

De Brusselaars die Buffett doen blozen

29 Belgische aandelen creëerden afgelopen tien jaar meer waarde dan Warren Buffetts holding Berkshire Hathaway



ANALYSE
PATRICK MILLEMEC
GEDELEGEERD BESTUURDER
VALUE SQUARE

Op de Brusselse beurs noteren 29 bedrijven die de voorbije tien jaar meer waarde hebben gecreëerd dan Warren Buffett. Dat betekent een jaarlijkse gemiddelde waardegroei van minstens 8,3 procent. Het valt op dat vooral consumentgerelateerde groepen hun aandeelhouders veel plezier doen beleven.



De drankgroep Spadel is de sterkste stijger in de hitparade van Brusselse aandelen volgens fundamentele waardecreatie.

© LIEVEN VAN ASSCHE

Jaarlijks berekenen we de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die minstens tien jaar op de beurs noteren. We vergelijken de prestaties met die van Berkshire Hathaway, het beleggingsvehikel van Warren Buffett. Dit jaar tellen we zes nieuwelingen in onze tienjaarshistoriek, namelijk Intervest Retail, AB InBev, WDP, Home Invest Belgium, Intervest Offices en PinguinLutosa. Zij kregen hun eerste beursnotering in 2000.

De fundamentele waardecreatie beoordeelt we aan de hand van volgende formule: we bekijken de evolutie van de boekwaarde per aandeel en tellen daar de uitgekeerde nettodividenden bij. We maken een correctie voor kapitaalverhogingen. De analyse van de fundamentele waardecreatie of het trackrecord is een van de zes pijlers waarop wij de kwaliteit en/of de risico's van beursgenoteerde bedrijven beoordelen.

Volgens Buffett geeft de evolutie van de boekwaarde een goed idee over de evolutie van de intrinsieke waarde. De afgelopen tien jaar verhoogden Warren Buffett en zijn kompanen Charlie Munger de boekwaarde van hun investeringsvehikel met 8,3 procent per jaar, namelijk van 37.987 naar 84.487 dollar, wat neerkomt op een stijging met 122 procent.

VERLOREN DECENNIUM

Afgelopen jaar kon je in diverse media lezen dat de belegger de afgelopen tien jaar niks verdiend heeft op de beurs en dat het een verloren decennium was. Enkel de belegger die uitsluitend een mandje Belgische aandelen in portefeuille had, heeft nog iets verdiend. Elke belegger heeft als doelstel-

ling het beter te doen dan het gemiddelde. Bent u een actieve belegger en doet u aan 'stock picking' dan kan tabel 1 u helpen de prestaties van de managers van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen beter in te schatten.

De fundamentele waardecreatie van alle Belgische bedrijven samen bedraagt over de afgelopen tien jaar gemiddeld 218 procent. De mediaan (het middelste cijfer in een reeks van opgaande getallen) geeft misschien een beter beeld; die bedraagt 111 procent. Dat is een pak hoger dan de beurs-evolutie van de twee Belgische indices, de Bel20 returnindex (+6,4%) en de Belgian All Shares Index (+19,3%). De vergelijkingsbasis valt dit jaar echt wel heel slecht uit, omdat de beurskoersen van vele aandelen zich in 1999 dicht bij hun hoogtepunt van de gouden jaren 90 bevonden. Dat was dan ook niet het ideale moment om te gaan beleggen. De managers hebben wel wat op de fundamentele cijfers zoals winst en eigen vermogen. Zij managen niet de beurskoersen. Het is de taak van de belegger te beslissen tegen welke koers hij een aandeel koopt en verkoopt.

Het aandeel Colruyt kon u in de jaren 80 kopen aan minder dan één keer de boekwaarde. In 1999 werd bijna 9 keer de boekwaarde neergegeld voor datzelfde aandeel. Het is als belegger dan ook heel belangrijk dat u steeds zelf een intrinsieke waarde berekent en pas koopt als u een voldoende veiligheidsmarge hebt. U moet met an-

dere woorden goedkoop kopen. Benadert of overschrijdt de beurskoers die intrinsieke waarde, dan verkoopt u beter. Dat is 'value investing'.

Als u die discipline combineert met de keuze van de aandelen van heel degelijk geleide ondernemingen, dan kan u een beter dan gemiddeld rendement op uw investeringen behalen.

