

21 Belgische bedrijven presteren beter dan Berkshire Hathaway



Patrick Millecam
Gedelegeerd Bestuurder Value Square
Verantwoordelijk voor Asset Management

Familiebedrijven kloppen niet-familiebedrijven

Eenentwintig Belgische beursgenoteerde ondernemingen presteerden over de afgelopen tien jaar beter dan Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett, wiens boekwaarde per aandeel in euro jaarlijks toenam met 11,36 %. De gemiddelde fundamentele waardecreatie van de Top20 bedraagt 16,35 %.

Texaf doet het voor het tweede opeenvolgende jaar het best. Het creëerde de afgelopen 10 jaar 31 % fundamentele waarde per jaar. Op de tweede plaats volgt Sipef, met een waardecreatie van 24,3 % per jaar, gevolgd door EVS met 23,94 % per jaar. De Gentse vermogensbeheerder Valuesquare berekende al voor het negende jaar op rij de fundamentele waardecreatie van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven, die ook minstens tien jaar op de beurs noteren; dit jaar werden 90 Belgische bedrijven gescreend.

Verder in de top10 vinden we nog Lotus Bakeries met 23,2 % per jaar, Melexis met 21,8 %, en Colruyt, CMB, CFE, Belgacom en Mobistar. Colruyt is het enige bedrijf in onze studie dat de afgelopen 9 jaar

telkens in de top 10 zat. CMB heeft zijn 7de plaats vooral te danken aan de sterke vrachttarieven in de periode 2006–2008. CFE schuift twee plaatsjes naar omhoog van 10 naar 8, dankzij de meesterzet van Ackermans & van Haaren rond DEME. Belgacom komt voor

het eerst in de rangschikking en prijkt op de negende plaats. Mobistar tuimelt van plek 5 naar 10. Volgend jaar wordt Tele-net opgenomen in de studie omdat het telecombedrijf dan 10 jaar op de beurs noteert.

Value Square vergeleek hun prestaties met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett. Over de afgelopen 50 jaar – van eind 1964 tot eind 2014 – kon Buffett de boekwaarde van zijn holding met een duizelingwekkende 751.113 % doen stijgen of 19,4 % per jaar. Daarmee klopt hij de S&P500 returnindex, die met slechts 11.196 % steeg, wat een return van 9,9 % per jaar opleverde. Dit trackrecord heeft ertoe geleid dat Berkshire Hathaway vandaag

het zesde grootste beursgenoteerde bedrijf ter wereld is, na Apple, Microsoft, Petrochina, Google en Exxon Mobil. Warren Buffett is vandaag de tweede rijkste man ter wereld met een persoonlijk fortuin van 70,1 miljard dollar.

De doelstelling van Buffett is om de intrinsieke waarde van Berkshire Hathaway te verhogen tegen een hogere groeivoet dan de toename van de S&P500 returnindex. Om dit te meten kijkt hij naar de evolutie van de boekwaarde als een goede ruwe graadmeter voor de evolutie van de intrinsieke waarde. Volgens Warren Buffett is de boekwaarde van Berkshire Hathaway een ernstige onderschatting van de intrinsieke waarde. “Als we als management er niet in slagen het beter te doen dan de S&P500, dan brengen we geen toegevoegde waarde voor onze aandeelhouders en kunnen onze aandeelhouders beter een goedkoop indexfonds kopen,” geeft Warren Buffet heel eerlijk toe.

Methodologie In de studie beoordeelde Value Square de fundamentele waardecreatie aan de hand van de volgende formule: het berekende de evolutie van de boekwaarde per aandeel (eind 2014 in vergelijking met eind 2004) en telde daar de nettodividenden bij die een privéaandeelhouder heeft gekregen over de afgelopen 10 jaar. De boekwaarde per aandeel is gelijk aan het geconsolideerd eigen vermogen (aandeel van de groep) gedeeld door het aantal aandelen op het einde van het jaar (exclusief het aantal eigen aandelen). Daarbij zijn er nog correcties voor kapitaalverhogingen tegen prijzen boven de boekwaarde (van het jaar voorafgaand aan de kapitaalverhoging). De analyse van dit fundamentele trackrecord (op minstens 10 jaar) is één van de zes pijlers waarop Value Square de kwaliteit van beursgenoteerde bedrijven beoordeelt.

