

CRISIS ZET RANGLIJST BELGISCHE WAARDESCHEPPEERS OP ZIJN KOP

Elk jaar berekenen we de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van de meeste Belgische genoteerde bedrijven. We vergelijken de prestaties met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van de superbelegger Warren Buffett. De zware financieel-economische crisis heeft onze rangschikking door elkaar geschud. Tot de nieuwkomers in de top tien behoren het technologiebedrijf IRIS, de vastgoedholding Atenor en de plantagegroep Sipef.

Het aantal Belgische bedrijven die we onze studie betrekken, is dit jaar fors toegenomen. In 1999 trokken immers tal van bedrijven naar de beurs zoals Punch International, Mitiska, IRIS Group, VPK en Parc Paradisio. Voor het eerst kunnen we van die bedrijven een tienjaarsgeschiedenis opmaken. Ook de holding Texaf namen we voor het eerst op in onze tabel.

De fundamentele waardecreatie 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 maken een correctie voor kapitaalverhogingen. Volgens Buffett geeft de evolutie van de boekwaarde een idee over de evolutie van de intrinsieke waarde. Deze analyse van het trackrecord is een van de zes pijlers waarop wij beursgenoteerde bedrijven beoordelen.

Tien jaar geleden verkeerde de beurs nog in euforie, vandaag overheersen angst en pessimisme, al kunnen we de jongste weken duidelijk spreken van een zeker herstel. In 1999 noteerde Omega Pharma tegen 23 keer de boekwaarde. Een paar weken geleden kon u het aandeel kopen tegen minder dan 0,7 keer de boekwaarde. Toegegeven, het aandeel kent geen astronomische groei meer, maar het verschil is gigantisch.

TEGENDRAADS

Op de dieptepunten van maart 2009 noteerden de Europese en Aziatische beursgenoteerde ondernemingen aan gemiddeld één keer hun boekwaarde. Als tegendraadse 'waardebelegger' weet je dat er dan veel opportuniteiten zijn. Buffett verwoordt het zo: 'I feel like a hungry mosquito in a nudist camp.' We nemen het voorbeeld van Omega Pharma omdat het bedrijf van CEO en referentieaandeelhouder Marc Coucke voor het tweede jaar op rij de ranglijst aanvoert van de grootste Belgische waarde-schepers. Afgelopen week stelde Marc Coucke een Indiase joint venture met de Modi-Mundipharma-groep voor. De Indiase topman wond er geen doekjes om en stelde dat hij samen met Omega Pharma de grondvesten legde voor een zeer groot OTC-bedrijf met een potentiële klantenbasis van 1,373 miljard consumenten. Mogelijk kan de Indiastory op lange termijn de groei weer aanzwengelen.

De ergste economische crisis sinds de Grote Depressie van de jaren 30 sloeg bij bepaalde bedrijven in als een bom. De holdings in het bijzonder kregen harde klappen. Zij moeten hun activa (in casu de beleggingen) tegen marktwaarde in hun boeken opnemen. Door de



ANALYSE

Patrick MILLECAM
Value Square
Asset Management

grootste beurscrash in 180 jaar kelderden holdings als GBL, Sofina, Auximines, Brederode en Bois Sauvage in de rangschikking. Niet alleen daalden de beurskoersen van hun participaties, ook de decotes gingen weer de hoogte in en bereikten op het dieptepunt van de markt 40 à 45 procent. Luc Geuten van Mitiska vond het

welletjes. Zijn holding noteerde lang onder de cashwaarde per aandeel. De man besloot dan maar de retailholding van de beurs te halen.

Andere opvallende dalers in onze hitparade zijn niet verwonderlijk de banken Fortis en Dexia en in mindere mate KBC. Ook de textie-expert Sioen kreeg het hard te verduren wegens de instorting van de vraag naar dekzeilen voor vrachtwagens, omdat gewoonweg geen vrachtwagens meer verkocht worden. Dat er bespaard wordt op reclame en advertenties onderzocht Roularta. De referentieaandeelhouders staken 32 miljoen euro in het mediabedrijf om de balans op te schonen en de bankconvenanten niet te overschrijden.

