

DE WEEK VOLGENS

PATRICK MILLECAM

*'Biotech'ers beslissen niet zelf of een  
beloftevol product op de markt komt'*



Elke week laten we een expert de financieel-economische actualiteit commentariëren. Dit keer is dat Patrick Millemcam, verantwoordelijke vermogensbeheer bij Value Square.

Sinds Agfa-Gevaert vorige week vrijdag bekendmaakte dat het zijn kapitaal 'met maximum 140 miljoen wil verhogen' zakte het aandeel meer dan 20 procent. Is die val overdreven?

**Patrick Millemcam:** 'Het aandeel Agfa-Gevaert is sinds het dieptepunt van maart 2009 gestegen van 1,25 euro naar een koers van 7,22 euro vorige week vrijdag; dat is een stijging van 477 procent. Een koersval van 20 procent valt dan best te relativeren. Bedrijven zoals een Agfa-Gevaert hebben serieus afgezien tijdens de crisis. Vooral de grafische afdeling is cyclisch en wordt al jaren geconfronteerd met de overgang van analoge naar digitaal. Tegen 1,25 euro noteerde het aandeel tegen bijna 0,2 keer zijn eigen vermogen. Vandaag noteert Agfa terug tegen 1 keer de boekwaarde. Dat het management gebruik wil maken van de verbeterde marktomstandigheden om de balans te versterken, is gewoon gezond verstand. Met 648 miljoen euro immateriële activa en voorzieningen ter waarde van 904 miljoen euro (voor onder andere pensioenverplichtingen) kan de balans

best nog wel wat extra kapitaal gebruiken. Dat de grafische sector aan een heropstanding bezig is, blijkt ook uit de biedingen van NPM Capital op Punch Graphix (Xeikon) en van Canon op het Nederlandse Océ. Dat Agfa Graphics zijn productaanbod wil verruimen in een consoliderende sector lijkt ook niet onlogisch.'

**De inflatie in de eurozone versnelde in maart naar 1,5 procent. Moeten beleggers zich schrap zetten voor een inflatoir klimaat? En hoe groot is de dreiging die uitgaat van de stijging van de ijzerertstarieven in het huidige klimaat?**

**Millemcam:** 'De overheden over

de hele wereld hebben de jongste maanden de geldkraan openge draaid om de kwakkelende economieën nieuw leven in te blazen. De heropstanding in de groei landen is al een paar kwartalen bezig. In Europa is de situatie iets onduidelijker, al horen wij toch hier en daar dat de economische motor voorzichtig weer in gang schiet. Vele grondstoffenprijzen zijn al flink gestegen. Enkel de lonen blijven vrij stabiel door het feit dat de werkgelegenheid niet echt aantrekt, al verschijnen ook de eerste tekenen dat de werkloosheid lijkt te stabiliseren.'

'Velen hebben de jongste twee jaar de aankoop van een wagen uitgesteld. Vandaag zien we dat de verkoop van nieuwe wagens weer

aantrekt. In Frankrijk steeg de verkoop in maart met 17,9 procent tegenover dezelfde maand vorig jaar. De ijzerertsmarkt wordt gedomineerd door drie grote spelers: BHP Billiton, Vale de Rio Doce en Rio Tinto. De spotprijzen verdubbelden bijna tegenover vorig jaar. Als belegger kan u dan ook maar beter voorbereid zijn op inflatie.'

**TiGenix en OncoMethylome Sciences bewijzen dat de Belgische biotech kan mislukken. Blijven beleggers beter weg uit de sector, of zijn er toch mogelijkheden?**

**Millemcam:** 'Als waardebeleggers hebben we niet enkel oog voor waardering, maar ook voor de risico's. De biotechsector heeft van na-

ture uit een hoger dan gemiddeld risico. Wij beleggen dan ook nauwelijks in biotechspelers. Die bedrijven hopen allemaal om de volgende 'blockbuster' te vinden. Alleen zijn er heel weinig die er ook in slagen. Een aantal jaren geleden kwam ik op een investeringstoer door Nederland een investeerder tegen die nooit in farma of biotech belegt omdat ze nooit zelf beslissen of hun 'veelbelovende' product op de markt komt. Ik denk dat hij gelijk heeft, zeker wat biotech betreft, omdat ze vaak geen geneesmiddelen op de markt hebben die voldoende cashflow bieden om het dure onderzoek en de ontwikkeling van een geneesmiddel te financieren. Bovendien hanteren de instanties die geneesmiddelen al dan niet goedkeuren andere regels. Zo is ChondroCelect goedgekeurd in Europa en wordt het 'voorlopig' afgekeurd door de FDA in de VS, waardoor TiGenix op zijn vroegst binnen vijf jaar de veel grotere Amerikaanse markt kan betreden.'

**Het aandeel Nationale Bank noteert op een record na de forse stijging van het dividend en enkele positieve**

**commentaren van beleggersbladen. Ziet u eindelijk schot komen in dit dossier?**

**Millemcam:** 'Dit heeft veeleer te maken met de resultaten die de Nationale Bank bekendmaakte. De winst bedroeg in 2009 maar liefst 1,9 miljard euro. Dat is 3.519 euro per aandeel. Op de dag van de bekendmaking van de cijfers noteerde het aandeel nauwelijks meer dan 1 keer de winst. Volgens die ratio is het aandeel spotgoedkoop. We moeten wel serieuze kanttekeningen maken bij de winst en vooral bij de winstverdeling. De 200.000 aandelen in handen van de privéaandeelhouders krijgen amper 25,3 miljoen euro dividend. De overheid die de overige 200.000 aandelen bezit, krijgt 679,3 miljoen euro of bijna 27 keer meer. Het is duidelijk dat de aandelen van de overheid veel meer waard zijn dan die van de particuliere belegger. Het nettodividendrendement bedraagt nu amper 2,2 procent. Als niet-aandeelhouder en dus als gewone burger is de monsterwinst en -dividend voor de overheid een goede zaak; het stijft de staatskas en vermindert de nettoschuldenvast van elke Belg.'