MOBISTAR OP KOP

De top 10 wordt dit jaar aangevoerd door Mobistar. De telecomgroep komt op de eerste plaats omdat het eigen vermogen of de boekwaarde in 1999 heel laag was. U herinnert zich nog wel de technologiebubbel, waarbij vooral technologieaandelen door het dak gingen. Vele telecombedrijven boden hoog tegen elkaar op om een UMTS-licentie te kunnen kopen. Ze betaalden gigantische bedragen. Mobistar was toen een heel jonge telecomspeler en was volop zijn eigen netwerk aan het uitrollen. Het betaalde 150 miljoen euro voor de UMTS-licentie, een bedrag dat over 15 jaar werd afgeschreven. Het bedrijf maakte trouwens elk jaar verlies in de periode 1997-2001.

Bovendien kon u als belegger het aandeel niet kopen tegen de boekwaarde. Het aandeel noteerde eind 1999 tegen 57 keer de boekwaarde. Eind 2009 noteerde Mobistar tegen 6,5 keer de boekwaarde. Stapte u in Mobistar tegen de beurskoers van 31 december 1999 van 56,85 euro, dan was uw rendement tot 31 december 2009 inclu-

Belgische bedrijven die Buffett hebben geklopt

de voorbije 10 jaar

■ waardecreatie/jaar
■ totale waardecreatie

Bedrijf	waardecreatie/jaar	totale waardecreatie
Mobistar	39,6%	2.703%
Omega Pharma	37,8%	2.367%
Van de Velde	21,4%	595%
Sipef	18,7%	456%
Colruyt	18,7%	453%
Spadel	18,3%	437%
Texaf	17,3%	393%
Lotus Bakeries	17,2%	389%
Atenor	15,3%	315%
AvH	15,0%	304%
Melexis	14,8%	299%
UCB	13,1%	242%
Miko	12,9%	236%
Duvel Moortgat	12,3%	218%
Intervest Retail	11,8%	206%
NBB	11,8%	205%
CFE	11,7%	201%
VPK Packaging	11,6%	200%
Rosier	11,3%	191%
EVS	11,2%	765%
Ter Beke	10,9%	182%
KBC	10,9%	181%
AB InBev	10,7%	175%
Campine	10,5%	171%
WDP	9,5%	148%
Auximines	8,9%	135%
Solvay	8,8%	133%
Floridienne	8,6%	129%
Moury Construct	8,5%	125%
Berkshire Hathaway	8,3%	122%

sief dividenden (niet herbelegd) 19 procent. Mobistar is het aandeel uit de top 10 waarmee u het minste rendement zou hebben gemaakt op de beurs.

Top 10 waardecreatie (versus beursrendement)

Bedrijf	totale waardecreatie		Beursrendement		Beurs-evolutie		Beurskoers		Koers/boekwaarde	
	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009
Mobistar	2.703%	19%	-16%	56,85	47,90	59,3	6,5			
Omega Pharma	2.367%	93%	80%	19,50	35,15	22,0	1,2			
Van de Velde	595%	97%	55%	19,00	29,36	7,2	2,9			
Sipef	456%	303%	274%	9,30	34,78	2,1	2,9			
Colruyt	453%	229%	195%	57,00	168,40	5,4	1,5			
Spadel	437%	168%	142%	23,12	55,99	3,2	4,2			
Texaf	393%	1.594%	1.537%	7,76	127,00	0,3	1,0			
Lotus Bakeries	389%	429%	390%	68,00	332,87	2,1	2,6			
Atenor	315%	114%	63%	21,72	35,40	2,8	1,5			
AvH	304%	100%	77%	29,30	51,99	2,2	1,1			

Flop 5 waardecreatie (versus beursrendement)

Bedrijf	totale waardecreatie		Beursrendement		Beurs-evolutie		Beurskoers		Koers/boekwaarde	
	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009	eind 1999	eind 2009
Spector	-96%	-98%	-98%	42,50	0,67	1,8	0,8			
IBA	-64%	-79%	-85%	54,80	8,45	1,0	0,1			
Deceuninck	-50%	-87%	-94%	22,31	1,45	0,8	0,1			
Punch Intern.	-47%	-84%	-91%	33,00	2,88	0,1	0,0			
PinguinLutosa	-45%	-55%	-56%	19,94	8,70	0,8	0,3			

In tabel 2 plaatsen we de fundamentele waardecreatie en het beursrendement (=evolutie beurskoers + dividenden) naast elkaar. De beurs-evolutie houdt geen rekening met dividenden. De laatste twee kolommen geven de koers/boekwaarde weer in 1999 en in 2009. Met uitzondering van Texaf en Lotus Bakeries noteert de koersboekwaarde vandaag lager dan tien jaar geleden.

