



VALUE CREATION AWARDS

FUNDAMENTELE WAARDECREATIE 2007 - 2017

16 mei 2018

Sinds twaalf jaar berekent Value Square de fundamentele waardecreatie over de voorbije tien jaar van alle Belgische bedrijven, die ook minstens tien jaar op de beurs noteren. Hun prestaties worden vergeleken met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett en Charlie Munger. Over de periode eind 1964 tot eind 2017 – kon Buffett de boekwaarde van zijn holding met een astronomisch percentage van 1.088.029% doen stijgen of 19,1% per jaar gedurende 53 jaar. Daarmee klopt hij ruimschoots de S&P 500 returnindex, die slechts met 15.508% steeg, wat een return van 9,9% per jaar oplevert. De laatste vier jaar geeft Buffett in zijn jaarverslag ook de evolutie weer van de beurswaarde van zijn holding. Sinds 1964 steeg de beurskoers van Berkshire Hathaway met 2.404.748% of 20,9% per jaar. *Bron: Jaarverslag Berkshire Hathaway 2017 pagina 2.*

Dankzij dit trackrecord heeft Buffett van Berkshire Hathaway het zevende grootste beursgenoteerde bedrijf gemaakt ter wereld, met een beurswaarde van om en bij de 415 miljard EUR. De zes grootste beursgenoteerde bedrijven ter wereld zijn Apple (775 miljard EUR), Amazon (656 miljard EUR), Alphabet (634 miljard EUR) Microsoft (627 miljard EUR), Facebook (445 miljard EUR) en het Chinese Alibaba (421 miljard EUR). Opvallend, het grootste Belgische bedrijf AB Inbev zit niet meer bij de 30 grootste bedrijven (en staat nu op de 33^{ste} plaats). *(data per 10/5/2018)*

De doelstelling van Warren Buffett is om de intrinsieke waarde van Berkshire Hathaway te verhogen aan een hogere groeivoet dan de toename van de S&P 500 returnindex. Buffett beschouwt de evolutie van de boekwaarde als een goede ruwe graadmeter voor de evolutie van de intrinsieke waarde. Die laatste is veel moeilijker om te berekenen en verschillende analisten zullen nooit tot dezelfde intrinsieke waarde komen.

Methodologie

In onze studie beoordelen we de fundamentele waardecreatie als volgt: we berekenen de evolutie van de boekwaarde per aandeel (eind 2017 in vergelijking met eind 2007) en tellen daar de nettodividen ten bij op die een privé-aandeelhouder heeft gekregen over de afgelopen 10 jaar. De boekwaarde per aandeel bekomen we door het geconsolideerd eigen vermogen (aandeel van de groep) te delen door het aantal aandelen op het einde van het jaar (exclusief het aantal eigen aandelen). We maken correcties voor kapitaalverhogingen aan prijzen boven de boekwaarde (van het boekjaar voorafgaand aan de kapitaalverhoging). De analyse van dit fundamentele trackrecord (op minstens 10 jaar) is een van de pijlers waarop Value Square de kwaliteit en de risico's van beursgenoteerde bedrijven beoordeelt.

Deze fundamentele analysebenadering staat los van de evolutie van de beurskoersen, waar een manager geen vat op heeft. Het trackrecord van managers wordt dan ook beter geëvalueerd aan de hand van de evolutie van de fundamentele cijfers. Beurskoersen worden op korte termijn sterk beïnvloed door emoties. Op lange termijn – en 10 jaar is een goede horizon voor een aandelenbelegger – moeten uiteraard de beurskoersen de evolutie van de onderliggende fundamentele waarde volgen of liefst zelfs overtreffen. Dit is ook bij Berkshire Hathaway het geval is.

Voor het vijfde opeenvolgende jaar kent Value Square awards toe aan de drie hoogst scorende bedrijven in deze studie en wordt het management bekroond met een gouden, zilveren en bronzen “Value Creation Award”. Sinds vorig jaar bekronen we ook de vierde in de lijst met de “runner up” award. En dit jaar geven we ook een onderscheiding aan de sterkste stijger (“fastest rising”) die de top 20 binnenkomt.