Deze fundamentele analysebenadering staat los van de evolutie van de beurskoersen, waar een manager veel minder 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. Het zou dan ook zonde zijn het managementteam van een onderneming te gaan evalueren op basis van een beurskoers in een uitzonderlijk negatief beursjaar, waarin alle aandelenkoersen kelderden. Op lange termijn – en 10 jaar is een goede horizon voor een aandelenbelegger –

“Texaf creëerde de afgelopen tien jaar 31 procent fundamentele waarde, voor Sipef was dat 24,3 procent en voor EVS 23,94 procent.”

moeten uiteraard de beurskoersen de evolutie van de onderliggende fundamentele waarde volgen of liefst zelfs overtreffen.

Voor het tweede jaar op rij werden er 'Value Creation Awards' toegekend aan de drie hoogst scorende bedrijven in de studie en werden hun managers bekroond met een gouden, zilveren en bronzen award. In tegenstelling tot vele andere awards komt bij deze prijs geen subjectiviteit te pas. Er is geen jury, er kan niet gestemd worden door een groot publiek. Enkel de pure objectieve cijfers over de afgelopen 10 jaar zijn de basis voor de berekeningen en de uitslag.

90 Belgische bedrijven geanalyseerd

In 2004 kwam slechts één Belgische onderneming naar de beurs, maar het was wel een klepper: Belgacom. Het aanbod werd 3 keer overingetekend door institutionele investeerders en 2,5 keer bij particulieren. Met een beurskapitalisatie van 8,6 miljard euro, was de nationale telecomspeler de grootste IPO in België en het was de grootste IPO in Europa in drie jaar tijd. Het aandeel kreeg dan ook meteen een plaatsje in de BEL20-index.

In de studie werden dit jaar voor het eerst de drie scheepvaartbedrijven van de vroegere CMB-groep opgenomen. De familie Saverys splitste in 2003 Exmar (gastransport) af. In 2004 kreeg ook Euronav (olietransport) een aparte notering en zo ontstond CMB in zijn huidige vorm (droge bulktransport); nadien werden CMB's activiteiten uitgebreid naar luchtvaartactiviteiten en containertransport.

Dit jaar nam Value Square ook drie bedrijven op van de familie Emsens, namelijk Etex, Aliaxis en Sibelco. De eerste twee werden opgericht in 1905 door Alphonse Emsens onder de naam Eternit. In 2003 werd Eternit opgesplitst in een tak met bouwmaterialen (dakbedekking) die verder als Etex Groep door het leven ging en in een tak plastic buizen onder de naam Aliaxis. Sibelco wint en veredelt zand en mineralen en werd opgericht in 1872; het is één van de oudste bedrijven van België. Deze drie aandelen zijn weliswaar niet beursgenoteerd. Echter sinds 9 december 2014 worden alle aandelen die op de Openbare Veiling (waaronder deze drie ondernemingen) verhandeld werden, voort-

aan elektronisch verhandeld op de Euronext Expert Markt. Er is slechts een koersvorming per week op dinsdag. Heel wat aandelen van niet-genoteerde ondernemingen kunnen hier elke dinsdag worden verhandeld. De volumes liggen merkbaar hoger de laatste maanden omdat deze markt nu duidelijker transparanter geworden is. Etex, Aliaxis en Sibelco zijn veruit de meest liquide aandelen op deze elektronische veiling, vandaar de opname in deze studie.