Stel dat u in elk aandeel uit de top 10 1.000 euro had gestopt in 1999 en dus in totaal 10.000 euro had geïnvesteerd, dan had u vandaag 41.451,90 euro. Dat is een beursrendement van 315 procent over de totale periode of een return

van 15,3 procent per jaar. Daarmee had u dus wel geld verdiend, het beursgemiddelde ruimschoots geklopt en uw koopkracht verhoogd. De nummers 2 en 3 zijn geen verrassing. De lingerieproducent Van de Velde prijkte in 2006 op de eerste plaats. Omega Pharma won in 2007 en in 2008. Dat de plantagegroep Sipef elk jaar hogerop klimt, is voor ons ook al geen verrassing. Palmolieplantages zijn heel rendabel en echte cashmachines. En de palmolieprijs scheert weer hoge toppen.

De sterkste stijger in de top 10 is de waterproducent Spadel, die klimt van de 20ste plaats vorig jaar naar de zesde plaats. Het Congo-

aandeel Texaf springt van de 18de naar de zevende plaats. Door samen met de CEO Philippe Croonenberghs te investeren in Texaf kon u de grootste beurswinst realiseren van alle Belgische aandelen de afgelopen tien jaar. Wie eind '99 1.000 euro in Texaf investeerde, had eind 2009 17.701 euro, een rendement van 1.594 procent.

BERTRAND

Ik wil ten slotte een pluim geven aan Luc Bertrand van Ackermans & van Haaren. De cijfers spreken voor zich: een fundamentele waardecreatie van 15 procent per jaar. AvH behoudt stevast zijn plaats in deze rangschikking. Nu begrijpen we nog beter waarom de heer Bertrand niet graag heeft dat analisten en beleggers Ackermans & van Haaren een holding noemen. Hij laat de echte 'holdings' ver achter zich.

In tabel 3 hebben we de slechtst presterende aandelen opgenomen, met Spector op kop. De fotospecialist vernietigde de afgelopen tien jaar 96 procent van zijn fundamentele waarde. Op de beurs verloor het Spector-aandeel 98 procent. Ook in IBA, Deceuninck, Punch en PinguinLutosa had u beter niet geïnvesteerd.

Zeer opvallend is de dramatische daling van Punch in onze jaarlijkse rangschikking. Vorig jaar kwam het aandeel voor het eerst in onze studie binnen, op de derde plaats. Guido Dumarey is er lange tijd in geslaagd de waarde van Punch te doen stijgen door bedrijven te kopen ver onder hun boekwaarde. Vooral met de overname van Xeikon deed hij een goede zaak. Door de financieel-economische crisis kregen verschillende ondernemingen uit de Punchgroep het hard te verduren, niet het minst de automotive divisie. Die afdeling werd met een groot verlies verkocht. Punch moest een kapitaalverhoging doorvoeren om levensvatbaar te blijven.

Van de 65 Belgische aandelen die we bestudeerden in een tienjaarsperspectief bedraagt de gemiddelde waardecreatie per jaar 8 procent (tegenover 9,8% eind 2008 en 11,6% eind 2007). Het gemiddelde Belgische bedrijf doet het dan ook nog steeds vrij goed. Als belegger komt het erop aan die aandelen uit te kiezen die fundamenteel waarde creëren naar de toekomst.

Westerse bedrijven die de wereldwijde globalisatie negeren en uitsluitend focussen op de thuismarkt, zullen het moeilijker krijgen om toegevoegde waarde te creëren. Bedrijven zoals Bekaert en recent ook Nyrstar hebben een uitgesproken 'emerging markets'-strategie. Bekaert trekt al een hele tijd bewust de kaart van de groeiende landen, met China op kop. Daar plukt de staalkoepproducent nu volop de vruchten van.

