

## ANALYSE

WELKE BEURSGENOTEERDE BEDRIJVEN CREEERDEN JONGSTE 10 JAAR DE MEESTE WAARDE?

## De tien sterkste Belgen

## Top 10 waardecreatie laatste tien jaar

Bedrijf	Totale waardecreatie*	Beursrendement**	Beurs-evolutie***	Beurskoers 31/12/99	Beurskoers 31/12/09	1999 K/BW****	2009 K/BW
1 Mobistar	2703%	19,0%	-16%	56,85	47,90	59,31	6,52
2 Omega Pharma	2367%	92,9%	80%	19,50	35,15	21,99	1,24
3 Van de Velde	595%	96,8%	55%	19,00	29,36	7,25	2,88
4 Sipef	456%	303,0%	274%	9,30	34,78	2,09	1,51
5 Colruyt	453%	229,2%	195%	57,00	168,40	5,35	4,24
6 Spadel	437%	167,5%	142%	23,12	55,99	3,17	1,68
7 Texaf	393%	1593,8%	1537%	7,76	127,00	0,28	0,96
8 Lotus Bakeries	389%	428,9%	390%	68,00	332,87	2,12	2,55
9 Atenor	315%	113,8%	63%	21,72	35,40	2,80	1,51
10 Ackermans & van Haaren	304%	100,3%	77%	29,30	51,99	2,18	1,09

\* toename boekwaarde + nettodividenden 10 jaar / \*\* koersevolutie + nettodividenden 10 jaar / \*\*\* koersevolutie 10 jaar / \*\*\*\* koers/boekwaarde einde jaar

Bron: Value Square Asset Management

De beurskoers is niet het enige criterium om de prestatie van een bedrijf te meten, want beursmodes vertekenen het beeld. Wie zijn de echte, 'fundamentele' winnaars?

## JAN REYNS

**BRUSSEL** | Patrick Millecam, fondsbeheerder en oprichter van de Gentse vermogensbeheerder Value Square, onderzocht de echte waardecreatie op basis van de mening van Warren Buffett, al decennia een van de beste beleggers ooit. Volgens Buffett geeft de evolutie van de boekwaarde een goed idee van de evolutie van de intrinsieke waarde, zeg maar de echte

waardecreatie van een onderneming. De boekwaarde loopt op naarmate een bedrijf meer winsten kan reserveren, goed kan investeren, enzovoort. Op basis daarvan, plus de nettodividenden van de jongste tien jaar, maakt Millecam elk jaar een rangschikking van de Belgische beursgenoteerde bedrijven. De nieuwe top tien (zie tabel) is de weergave einde 2009.

Net bij de nummer één, Mobistar, hoort een kleine kanttekening. Omdat die operator tien jaar geleden een zeer kleine boekwaarde had (door verliezen, afschrijven) is de procentuele toename hier een beetje vertekend. Maar de toename is reëel en met Omega Pharma, Van de Velde, Sipef, Colruyt... als volgende in de lijst zijn dit stuk voor stuk bedrijven die op een indrukwekkende manier een enorme waarde creëerden: van 2.703 % (maal 28!) voor Mobistar tot 304% (nog steeds maal vier) voor Ackermans & van Haaren. Dat is dus de toename van de boekwaarde in tien jaar door de overgedragen winsten plus de nettodividenden. Opvallend is dat vooral bedrijven uit de consumptie het goed doen. Omega Pharma in de apotheken, Van de Velde met lingerie, Sipef dat palmolie produceert voor verbruiksproducten, de winkels van

Colruyt, het water van Spadel, de koekjes van Lotus Bakeries... 'Dat is extra interessant', zegt Millecam, want dat geeft particuliere beleggers de kans om te beleggen in wat ze zelf in het dagelijkse leven tegenkomen. 'Koop wat je kent', is ook een investeringsregel van Warren Buffett. Dat is ongetwijfeld ook een leuze bij Ackermans & van Haaren, de investeringsgroep uit Antwerpen die op nummer tien eindigde.

Het kleine Texaf, dat onder meer vastgoed ontwikkelt in Congo, staat op nummer zeven in waardecreatie, maar laat met een koers van plus 1593 % (bijna zeventienvoudig) de anderen zeer ver achter zich. Tien jaar geleden was Texaf een marginaal 'Congo'-aandeel, maar nu maakt

den en zelfs 16% zakte zonder dividenden (over tien jaar). Bij Omega Pharma is de verhouding al bijna even ontluisterend met +2.367% waardetoeename en 93% beursprestatie. De nummer drie, Van de Velde, voegde 595 % waarde toe en maar 97% via de beurs. De veel lagere beursprestatie vergeleken met de intrinsieke waarde heeft natuurlijk alles te maken met de slechte beursperiode van de voorbije tien jaar. Daardoor werden de al bij al toch sterke prestaties van de Belgische beursgenoteerde bedrijven (intrinsieke waarde +218% gemiddeld en +111% mediaan) helemaal niet weerspiegeld in de beursprestatie. De Belgische aandelen stegen, inclusief dividenden, maar met 19,3%. De Bel20 zakte in die tien jaar zelfs met 24,8%. Inclusief dividenden was er zowaar een opbrengst van 6,4%.