Twee aandelen verdwenen in 2014 van de koerstabellen: Cimescaut (overgenomen van de familie Bertrand door CBR, filiaal van HeidelbergCement) en Deficom (overgenomen door grootaandeelhouder en CEO Philippe Lhomme).

GOLDEN Value Creation Award voor Texaf

Texaf of voluit 'Société textile africaine' creëerde de afgelopen 10 jaar 31% fundamentele waarde per jaar. Het management stootte de verlieslatende textielactiviteiten af en focust nu al een paar jaar op vastgoedontwikkeling in Congo. Texaf bezit er 224 appartementen en villa's en er zijn er momenteel 33 in aanbouw. Daarnaast bezit Texaf 58.000 m² niet-residentiële terreinen in Kinshasa (industriële gronden, kantoren en retail). Expats en topmanagers van internationale bedrijven verkiezen de beveiligde omgeving waarin de Texaf-gebouwen zich bevinden. De huurprijzen zijn er vergelijkbaar met deze in Knokke. De laatste 5 jaar komt circa 2/3 van de cashflows uit huurinkomsten. De andere belangrijke 'industriële' divisie is Carrigres, een zandsteengroeve op 10 km van Kinshasa, die produceert voor de wegenbouw en de betonsector. Volgens CEO en hoofdaandeelhouder Philippe Croonenberghs (die 62,27% van Texaf bezit) hebben de meeste projecten die men vandaag realiseert een paybackperiode van 5 jaar.

Sipef zit de laatste 6 jaar in de top4 van onze rangschikking. Dit jaar eindigt de plantagegroep op de tweede plaats met een waardecreatie van 24,3% per jaar. Sipef wint dan ook de 'Silver Value Creation Award'. Palmolie is de meest productieve plantaardige olie ter wereld. Per hectare pro-

duceren oliepalmen gemiddeld 10 keer zoveel als andere plantaardige oliën (soja, koolzaad, olijven, zonnebloem). De sterke cashflows stellen Sipef in staat om verdere aanplantingen en uitbreidingen (in Papoea-Nieuw-Guinea en Indonesië) autonoom te financieren. Sipef hanteert de hoogste normen op het vlak van duurzaamheid en was reeds in 2011 100% RSPO-compliant. De familie Bracht (met 12,8% van de aandelen) en Ackermans & van Haaren (met 26,78% van de aandelen) waken over de lange termijn strategie.

Ook EVS vertoeft al jaren aan de top van deze rangschikking. Dit jaar eindigt EVS op de derde plaats. EVS keerde heel wat cash uit aan zijn aandeelhouders onder de vorm van dividenden. Het heeft weinig investeringen nodig om te groeien. De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 23,94% per jaar. De klanten van EVS gebruiken elke dag 7.000



servers om live videobeelden te bewerken en te produceren. EVS ondergaat momenteel een moeilijker periode met de overgang naar de nieuwste technologieën. De profes-

sionalisering van EVS ging de afgelopen jaren gepaard met de exit van het gros van de oorspronkelijke oprichters. Dat het niet evident is om een groep ingenieurs te leiden ondervond de Nederlander Joop Janssen. Hij werd in 2012 binnengehaald bij EVS, maar werd vorig jaar afgedankt. Vandaag wordt EVS geleid door een vrouwelijk duo (CEO Muriel De Lathouwer en CFO Magdalena Baron). Zij mogen de bronzen Value Creation Award in ontvangst nemen, die weliswaar ook mede te danken is aan het management van de afgelopen 10 jaar.

Lotus Bakeries behaalt voor de derde keer in vier jaar de vierde plaats met een fundamentele waardecreatie van 23,2% per jaar. Jan Boone en Jan Vander Stichele zijn vastberaden om de nummer 1 te worden in speculaas. Hiervoor wil men vooreerst de 'out-of-home' markt of de horeca penetreren. Daarna wil

men de consumenten overhalen via ondersteunende reclame om het speculaaskoekje ook via de supermarkt in huis te halen. In vele opkomende markten is Lotus sowieso al de pionier en daardoor de marktleider. De recente overname van het merk



Dinosaurus was een schot in de roos. Dit merk behaalt een marktaandeel in zijn segment van 90%!