97 Belgische bedrijven

In 2007 kwamen 9 Belgische ondernemingen naar de beurs: Ablynx, Alfacam, Arseus, Ascencio, Banimmo, Nyrstar, Tigenix, Transics en VGP. Failisementen komen niet zoveel voor bij beursgenoteerde ondernemingen, maar jammer genoeg viel het doek in 2013 over Alfacam. Een jaar nadien werd Transics overgenomen en van de beurs gehaald. Identificatiespecialist Zetes verdween vorig jaar van de beurstabellen na een overnamebod door het Japanse elektronicaconcern Panasonic. Weldra verdwijnen ook Sapec, Tigenix en Ablynx van de beurs na uitkoopbiedingen van respectievelijk de familie Velghe, het Japanse Takeda en farmagigant Sanofi. En ook Delhaize komt niet meer voor in onze studie vermits het werd overgenomen door het Nederlandse Ahold. In totaal kwamen 97 bedrijven in aanmerking voor de analyse.

Resultaten van de studie

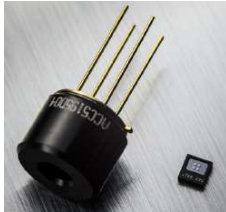
Berkshire Hathaway slaagde erin de fundamentele waarde met 250% te verhogen de afgelopen 10 jaar. Dit impliceert een samengestelde jaarlijkse groeivoet van het eigen vermogen van 13,33% (in euro). 9 Belgische bedrijven konden de prestatie van Warren Buffett en Charlie Munger overstijgen.

Van de 97 bestudeerde bedrijven, zijn er 90 waarvan we de fundamentele waardecreatie konden uitrekenen. Van 7 bedrijven konden we dit niet berekenen door een negatieve eindwaarde (eigen vermogen + nettodividenden). De 90 geanalyseerde Belgische bedrijven behaalden een gemiddelde fundamentele waardeverhoging van 3,31% per jaar over de periode 2007 - 2017. Volgens Buffett zou de beurskoers op lange termijn deze fundamentele evolutie moeten volgen. De brede Belgian All Shares return index steeg de afgelopen 10 jaar met 2,91% per jaar. De beurskoersen volgen dus in grote lijnen de fundamentele waarde. Het jaar 2007 was een goed beursjaar, waarin de beurskoersen nog hoge toppen scheerden, maar waar de kiem werd gelegd voor de financiële crisis van 2008 en 2009. Dit leidde tot de grootste beurscrash sinds de jaren dertig. Pas 7 jaar later in 2014 steeg de Belgische beurs boven het niveau van eind 2007. De diepste wonden van de crisis zijn 10 jaar later nog steeds tastbaar in de vele rechtszaken tegen onder andere Ageas (Fortis) en Dexia (Arco). De afgelopen 10 jaar was dan ook historisch een zeer uitzonderlijke periode, waarbij de obligatiemarkten beter presteerden dan de aandelenmarkten. Door het drastisch ingrijpen van de centrale banken in de hele wereld werd de rente naar historisch lage niveaus gebracht om zo de economische motor terug aan te zwengelen.

Melexis wint de "GOLDEN Value Creation Award"

Melexis staat net als vorig jaar op de eerste plaats. Melexis groeit sterker dan de automobiemarkt én de markt van halfgeleiders. Het heeft de afgelopen jaren veel geïnvesteerd in R&D (circa 13,5% van de omzet) en plukt daar nu en in de volgende jaren de vruchten van. Voor 2018 voorspelt het management een omzetgroei van 12 tot 15%. Hoeveel bedrijven kunnen dit voorleggen? Melexis zet volop in op de groeiende trends naar meer elektrificatie, rijhulpsystemen en interieurdifferentiatie. Vandaag zitten er reeds gemiddeld 10 Melexis chips in elke auto.





Melexis wint de gouden Value Creation Award, met een jaarlijkse toename van de fundamentele waarde met 23,07% over de voorbije 10 jaar. Melexis kan haar producten met hoge winstmarges verkopen en genereert hoge vrij kasstromen, welke voor een groot stuk aan de aandeelhouders werden uitgekeerd onder de vorm van mooie dividenden. Melexis werd 28 jaar geleden opgericht door het trio Roland Duchatelet, Rudi De Winter en Françoise Chombar. Vandaag is Melexis nog steeds voor iets meer dan de helft in handen van de oprichters.