Opvallende stijgers zijn dan weer Sipef en Atenor. Sipef profiteerde met volle teugen van de grondstoffenboom en genereerde een berg cash dankzij de fors gestegen palmolieprijzen, die op een bepaald ogenblik meer dan drie keer hun langetermijngemiddelde overschreden. Vastgoedholding Atenor kon dankzij het project 'Président' in 2008 een recordwinst boeken.

De beursnieuwkomers van 1999 doen het relatief vrij goed op fundamenteel vlak. Sommigen zullen verbaasd zijn dat Punch International zo hoog in de rangschikking prijkt. Topman Guido Dumarey is er evenwel in geslaagd de boekwaarde per aandeel fors te doen stijgen. Jammer genoeg voor de aandeelhouders noteert het aandeel op bijna een vijfde van zijn boekwaarde. De specialist in 'turnarounds' kreunt onder de economische crisis, die vooral de automobieldivisie treft.

MOOI PARCOURS

Het softwarebedrijf IRIS legde tot nu toe een heel mooi parcours af. Parc Paradisio timmert langzaam maar zeker aan de uitbreiding van zijn natuurpark in Brugellette in de provincie Henegouwen, dat elk jaar meer bezoekers trekt. Het papier- en kartonbedrijf VPK Packaging kon de afgelopen jaren met een cyclische business een mooi parcours afleggen.

Valt het u op dat het overgrote deel van de top 20 familiaal geleide ondernemingen zijn? 'We eat our own cooking', een uitspraak van Buffett in punt 2 van zijn 'An Owner's Manual'. In dat boekje legt hij aan de aandeelhouders van Berkshire in grote lijnen uit hoe hij



Het dierenpark Parc Paradisio timmert gestaag aan de uitbreiding van het dierenpark in Brugellette. Het aandeel staat in de top tien van Belgische waardeschepers. PN

Valuecreatie in België laatste tien jaar

2008	2007	Boekwaarde	Som dividenden	Correctie	Totaal	Value Creatie/Jaar	% dividend	Factor		
		1998	2008							
1	1	Omega Pharma	0,67	25,36	1,91	9,26	18,0	39,0%	26,8	
2	2	EVS	0,87	5,01	6,50	0,50	11,0	28,8%	12,6	
3	nieuw	Punch International	10,55	93,32	29,68	1,54	121,4	27,7%	11,5	
4	3	Mobistar	2,15	7,54	16,36	0,29	23,6	27,0%	11,0	
5	4	Van de Velde	2,07	9,07	7,02	0,00	16,1	22,8%	7,8	
6	nieuw	IRIS Group	2,69	29,05	2,44	11,57	19,9	22,2%	7,4	
7	31	Sipef	3,51	19,84	2,05	1,00	20,9	19,5%	6,0	
8	23	Atenor	6,07	24,98	10,19	1,80	33,4	18,6%	37,3%	5,5
9	7	Colruyt	8,40	30,16	13,82	0,00	44,0	18,0%	38,8%	5,2
10	nieuw	Parc Paradisio	2,70	18,62	1,62	7,82	12,4	16,5%	16,6%	4,6
11	6	Melexis	1,18	1,42	3,88	0,00	5,3	16,3%	94,0%	4,5
12	9	Ackermans & van Haaren	11,50	45,29	5,89	0,00	51,2	16,1%	14,8%	4,5
13	19	Duvel	5,11	18,08	4,56	0,70	21,9	15,7%	27,1%	4,3
14	17	Lotus Bakeries	30,35	106,91	20,90	0,19	127,6	15,4%	21,5%	4,2
15	12	UCB	5,98	21,90	5,97	5,99	21,9	13,9%	37,5%	3,7
16	27	Rosier	78,27	225,05	44,14	0,00	269,2	13,1%	23,1%	3,4
17	nieuw	VPK Packaging	9,82	32,29	2,80	1,53	33,6	13,1%	11,8%	3,4
18	nieuw	Texaf	37,12	118,14	3,00	0,00	121,1	12,6%	3,6%	3,3
19	14	Miko	11,76	31,75	5,40	0,00	37,1	12,2%	21,3%	3,2
20	20	Spadel	11,50	30,6	5,31	0,00	35,9	12,1%	21,8%	3,1
21	46	Campine	7,03	14,48	7,48	0,00	22,0	12,1%	50,1%	3,1
22	22	Sapec	33,80	87,30	13,15	0,00	100,4	11,5%	19,7%	3,0
23	18	CFE	11,17	27,32	4,47	1,75	30,0	10,4%	23,7%	2,7
24	10	NPM	18,22	43,76	4,51	0,00	48,3	10,2%	15,0%	2,6
25	15	KBC	17,59	29,83	15,24	0,00	45,1	9,9%	55,5%	2,6
26	11	Econocom	1,07	3,41	1,27	2,07	2,6	9,3%	83,1%	2,4
27	28	Floridienne	35,35	74,25	15,23	4,64	84,8	9,1%	30,8%	2,4
28	32	Gimv	31,26	45,35	16,70	0,00	73,1	8,9%	39,9%	2,3
29	39	Nationale Bank v. België	2.656,61	5.415,48	499,45	0,00	5914,9	8,3%	15,3%	2,2
30	35	Solvac	60,24	103,46	29,53	0,00	133,0	8,2%	40,6%	2,2
31	37	Umicore	7,66	10,33	5,46	0,16	16,9	8,2%	59,2%	2,2
32	13	Sioen	3,73	6,66	1,54	0,00	8,2	8,2%	34,5%	2,2
33	36	Picanol	7,17	12,00	1,81	0,00	13,8	6,8%	27,3%	2,2
34	40	Moury Construct	68,32	97,32	47,45	0,06	144,7	7,8%	62,1%	2,1
35	33	D'leteren	86,02	162,04	18,36	0,00	180,4	7,7%	19,5%	2,1
36	5	Auximines	391,19	733,07	72,08	0,00	805,2	7,5%	17,4%	2,1
37	38	Solvay	36,19	54,05	19,05	0,00	73,1	7,3%	51,6%	2,0
38	8	Roularta	12,13	21,60	4,34	2,33	23,6	6,9%	37,8%	1,9
39	16	GBL	47,93	79,39	12,11	0,00	91,5	6,7%	27,8%	1,9
40	25	Berkshire Hathaway	37.801,0	70.530,0	0,0	0,0	70.530,0	6,4%	0,0%	1,9