Melexis stijgt van de negende plaats vorig jaar naar plaats 5 met een jaarlijkse toename van de fundamentele waarde met 21,8%. Melexis is samen met EVS het enige bedrijf op de Brusselse beurs met een vrouwelijk duo aan de top: CEO (Françoise Chombar) en CFO (Karen Van Griensven). Melexis maakt halfgeleiders voor voornamelijk de automobiellindustrie, een sterk groeiende markt. Het bedrijf profiteert volop van een aantal trends zoals milieuvriendelijkere auto's, veiligere en meer comfortabele wagens én meer communicatie. Bovendien profiteerde Melexis in 2014 volop van de zwakke euro omdat het bijna 60% van zijn omzet behaalt uit Azië en Noord- en Latijns Amerika.

De zesde tot de tiende plaats wordt ingenomen door respectievelijk Colruyt, CMB, CFE, Belgacom en Mobistar. Colruyt is het enige bedrijf in de studie dat de afgelopen 9 jaar telkens in de top 10 zat. CMB heeft zijn 7de plaats vooral te danken aan de sterke vrachttarieven in de periode 2006-2008. CFE schuift twee plaatsjes naar omhoog van 10 naar 8, dankzij de meesterzet van Ackermans & van Haaren rond DEME. Belgacom komt voor het eerst in de rangschikking en prijkt op de negende plaats. Mobistar tui-melt van plek 5 naar 10. Volgend jaar wordt Telenet opgenomen in de studie omdat het telecombedrijf dan 10 jaar op de beurs noteert.

Familiebedrijven Met uitzondering van EVS, Mobistar en Belgacom worden de 7 andere bedrijven in de top10 gecontroleerd door familiale aandeelhouders. Er is geen eenduidige definitie voor een familiebedrijf, maar een kenmerk komt geregeld terug in diverse studies. Een bedrijf wordt gecatalogeerd als een familiebedrijf indien een individu of een familie 20% van het aandelenkapitaal in handen heeft en minstens 1 familielid in het management of de raad van bestuur.

Van de 90 onderzochte bedrijven zijn er 65 in familiale handen of 72%. Gemiddeld bezitten de familiale aandeelhouders 54,5%

van hun onderneming. De familiebedrijven in de studie behaalden een gemiddelde waardecreatie van 5,9% per jaar over de afgelopen 10 jaar; niet-familiebedrijven behaalden een fundamentele return van 5,0%. Vele andere studies toonden aan dat familiebedrijven beter presteren. Zo kwam het Spaanse Banca March tot de bevinding dat van de 2423 Europese door hen geanalyseerde bedrijven 27% familiaal waren en dat zij in de periode 2001-2010 een gemiddelde beursreturn behaalden van 13,6% tegenover 8,6% voor de niet familiale ondernemingen.

Vaak zijn familiebedrijven voorzichtiger met het nemen van risico's. Ze gaan meestal geen al te grote schulden aan, temeer omdat ze de controle niet willen verliezen indien de kapitaalmarkten moeten worden aangesproken (vaak op een slecht moment). Familiebedrijven worden vaak ook geleid door getalenteerde ondernemers. De combinatie van hun vaardigheden met de handelsvrijheid via hun controlerend belang geeft hen een belangrijk concurrentieel voordeel.

Familiebedrijven worden ook meer geleid vanuit een langetermijnperspectief en hechten minder belang aan het behalen van marktverwachtingen over kwartaalcijfers. Ook Warren Buffett onderschrijft in zijn Owner's Manual het belang van de langetermijnvisie. Vele beleggers beschouwen een aandeel immers als een tickersymbool dat ze elke seconde kunnen verhandelen op de beurs.