Lotus Bakeries klimt van de derde naar de tweede plaats, met een fundamentele waardecreatie van 17,53% per jaar. Het management is vastberaden om hun koekjesimperium verder te doen groeien. Het doel is speculoos te mondialiseren en de typische speculoos smaak te internationaliseren. Lotus wil wel iets meer opschuiven richting gezondere snacks, zonder daarbij de typische speculoos smaak uit het oog te verliezen. Topman Jan Boone wil "groots zijn in kleine dingen". Zijn grootvader (eveneens Jan Boone) maakte in 1932 een gekarameliseerd koekje dat enkel uit natuurlijke ingrediënten bestond. Hij noemde het koekje "Lotus" verwijzend naar de bloem



die symbool staat voor zuiverheid. In de jaren '50 begon bakker Boone het speculooskoekje individueel te verpakken als "koekje voor bij de koffie". Dit concept sloeg wereldwijd aan en internationaal werd "Lotus Biscoff" (van Biscuit with coffee) een begrip. Vandaag rollen er jaarlijks 6 miljard speculooskoekjes uit de oven én wordt het assortiment geregeld uitgebreid; de laatste jaren naar meer gezonde snacks.

EVS ruilt plaats twee met plaats drie. Met uitzondering van het jaar 2009 vertoeft EVS de afgelopen 11 jaar steevast in de top 4 van deze rangschikking. Dit jaar neemt EVS de bronzen Value Creation Award mee naar huis. Dit Luikse bedrijf werd in 1994 opgericht door drie ingenieurs. Vandaag is enkel Michel Counson nog directeur, bestuurder en aandeelhouder. EVS is de kampioen van de vrije kasstroombenadering. EVS heeft de traditie de overvloedige cash elk jaar uit te keren aan haar aandeelhouders onder de vorm van dividenden. Maar liefst 82% van de waardecreatie komt van de uitkering van dividenden. De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 17,38% per jaar.



EVS levert technologie voor de productie van live verrijkte tv-programma's. EVS is vooral gekend voor zijn live slow motion oplossingen die gebruikt worden op grote evenementen zoals de Olympische Spelen en de Champions League Voetbal. EVS-producten worden ook gebruikt voor grote shows zoals The Voice en Tomorrowland. EVS kampt de laatste jaren met moeilijke marktomstandigheden. Haar klanten zijn actief in onder andere de mediasector, waar reclame-inkomsten onder druk staan. Daarom diversifieert EVS haar producten en diensten naar meer innovatieve producten (artificiële intelligentie en video ref) en nieuwe markten.

De vierde tot de tiende plaats wordt ingenomen door respectievelijk Resilux, Telenet, VGP, Colruyt, Sipef, Jensen Groep en Kinopolis.



Resilux is een producent van PET-verpakkingen onder de vorm van preforms, die worden geblazen en afgevuld met water, frisdranken, eetbare oliën, melk, bier, enzovoort. Het bedrijf werd opgericht door de familie Decuyper in 1994. Vandaag heeft Resilux productievestigingen in België, Spanje, Rusland, Zwitserland, Griekenland, de VS, Roemenië, Oekraïne en Servië. Het aantal verkochte PET preforms steeg van 2007 tot 2017 met 127% tot 6,5 miljard stuks. Dankzij een jaarlijkse waardecreatie van 16,21% eindigt Resilux op de vierde plaats. Het sleept de “First Runner Up” award in de wacht. Resilux klom stevig in de rangschikking dankzij een forse toename van het eigen vermogen ten gevolge van de verkoop van haar participatie in Airolux AG in 2016. Een groot deel van die meerwaarde werd inmiddels via een kapitaalvermindering aan de aandeelhouders uitgekeerd in 2017.

VGP is de snelste stijger in de top 20 en krijgt de “fastest rising” award. Deze logistieke vastgoedontwikkelaar kende een onwaarschijnlijk parcours over de afgelopen 10 jaar onder leiding van Jan Van Geet. VGP baat logistieke en industriële parken uit in Duitsland, Tsjechië, Spanje en andere Europese landen. In 2016 ging VGP in zee met de Duitse verzekeraar Allianz en richtte een 50/50 joint-venture op voor ontwikkelingsprojecten in Duitsland, Tsjechië, Slowakije en Hongarije. VGP profiteert volop van de stijgende vraag via e-commerce, waarbij een grotere vraag is naar magazijnen die bovendien uitgerust zijn met meer robotisering en automatisering. VGP kende een fundamentele jaarlijkse waardestijging van 15,2%.

