men heel recent met een mooie meerwaarde. Verder heeft men 49,5% in scheepvaartbedrijf Oceanlink. Ganger Rolf heeft 50% in Fred Olsen Renewables AS. De focus ligt op hernieuwbare energie en dan specifiek windparken in Schotland, waar momenteel drie wind-parken operationeel zijn met een geïnstalleerd vermogen van 165 MW. Verder is er 12,5 MW extra in opbouw en heeft men consessies voor een extra 200 MW. Verder bekijkt men projecten in Noorwegen, Zweden en Ierland. De eerste investeringen van de groep dateren van 1996. Het eerste windpark Crystal Rig werd in 2003 operationeel. De strategie is te participeren in projecten van in den beginne. Men zoekt zelf de sites, doet de gehele planning en bouwt zelf de parken en baat ze ook uit. Men wil op termijn in verschillende hernieuwbare energie technologieën investeren.

Ganger Rolf biedt de belegger een interessante portefeuille aan diverse activiteiten die op lange termijn mooie groeiperspectieven bieden. Via Fred Olsen Energy (FOE) profiteert de groep volop van de schaarste aan energie en dan meer bepaald olie. Oliemaatschappijen zijn naarstig op zoek (meestal offshore) naar nieuwe oliebronnen. Het evenwicht tussen vraag en aanbod van offshore boorplatformen is nog steeds heel krap, waardoor de vraag naar olieboordiensten hoog zal blijven. De belangrijkste drijfveer voor de winsten van FOE zijn de dagtarieven waaraan een boorplatform verhuurd wordt. Deze zijn fors aan het stijgen (laatste contract = 585.000 USD per dag). Voor 2008 en 2009 worden gigantische winsten verwacht. FOE zou een dividend kunnen betalen vanaf 2009 dat zo groot is als 75% van de huidige beurskoers. Via Fred Olsen Renewables profiteert u mee van de boom in de hernieuwbare energiesector. Zowel Ganger Rolf als zusterbedrijf Bonheur kochten onlangs nog eigen aandelen in.

Ons koersdoel bedraagt 283,42 NOK.

## 5) VELCAN ENERGY (30,75 EUR)

Via Velcan Energy bespelen we de grote schaarste aan energie in Indië. Maar liefst 650 miljoen Indiërs hebben niet op continue basis toegang tot elektriciteit. Velcan bezit een aantal concessies voor de bouw van waterkrachtcentrales in India, maar ook in Brazilië. Men heeft de beste ingenieurs ter wereld aangetrokken (die o.m. meewerkten aan de grootste waterkrachtcentrale ter wereld, de Itaipu centrale (14.000 MW)) om deze gigantische projecten tot een goed einde te brengen. Onlangs werd ook nog een oudgediende van Suez aangesteld die al waterkrachtcentrales bouwde in 60 landen voor in totaal 7.000 MW. Brazilië en Indië zijn twee landen met een van de hoogste groeiperspectieven ter wereld en waterkrachtcentrales zijn rendabel zonder overheidssubsidies. Velcan Energy noteert op Euronext Parijs. Het bedrijf wordt geleid door twee Franse ingenieurs die tevens ook grootaandeelhouder zijn met 24% van de aandelen.

Velcan zal pas de eerste winsten beginnen genereren in 2011/2012, dus voor dit aandeel heeft u wel een langetermijnhorizon nodig ! Koerdoel = 49,30 euro.

**Redactie : 24/06/2008**

**© VALUE SQUARE ASSET MANAGEMENT**

### Disclaimer

Deze tekst kan analyses van bedrijven, marktinformatie of financiële informatie bevatten maar mag geenszins worden gezien als een specifiek of persoonlijk beleggingsadvies. Voor een persoonlijk advies dient u altijd contact op te nemen met uw relatiebeheerder. De informatie die u langs deze weg ter beschikking wordt gesteld is niet opgesteld overeenkomstig de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied. Eventuele aanbevelingen zijn derhalve niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen. Zij moeten worden beschouwd als publicitaire mededelingen. Deze informatie geeft enkel de analyse weer van het asset management van Value Square op de daarin weergegeven datum. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van dergelijke informatie kan niet worden gegarandeerd. De informatie kan ook op elk ogenblik wijzigen.

### Copyright

U mag deze informatie alleen afdrukken of opslaan op een elektronische drager voor uw persoonlijk gebruik. U mag de informatie, inclusief Disclaimer en Copyright, niet wijzigen of deels verwijderen. Voor elk publiek of commercieel gebruik dient vooraf de schriftelijke toestemming van Value Square te worden bekomen.