Vandaag is er van langetermijnbeleggen weinig sprake op de beurs. Volgens de berekeningen van Value Square worden alle aandelen van de 500 grootste bedrijven in Europa op 1 jaar verhandeld. In de Verenigde Staten wordt de free-float er op 6,5 maand (\$&P500) doorgedraaid. In de speculatieve Chinese markt (Shanghai Composite) is dit 1,5 maand. Voor de volledige Belgische aandelenmarkt bedraagt de gemiddelde 'houd' periode 8,6 jaar. Misschien is de mediaan een betere maatstaf; deze bedraagt 2,8 jaar. Kijken we enkel naar de BEL20-index dan wijzigt het aandeelhouderschap (van de free float) van de 20 grootste Belgische aandelen gemiddeld om de 1,44 jaar.

Volgens Buffett hebben managers idealiter een groot deel van hun persoonlijk vermogen geïnvesteerd in de onderneming die ze leiden. Ook voor beleggers in beursgenoteerde ondernemingen moet het eerder een geruststelling zijn dat hun belangen op die manier gelijklopen met deze van bedrijfsleiders die tevens partner zijn van de vennootschap. Bij vele familiale bedrijven zijn de meeste managers lange tijd in dienst, dit in tegenstelling tot vele grote bedrijven waarbij jobhopping een favoriete sport is. Vaak zijn de werkrelaties tussen werknemers ook beter bij familiaal geleide ondernemingen.

Van de top 10 bedroeg de gemiddelde fundamentele waardecreatie 20,0% per jaar. De gemiddelde beursreturn van deze 10 aandelen bedroeg 13,33%. We kunnen dus bevestigen dat de beursreturns op lange termijn min of meer de fundamentele volgen. De mindere beursprestatie tegenover de fundamentele waardecreatie is vooral toe te wijzen aan Mobistar, Belgacom en CMB. Toch presteerde dit mandje van 10 aandelen merklijk beter dan de brede Belgian All Shares index, die met 5,66% per jaar toenam sinds eind 2004.

De Top 20 De gemiddelde fundamentele waardecreatie van de Top20 bedraagt 16,35%. De beursprestatie van de Top20 bedraagt 12,8%. De reden voor de mindere beursprestatie moeten we naast de eerder vermelde aandelen zoeken bij de Nationale Bank van België (die blijkbaar niet tot doel heeft om aandeelhouderswaarde te creëren) en Solvac.

Dividendpolitiek Een ander opmerkelijke vaststelling is dat goed geleide bedrijven vaak ook veel belang hechten aan het dividend. Vooral een beleid van een stabiel tot stijgend dividend weten vele familiale aandeelhouders te smaken. Van de 90 onderzochte bedrijven hebben er 21 elk jaar hun dividend (in euro) minstens stabiel gehouden of verhoogd over de afgelopen 10 jaar. Hier van zitten er 9 in de top 20: Lotus Bakeries, Colruyt, Ackermans & Van Haaren, Miko, Kinopolis, Etex, Sibelco, Econocom en Aliaxis. En 18 van de 21 bedrijven die deze dividendpolitiek voerden, zitten in de bovenste helft van de volledige rangschikking.