”

Het is jammer dat Punch tegen slechts een vijfde van de boekwaarde noteert.

Evolutie eigen vermogen

	2008 vs 2007	
1	Dexia	-82,2%
2	Fortis	-80,7%
3	Compagnie Bois Sauvage	-51,3%
4	KBC	-41,2%
5	Auximines	-39,7%
6	Brederode	-39,7%
7	Mobistar	-37,9%
8	GBL	-35,1%
9	Agfa-Gevaert	-31,0%
10	Deceuninck	-29,3%
11	NPM	-26,7%
12	Immobel	-25,9%
13	Sofina	-24,4%
14	Spector	-24,0%
15	Melexis	-21,3%
16	Gimv	-20,8%
17	Picanol	-17,8%
18	Roularta	-17,2%
19	Umicore	-13,3%
20	UCB	-12,0%
21	Berkshire Hathaway	-9,6%

als investeerder te werk gaat. Die zinsende impliceert dat je best belegt in bedrijven waarin de managers zelf een groot deel van hun vermogen hebben belegd. Zo zijn de belangen van de kleine aandeelhouder en de referentieaandeelhouder dezelfde.

WOODSTOCK OF CAPITALISTS

Berkshire Hathaway, dat vandaag 2 mei trouwens zijn algemene vergadering houdt in Omaha,

ook wel het Woodstock of Capitalists genaamd, kende in 2008 het slechtste jaar uit zijn 44-jarige bestaan. De boekwaarde van de holding daalde in 2008 met 9,6 procent. Over de laatste tien jaar kan Buffett nog steeds een groei van de boekwaarde per aandeel voorleggen van 6,4 procent per jaar. Over de afgelopen 44 jaar steeg die boekwaarde met 20,3 procent per jaar, waardoor hij de rijkste man geworden is op deze planeet.

Buffett is evenwel niet pessimistisch voor de toekomst. Hij stelt dat de afgelopen 44 jaar 75 procent van de jaren een positieve return lieten zien. Wij kunnen dat bevestigen: collega Nic Van Broekhoven analyseerde de beursprestaties van de S&P500-index van de afgelopen 180 jaar en kwam tot ongeveer dezelfde conclusie dat 70 procent van de beursjaren wordt afgesloten met een positieve return.