Telenet eindigt op de vijfde plaats en is een sterk cashgenererend bedrijf dankzij de vele abonnees die elke maand een vast bedrag via domiciliëring overschrijven. Maar het is in tegenstelling tot de meeste andere bedrijven uit de top 10 een bedrijf met een negatief eigen vermogen en heel wat schulden. Het feit dat Telenet op de vijfde plaats belandde heeft te maken met de forse daling van het eigen vermogen door een kapitaalvermindering van 6 euro per aandeel in 2007, waarbij de boekwaarde per aandeel (en de startwaarde in 2007) daalde van 7,14 naar 1,56 euro per aandeel. Maar ook de jaren nadien tot 2013 vloeide heel veel cash naar de aandeelhouders terug (17,15 euro netto in totaal per aandeel). Eind 2017 had Telenet zelfs een negatief eigen vermogen van 9,63 euro per aandeel.

Colruyt is het enige bedrijf in onze studie dat de afgelopen 10 jaar steevast in de top 10 aanwezig was. Dit is een straffe prestatie van Jef Colruyt en zijn managementteam, zeker in de distributiesector die te kampen krijgt met de intrede van nieuwe online-spelers. Maar Colruyt is de grootste onlinespeler in België via onder andere Collect & Go en Collishop. **Sipref** is actief in tropische landbouw (palmolie, rubber, thee) en behaalde de afgelopen 5 jaar een bedrijfswinstmarge van 19,75%, exact 10 keer meer dan Greenyard Foods in de laatste 2 jaar (1,97%). **Jensen Group** is een leidende one-stop-shop voor wasserijoplossingen. Jensen levert aan textielverhuurbedrijven, industriële wasserijen, ziekenhuizen, hotels en cruiseschepen. Jensen profiteert van de lange termijn groei van het toerisme wereldwijd. **Kinopolis** klimt naar de 10^{de} plek en zijn hoogste rangschikking ooit in onze studie. Het groeiparcours van de cinema-uitbater kende een flinke boost in 2017 door de overname van Landmark Cinemas in Canada, waardoor het aantal bioscoopzalen uitbreidt tot boven de 800 en meer dan 180.000 zitplaatsen.

Familiebedrijven

We bestempelen een bedrijf als “familiebedrijf” als een individu of een familie 20% van het aandelenkapitaal in handen heeft en er minstens 1 familielid in het management of de raad van bestuur zit.

Van de 90 “berekende” bedrijven, zijn er 63 of 70% familiale ondernemingen. Gemiddeld bezitten de familiale aandeelhouders 53,3% van hun onderneming. De familiebedrijven in onze studie behaalden een gemiddelde waardecreatie van 5,04% per jaar over de afgelopen 10 jaar; niet-familiebedrijven behaalden zelfs een negatieve fundamentele return van -0,72%. Bij de niet-familiebedrijven zitten onder



meer Ageas, Agfa-Gevaert en Nyrstar (die de rode lantaarn draagt). Voor beleggers in beursgenoteerde familiale ondernemingen moet het eerder een geruststelling zijn dat hun belangen gelijklopen met de referentie-aandeelhouders. Volgens diverse studies presteren familiaal geleide ondernemingen beter dan niet familiaal geleide bedrijven, onder meer dankzij hun focus op de lange termijn.

Top 10

Voor de top 10 bedraagt de gemiddelde fundamentele waardecreatie 16,29% per jaar de afgelopen 10 jaar. De gemiddelde jaarlijkse beursreturn van deze 10 aandelen bedroeg 13,86%. We kunnen dus nogmaals bevestigen dat de beursreturns op lange termijn min of meer de fundamentele volgen, al lijken de beurskoersen nog wat achterop te hinken bij de fundamentele evolutie. Het enige aandeel in de top 10 dat over deze periode een negatieve beursreturn boekte is EVS. EVS is het enige niet-familiale bedrijf in de top 10 (al heeft een van de drie oorspronkelijke oprichters nog een belang van 6,46%).