Nyrstars nieuwe bedrijfsleuze luidt: 'De wereld verandert, wij ook'. Hetzelfde geldt voor uw aandelenbeleggingen. Kijk wat er in de wereld gebeurt. Waar zit de groei? En waar zitten de (schulden-)risico's? Stop dan ook wat meer blootstelling aan de opkomende markten in uw portefeuille.

DE WEEK VOLGENS

FRANK DE MOL

'Wie de koersen achterna holt, is met speculeren bezig, niet met beleggen'

Ook het biofarmaceutische bedrijf UCB, dat zelf rechten op geneesmiddelen kocht, kwam zo ook meer in de schijnwerpers. Maar ook de Belgische biotech floreert. Zij zullen verder profiteren van de uitbesteding van onderzoek en ontwikkeling door de grote farmabedrijven.

Het aandeel Connect explodeerde zonder nieuws. Eerder gebeurde hetzelfde met Thenergo. Vanwaar die beleggersappetit voor afgeslachte aandelen die tegen hooguit een paar euro's noteren?

De Mol: 'Beleggers zijn van nature speculatief ingesteld. Op korte termijn zo veel mogelijk winst opstrijken, door hebzucht gedreven. Vooral aandelen met een 'optisch' lage koers zijn daarvoor populair. Een stijging van een aandeel met 10 procent trekt de aandacht van beleggers in de hoop dat het nog verder zal stijgen. Wanneer een stijging niet door fundamentele elementen wordt ondersteund, is een spectaculaire opstoot evenwel meestal een kort leven beschoren.'
De koerssprong met 73 procent 'intraday' van TIGenix wegens een

weinig relevant persbericht was een kort leven beschoren. Wie in het heet van de strijd kocht, kijkt al tegen een verlies aan van 30 procent. Ook Connect Group en Thenergo corrigeerden al met respectievelijk 20 en 35 procent tegenover hun eerdere koerspiek. Wees dan ook erg voorzichtig met achter koersen aan te hollen, zeker wanneer de koersstijging niet in overeenstemming staat met het fundamentele plaatje. Want dan ben je bezig met speculeren in plaats van met beleggen en dat loopt vroeg of laat fout af.'

De voorbije dagen publiceerden Amerikaanse kleppers zoals Intel, JPMorgan en Google beter dan verwachte resultaten. Op de Belgische derdekwartaalresultaten is het nog even wachten. Wat verwachten jullie van het Belgische resultaatseizoen?

De Mol: 'De Belgische bedrijven zullen over het algemeen naar verwachting goede derdekwartaalresultaten kunnen voorleggen. Ook al wordt de vergelijkingsbasis stilaan wat minder gunstig en ook de dollardaling zal de winststijgingen van de dollarverdieners, zoals Delhaize, wat afremmen. Aan de andere kant zullen bedrijven zoals Bekaert, Picanol, Jensen-Group en Solvay ook kunnen profiteren van de sterke groei in de groei-markten.'

'Door de sterke halfjaarresultaten van heel wat Belgische bedrijven zijn de verwachtingen van analisten voor de tweede helft de voorbije maanden aanzienlijk opgetrokken. Arseus beet gisteren al

de spits af met omzetcijfers over het derde kwartaal en loste grotendeels de verwachtingen in: een sterke groei.'

De Britse bank Standard Chartered verraste de markt met een grote kapitaalverhoging. Wat is jullie houding tegenover financiële aandelen?

De Mol: 'De invoering van de Basel III-normen (hogere kapitaalvereisten), ook al moeten die niet meteen vervuld worden, geven al aanleiding tot kapitaalverhogingen bij banken. Soms, zoals het geval was bij Deutsche Bank, dient de kapitaalverhoging deels ook om een overname te financieren. Dat remt de financiële aandelen af, die sinds begin dit jaar heel wat zwakker hebben gepresteerd dan de markt.'

'Dat kan ook de komende maanden nog op de bank aandelen drukken. Als de aandelenmarkten evenwel verder opleven, moeten ook zij daar een graantje van kunnen meepikken.'



Elke week laten we een expert de financieel-economische actualiteit commentariëren. Dit keer is dat Frank De Mol, analist van De Belegger.