In de kleine tabel ziet u de im-

mekeer in te zetten en dat is ook wat nu gebeurt. 'Sinds het dieptepunt nog geen twee maanden geleden zijn de Europese beurzen met 35 procent gestegen. Desondanks blijft de waardering van de beurzen zeer aantrekkelijk, wat rechtvaardigt aandelen bij te kopen. De ideale combinatie is het duo goedkope waardering en positief momentum. Voor dat laatste is het nog te vroeg. In afwachting van een sterker opwaarts momentum en vanwege de hoge volatiliteit koop je best mondjesmaat bij.'

Veel kleine Belgische aandelen als Alynx, Metris en Punch gaan snel tientallen procenten hoger. Terecht? Of verkliest u eerder steraandelen (blue chips)? Longeval: 'In deze fase van de beurscyclus is het nog te vroeg

Die slechte leningen werden herverpakt en door Wall Street verkocht aan nietsvermoedende grote beleggers, waaronder vele westerse banken.

Dit is de zogenaamde CDO-problematiek, waarmee de hele crisis werd aangestoot. Het probleem is jammer genoeg nog steeds niet van de baan. Vele banken bezitten nog massa's derivaten. De CEO van een bank kan onmogelijk het risico daarvan inschatten. Maar wat je niet kan inschatten, daar blijf je beter van af. Toen Berkshire Hathaway in 1998 General Re kocht, had die herverzekeraar een portefeuille van 23.218 derivatencontracten met 884 verschillende tegenpartijen. Omdat Buffett dat niet kon inschatten, besloot hij ze af te wikkelen. Het kostte Berkshire Hathaway vijf jaar en een verlies van 400 miljoen dollar om daaruit te stappen. Dit was evenwel in normale marktomstandigheden.

FAVORIETEN

Ook Bois Sauvage en Brederode hadden voor een financieel getinte portefeuille. Bij Brederode hebben ze althans gezworen nooit nog in financiële waarden te beleggen. Ook de andere holdings vindt u in dit lijstje terug omdat de beurs vooruitliep op de economische realiteit. Ook Deceuninck werkt aan een kapitaalverhoging om zijn balans recht te trekken. De dalingen bij Mobistar en Immoel hebben veeleer te maken met de uitkering van kapitaal in 2008.

Dat bedrijven allemaal hetzelfde doen, focus op werkkapitaal en cashgeneratie en hierdoor een gezonde(re) balans bekomen, kunnen we ze niet kwalijk nemen. Het doet Buffett denken aan wat hij ooit in een restaurant had gelezen: 'In God we trust, all others pay cash'. Cash is inderdaad belangrijk om de crisis door te komen. Maar vandaag brengt het niks op.

We geven in onze beleggingskeuze de voorkeur aan bedrijven met een sterke balans die eveneens blijven investeren in de toekomst. Umicore is er zo één. Bar slechte cijfers over het eerste kwartaal, maar de investeringen voor de toekomst blijven gehandhaafd.

Van de 58 Belgische aandelen die we bestudeerden in een tienjaarsperspectief draagt de gemiddelde waardecreatie per jaar 9,8 procent (tegenover 11,6% eind 2007). Het gemiddelde Belgische bedrijf doet het dan ook vrij goed. Als belegger komt het erop aan die aandelen uit te kiezen die fundamenteel waarde creëren naar de toekomst. De geschiedenis biedt geen garantie voor toekomstig succes, maar het is alvast een goede leidraad. Wel moeten we er rekening mee houden dat we de volgende jaren met minder tevreden zullen moeten zijn. Door het feit dat bedrijven zich veel minder met schulden zullen financieren, valt de hefboom voor een stuk weg. De toekomstige groei zal daardoor lager zijn, maar veel gezonder.

Patrick Millemcam is gedelegeerd bestuurder van Value Square Asset Management. U kan de volledige lijst (met dus ook de bedrijven die minder waarde hebben gecreëerd) bekomen via info@value-square.be.

De week volgens Jan Longeval

Elke week laten we een expert de financieel-economische actualiteit commentariëren. Deze keer is dat Jan Longeval, algemeen directeur van Bank Degroof.