Tussen haakjes: dat is onvoldoende om het verlies aan koopkracht door de inflatie goed te maken, want die bedroeg gemiddeld 2,11% of 23,3% over de jongste tien jaar.

De belangrijkste les van het enorme verschil tussen intrinsieke waarde en de evolutie van de beurswaarde is dat beleggers meer naar de waardering van de aandelen moeten kijken. Tien jaar geleden waren die in de regel veel te hoog opgelopen. Een stuk van de baisse is gewoon een terugkeer naar lagere waarderingen (koers/boekwaarde, koers/winst enzovoort). Over tien jaar weten we of de slinger op de beurzen ondertussen niet te ver in de andere richting is bewogen.

## Vooral bedrijven uit de consumptie presteren goed

Texaf er stevige winsten met vastgoed. Maar Texaf is een van de zeldzame aandelen waar de koersevolutie sterker is dan de fundamentele waardecreatie. De regel de jongste tien was omgekeerd. Mobistar is een extreem voorbeeld van het sterk achterblijven van de beurskoers op de groei van de intrinsieke waarde. Dat was 2.703%, terwijl de koers maar 19% klom inclusief dividenden

## RENTE EN OBLIGATIES

## 'Beleggers doen alsof ze niet kunnen verliezen'

Iedereen kijkt met spanning naar 3 november. Dan zal de Fed bekendmaken of, en in welke mate, ze extra zuurstof zal verschaffen aan de financiële markten.

## JAN REYNS

Koen Van de Maele, hoofd van de vastrentende afdeling van Dexia, vindt dat beleggers nogal schizofreen reageren: als er goede economische berichten opduiken, reageert de markt uiteraard opgelucht en stijgen risicovolle activa. Bij minder goed economisch nieuws gaat de markt ervan uit dat de Federal Reserve haar interventie nog zal versterken, waardoor alle activaprijzen ook stijgen. Het lijkt wel of er niet verloren kan worden... tenzij de interventie van de centrale bank tegenvalt natuurlijk. Sommige bedrijven profiteren van de huidige lage rentevoeten om zich te herfinancieren en de lage rentevoet op lange termijn vast te klikken. Zo kochten onlangs GDF-Suez en Saint Gobain kortlopende obligaties terug om

termijnobligaties op langere termijn uit te geven. Beide bedrijven lijken Dexia kredietwaardig

## Extra risico vraagt een hoger rendement

en bieden een mooi rendement op middellange termijn. Voor minder risicoschuwe beleggers bestaan er achtergestelde obligaties. Bij een eventueel faillissement zullen ze slechts uitbetaald worden nadat alle gewone obligatiehouders vergoed werden. Dat extra risico vraagt een

## SELECTIE OBLIGATIES DIERICKX, LEYS

MUNT	UITGEVER	COUPON	UITGIFTE DATUM	AFLOOP DATUM	PRIJS(*)	BRUTO RENDEMENT	NETTO	COUPURE	RATING
EUR	GDFSUEZ	2,75%	18/10/2010	18/10/2017	99,03%	2,91%	2,49%	1.000	A
EUR	STGOBAIN	4%	08/10/2010	08/10/2018	100,81%	3,88%	3,28%	50.000	BBB
EUR	EUROGRID	3,875%	22/10/2010	22/10/2020	100,01%	3,87%	3,29%	50.000	BBB+
EUR	BP	3,83%	07/10/2010	06/10/2017	101,07%	3,65%	3,08%	50.000	A
EUR	GENERALELECTRIC	2,875%	17/09/2010	17/09/2015	99,51%	2,98%	2,55%	1.000	AA+
EUR	CZECH REPUBLIC	3,625%	14/09/2010	14/04/2021	99,77%	3,65%	3,11%	1.000	A
EUR	REPUBLIC OF POLAND	4%	23/09/2010	23/03/2021	101,45%	3,83%	3,23%	1.000	A-
<b>Hoger kredietrisico - Achtergestelde obligaties</b>									
EUR	RWE	4,625%	28/09/2010	Call 2015	98,65%	4,77%	4,20%	1.000	BBB+
EUR	BNPPARIBAS	5,868%	16/01/2003	Call 2013	99,54%	6,07%	5,20%	1.000	A

(\*) Geschatte aankooprijks op 21/10/10

hoger rendement. Zo kwam RWE met een eeuwigdurende achtergestelde lening die vervroegd kan worden terugbetaald in 2015. Als het bedrijf geen dividend zou betalen, kan het er eventueel ook voor opteren om de jaarlijkse coupon van deze obligatie niet uit te betalen.

Ook banken hebben een traditie om achtergestelde leningen uit te geven. Maar de structuur en voorwaarden van deze instrumenten zullen in de toekomst niet meer voldoen aan de strengere kapitaaleisen die opgelegd zullen worden in het kader van Basel III. Daarom is het waar-

schijnlijk dat deze obligaties, waarvan de markt tot voor kort veronderstelde dat ze eeuwigdurend zouden zijn, in de komende jaren toch vervroegd worden terugbetaald. Daarom vindt Dexia Asset Management dit type obligaties van sterke banken toch interessant.