De Top 20

2017	ONDERNEMING	Boekwaarde per aandeel 2007	Boekwaarde per aandeel 2017	Som Netto Div. 2007-2017	Correctie Kap. Verh.	Totaal	Value Creatie/Jr
1	Melexis	1,83	7,35	7,21	-	14,56	23,07%
2	Lotus Bakeries	89,36	366,78	84,71	1,92	449,57	17,53%
3	EVS	4,58	7,79	14,94	-	22,73	17,38%
4	Resilux	19,63	60,00	28,17	-	88,17	16,21%
5	Telenet	1,56	9,63	17,16	0,68	6,84	15,97%
6	VGP	7,04	23,00	5,99	-	28,99	15,20%
7	Colruyt	5,19	14,62	7,11	0,64	21,08	15,05%
8	Sipref	15,33	50,67	9,41	0,00	60,08	14,63%
9	Jensen Group	4,81	14,50	4,27	-	18,77	14,58%
10	Kinopolis	3,26	6,48	4,88	-	11,35	13,29%
11	Econocom	0,40	1,62	0,59	0,81	1,39	13,16%
12	CFE	24,23	64,86	11,76	2,09	74,53	11,89%
13	Proximus	7,59	8,86	14,34	-	23,20	11,82%
14	Van de Velde	8,68	9,14	16,78	-	25,92	11,57%
15	Picanol	14,60	35,61	0,36	-	35,96	9,43%
16	Miko	30,68	65,57	8,73	-	74,30	9,25%
17	Texaf	10,81	22,53	3,03	-	25,56	8,99%
18	Dieteren	16,86	32,54	7,17	-	39,71	8,94%
19	Solvay	52,44	93,29	23,70	-	116,99	8,36%
20	Ackermans & van Haaren	47,59	89,70	12,81	-	102,51	7,98%

De gemiddelde fundamentele waardecreatie van de Top 20 bedraagt 13,21%. De beursreturn (koersprestatie + nettodividenten) van de Top 20 bedraagt 12,03%.

Dividendpolitiek

Een jaarlijks terugkerend dividend is daarom zeer belangrijk voor menig aandeelhouder, zeker in het licht van de huidige lage rentevoeten. Goed geleide bedrijven hechten een groot belang aan een stabiel dividend. Vooral een dividendpolitiek van een stabiel tot stijgend dividend weten vele familiale



aandeelhouders te smaken. Van de onderzochte bedrijven hebben er 16 elk jaar hun nettodividend per aandeel (in euro) minstens stabiel gehouden of verhoogd over de afgelopen 10 jaar. Zij hielden dus ook rekening met de “kleine” aandeelhouder. Deze 16 bedrijven zijn: Aedifica, Aliaxis, Belreca, Brederode, CO.BR.HA, D’leteren, Econocom, Etex, Lotus Bakeries, Miko, Resilux, Sioen, Sofina, Texaf, UCB en Umicore.

Tot eind 2011 bestonden voor bepaalde aandelen vvpv strips, die konden genieten van een verminderde roerende voorheffing van 15%. In 2012 werd de roerende voorheffing op dividenden verhoogd naar 21%; in 2015 naar 25%; in 2016 naar 27% en tenslotte in 2017 naar 30%. Dit is een betreuenswaardige evolutie temeer dat onze Noorderburen de roerende voorheffing op Nederlandse effecten gewoonweg afschaffen; in Frankrijk zal men tevens de roerende voorheffing verminderen van 30 naar 12,8%.

Value Creation Awards in de Opera van Gent

Op woensdagavond 16 mei 2018 werden in de Opera van Gent de vier hoogst scorende bedrijven van onze rangschikking bekroond met een Value Creation Award; er werd tevens een award uitgereikt voor de snelste stijger in de rangschikking. Een interessant debat rond familiaal aandeelhouderschap werd gemodereerd door VRT-journalist Michaël Van Droogenbroeck; deelnemers aan het panelgesprek waren Charlotte Croonenberghs (bestuurster bij Texaf) en Hein Deprez (CEO van Greenyard Foods). De heer Deprez was tevens de gastspreker van de avond.

De volledige lijst van de 90 geanalyseerde bedrijven kan bekomen worden door een email te sturen naar info@value-square.be

Werkten mee aan deze studie: stagiair Matthijs Drumont, Christophe Van der Kelen, Andy de Bruijne en Patrick Millecam.

© 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. 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. Vroegere rendementen bieden geen enkele garantie op toekomstig rendement.

Copyright

U mag deze informatie alleen afdrucken 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.