'Mediahete rond Mexicaanse griep neemt belachelijke proporties aan'

De Mexicaanse griep dreigt tot een pandemie te onttaarden. Moet een belegger zijn beslissingen daardoor laten beïnvloeden?

Jan Longeval: 'Overheden moeten alles in het werk stellen het risico op pandemieën in te dijken. De mediahete rond de Mexicaanse griep neemt echter belachelijke proporties aan. Het lijkt wel alsof straks de helft van de wereldbevolking zich in het graf zal hoesten. De huidige stand van de medische wetenschap en de daadkracht van de overheid maken de kans op het uitbreiden van pandemieën zeer beperkt, getuige het indijken van SARS. Daar-

enboven was SARS bedreigender omdat vogels mobieler zijn dan varkens. Ik heb nog geen varken de oceaan zien overvliegen. Misschien moet de Wereldhandelsorganisatie zich eens buigen over het ontwikkelen van een vaccin tegen massahysterie.' 'De Mexicaanse griep zal de beurzen waarschijnlijk een lichte koorts bezorgen, maar zeker geen langdurige. Daarom aandelen verkopen zou getuigen van banaliteit en paniekzaaijerij.'

Credit Suisse vindt West-Europa de slechtste plek om te beleggen. Akkoord?

Longeval: 'Op korte termijn is het risico op verdere neerwaartse herzieningen van bedrijfswinsten in West-Europa groter dan bijvoorbeeld in Amerika, wat ertoe zou kunnen leiden dat Europese aandelen het wat moeilijker hebben. Zo zijn in de financiële sector de Europese banken minder voortvarend geweest met het boeken van waardeverminderingen dan hun Amerikaanse collega's.'

'Er is echter geen reden om aan te nemen dat West-Europese aandelen slechtere langetermijnuitzichten bieden. Op lange termijn primeert waardering op alle

andere factoren en de Europese beurzen zijn vandaag bij de goedkoopste ter wereld. Het eventuele argument dat Europa minder goede beursperspectieven heeft vanwege minder rooskleurige economische perspectieven is onjuist. Onderzoek wijst uit dat er geen verband is tussen verschillen in economische groei en beursprestaties.'

De meeste bedrijven in de VS publiceren beter dan verwachte kwartaalcijfers. Een teken om meer aandelen te kopen?

Longeval: 'De beurs heeft de gewoonte enkele maanden voor te lopen op de winst- en de economische cyclus. Het keerpunt bevindt zich aldus voor een duurzaam herstel van de economie en de bedrijfswinsten. Enkele zwaluwen kunnen voldoende zijn om de

ommekeer in te zetten en dat is ook wat nu gebeurt. 'Sinds het dieptepunt nog geen twee maanden geleden zijn de Europese beurzen met 35 procent gestegen. Desondanks blijft de waardering van de beurzen zeer aantrekkelijk, wat rechtvaardigt aandelen bij te kopen. De ideale combinatie is het duo goedkope waardering en positief momentum. Voor dat laatste is het nog te vroeg. In afwachting van een sterker opwaarts momentum en vanwege de hoge volatiliteit koop je best mondjesmaat bij.'

Veel kleine Belgische aandelen als Alynx, Metris en Punch gaan snel tientallen procenten hoger. Terecht? Of verkliest u eerder steraandelen (blue chips)? Longeval: 'In deze fase van de beurscyclus is het nog te vroeg

om voluit te kiezen voor kleine aandelen. Historisch doen kleine aandelen het pas beter zodra het economisch herstel is ingezet. Vandaag zijn we nog in de economische uitbodemingsfase. De onzekerheid die die fase kenmerkt, noopt beleggers ertoe de relatieve veiligheid van de grote aandelen op te zoeken. Vanwege de kredietchaarste is groot evenwel niet altijd synoniem voor veilig. Liever een solide, kleine onderneming met weinig schulden dan een reusachtige schuldenaar op lemen voeten.'

'Kleine aandelen kunnen zeker selectief opgepikt worden, maar hou uw poeder droog voor later. Profiteer ook van het merkwuurige fenomeen dat kwaliteitsvolle grote aandelen niet duurder zijn dan die van mindere kwaliteit.'

SM