De Top 20 Value creatie in België laatste 10 jaar

2014	Onderneming	BW 2004	BW 2014	Som Div	Correctie	Totaal	Value Creatie/jr.	% Dividend	Totale return
1	Texaf	1,31	19,94	1,81	2,08	19,66	31,11 %	9,9 %	1400 %
2	Sipef	6,68	50,73	8,03	0,05	58,71	24,27 %	15,4 %	778 %
3	EVS	2,52	5,45	16,08	0,00	21,53	23,94 %	84,6 %	755 %
4	Lotus Bakeries	38,97	256,62	58,95	1,97	313,60	23,19 %	21,5 %	705 %
5	Melexis	1,27	5,03	4,09	0,00	9,11	21,80 %	52,1 %	618 %
6	Colruyt	3,74	11,38	6,39	0,62	17,14	16,44 %	47,7 %	358 %
7	CMB	8,46	24,41	12,90	0,00	37,31	15,99 %	44,7 %	341 %
8	CFE	13,77	51,89	8,68	3,00	57,57	15,38 %	19,8 %	318 %
9	Belgacom	6,34	8,65	15,07	0,00	23,72	14,11 %	86,7 %	274 %
10	Mobistar	8,93	6,34	26,65	0,11	32,88	13,92 %	11,3 %	268 %
11	Van de Velde	6,79	10,08	14,01	0,00	24,09	13,50 %	81,0 %	255 %
12	Ackermans & vH	23,93	71,71	10,99	0,00	82,70	13,20 %	18,7 %	246 %
13	Nationale Bank	3676,68	11729,44	888,29	0,00	12617,73	13,12 %	9,9 %	243 %
14	Miko	18,74	56,65	7,23	0,00	63,88	13,05 %	16,0 %	241 %
15	Kinopolis	1,91	4,05	2,43	0,00	6,48	13,02 %	53,0 %	240 %
16	Solvac	54,37	146,78	35,37	0,00	182,15	12,85 %	27,7 %	235 %
17	Etex	4,15	11,40	2,17	0,00	13,57	12,59 %	23,1 %	227 %
18	Sibelco	1754,37	4630,79	767,95	0,00	5398,73	11,90 %	21,1 %	208 %
19	Econocom	0,68	2,34	0,63	0,91	2,06	11,82 %	45,5 %	206 %
20	Aliaxis	6,32	17,24	2,02	0,00	19,26	11,79 %	15,6 %	205 %

Waarde vernietigd Van de 90 bedrijven opgenomen in de studie zijn er jammer genoeg ook die waarde hebben vernietigd. Houden we rekening met een gemiddelde inflatie van 2,1 % in België over de afgelopen 10 jaar, dan zagen 22 bedrijven hun vermogen dalen of minder stijgen dan 2,1%. We sommen hier enkel de meest gekende namen op: Dexia, Ageas (door Fortis verleden), Roularta, Tessenderlo, Agfa-Gevaert, Recticel, Deceuninck en Option.

Van de volgende ondernemingen kon Value Square geen berekeningen maken omdat ze een negatieve start- en/of eindwaarde hadden: Hamon, PCB, Think Media, Option en Sucraf.

Value Creation Awards in de Opera van Gent

Op dinsdagavond 12 mei werden in de Opera van Gent de drie hoogst scorende bedrijven van de rangschikking bekroond met een Value Creation Award. De avond stond volledig in het teken van de waardecreatie door familiale ondernemingen. Een interessant debat gemodeerd door het VRT nieuwsanker Annelies Van Herck en

met Prof. Jozef Lievens (voorzitter bij Eubelius en gedelegeerd bestuurder bij het Instituut voor het Familiebedrijf), Marc Coesaert (partner EY), Patrick Millemam (Managing Director Value Square) en Eddy Duquenne (CEO Kinopolis) ging de uitreiking van de awards vooraf.

Winnaars Value Creation Awards

CEO Philippe Croonenbergs van Texaf ontving de Golden Value Creation Award, Voorzitter Baron Bracht van Sipef kreeg de Silver Value Creation Award overhandigd en Investor Relations Manager Geoffroy d'Oultremont van EVS mocht de Bronze Value Creation Award meenemen naar Luik.

Kinopolis De CEO van Kinopolis, Eddy Duquenne, gaf de 200 aanwezige bedrijfsleiders een overtuigende blik achter de schermen van de meest succesvolle bioscoopuitbater van Europa. Ook Kinopolis is een familiaal bedrijf. Kinopolis klimt elk jaar in



de rangschikking. Het stond op plaats 52 in 2007 en behaalde nu de 15de plaats, met een jaarlijkse fundamentele waardecreatie van 13,02 % per jaar over de periode 2004-2014.

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

