

# Beleggen

## ANALYSE

PATRICK MILLECAM  
ALGEMEEN DIRECTEUR  
VALUE SQUARE

Jaarlijks berekenen we bij Value Square de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die minstens tien jaar op de beurs noteren. Dit jaar screenen we 84 Belgische bedrijven. We vergeleken hun prestaties met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett.

Over de afgelopen 49 jaar - van eind 1964 tot eind 2013 - kon Buffett de boekwaarde van zijn holding met een duizelingwekkende 693,518 procent doen stijgen of 19,7 procent per jaar. Daarmee klopt hij de S&P 500 returnindex, die met slechts 9,841 procent steeg, wat een return van 9,8 procent per jaar oplevert.

De afgelopen tien jaar steeg de boekwaarde van Berkshire Hathaway met 9,38 procent per jaar in euro. Dat is uiteraard nog steeds goed, maar ongeveer de helft minder dan zijn langetermijngemiddelde. Dat heeft voornamelijk te maken met de wet van de grote getallen. Hoe groter je bent, hoe moeilijker het is om de groei uit het verleden te evenaren.

In deze studie beoordelen we de fundamentele waardecreatie aan de hand van de volgende formule: we berekenen de evolutie van de boekwaarde per aandeel (per eind 2013 in vergelijking met eind 2003) en tellen daar de nettodividenden bij op die een privé-aandeelhouder heeft gekregen over de afgelopen 10 jaar. De boekwaarde per aandeel bekomen we door het geconsolideerd eigen vermogen te delen door het aantal aandelen op het einde van het jaar (exclusief het aantal eigen aandelen). We maken correcties voor kapitaalverhogingen tegen prijzen boven de boekwaarde (van het jaar voorafgaand aan de kapitaalverhoging). We zijn van oordeel dat een kapitaalverhoging tegen pakweg 200 euro per aandeel voor een aandeel met een boekwaarde van 60 euro geen fundamentele waardecreatie is.

De analyse van dit fundamentele trackrecord is een van de zes pijlers waarop bij Value Square de kwaliteit van beursgenoteerde bedrijven beoordeeld wordt.

Voor de eerste keer roept Value Square de Value Creation Awards in het leven, waarbij we de drie hoogst scorende bedrijven op onze studie bekronen met een gouden, zilveren en bronzen award.

Van de 84 geanalyseerde Belgische ondernemingen presteerden er over de afgelopen tien jaar 28 beter dan Berkshire Hathaway (een jaarlijkse toename van de boekwaarde met 9,38 procent in euro).



## De stelling van Patrick Millecam

Wie wint er nu onze 'Golden Value Creation Award'? De winnaar is **Texaf**. De groep, voluit Société Textile Africaine en geleid door Philippe Croonenberghs, creëerde de afgelopen 10 jaar 33 procent fundamentele waarde per jaar, een return van 1.632 procent over tien jaar. Het management stootte de verlieslatende textielactiviteiten af en focust nu al een paar jaar op vastgoedontwikkeling in Congo. Texaf bezit 195 residentiële gebouwen (35 villa's en 160 appartementen) en 56.000 m<sup>2</sup> niet-residentiële oppervlakte in Kinshasa. De jaarlijkse huurinkomsten van 12 miljoen euro zijn goed voor circa twee derde van de omzet. Voor 2015 wordt een stijging naar 15 miljoen euro voorspeld. Expats en topmanagers van internationale bedrijven verkiezen de beveiligde omgeving waarin de Texaf-gebouwen zich bevinden. De huurprijzen zijn vergelijkbaar met die in Knokke. De andere belangrijke divisie is Carigrigres, een steengroeve nabij Kinshasa.

Het zilver gaat naar **Sipef**, met een waardecreatie van 26,12 procent per jaar. De plantagegroep zit de jongste 5 jaar in de top 5. Palmolie is de meest productieve plantaardige olie ter wereld. Per hectare produceren 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. De familie Bracht en Ackermans & van Haaren waken over de langetermijnstrategie.

EVS, dat de bronzen Value Creation

### TIEN JAAR WAARDECREATIE IN BELGIË

	Totale return
Texaf	1.632%
Sipef	918%
EVS	892%
Lotus Bakeries	727%
Mobistar	605%
Colruyt	525%
Van de Velde	370%
A & vH	332%
Melexis	325%
CFE	293%
Solvac	283%
Miko	281%
SABCA	269%
Econocom	262%
Spadel	254%
NBB	243%
Solvay	232%
Kinopolis	225%
Cimescaut	173%
Atenor Group	171%

Bron: Value Square Asset Management

Award krijgt, vertoeft al jaren aan de top van deze rangschikking. EVS keerde veel cash uit aan zijn aandeelhouders onder de vorm van dividenden. Het bedrijf heeft weinig investeringen nodig om te groeien. De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 25,79 procent per jaar. De klanten van EVS gebruiken elke dag 7.000 servers om live videobeelden te bewerken en te produceren.

**Lotus Bakeries** behaalt de vierde plaats met een fundamentele waardecreatie van 23,52 procent per jaar. Jan Boone en Jan Vander Stichele zijn vastberaden om het nummer 1 te worden in speculoos. Daarvoor wil men vooreerst de 'out-of-home' markt of de horecasector binnendringen. 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. Dat merk behaalt in zijn segment een marktaandeel van 90 procent.

**Mobistar** prijkt op plaats 5 met een jaarlijkse toename van de fundamentele waarde met 21,57 procent. Mobistar werd opgericht door France Telecom en Telindus in 1995. De te duur betaalde mobilofonielicenties werden na enkele jaren afgeschreven, waardoor het eigen vermogen zelfs even rood kleurde. Het duurde tot 2002 vooraleer Mobistar winst begon te maken. De jongste jaren heeft mobilofonie het zeer moeilijk in Europa; de concurrentie is bikkelhard en de tarieven worden alsmatig verlaagd. Van pricing power is dus nauwelijks sprake. Mobistar is ook benadeeld tegenover Telenet en Belgacom omdat het geen volwaardige eigen ka-

### KORT

■ De Gentse vermogensbeheerder Value Square nam 84 Belgische beursgenoteerde bedrijven onder de loep en keek welke onderneming de voorbije tien jaar de meeste waarde creëerde.

■ De voormalige industriële holding Texaf wint dit jaar de 'Value Creation Award'. De groep slaagde er de afgelopen tien jaar in om jaarlijks 33 procent fundamentele waarde te creëren. De plantagegroep Sipef staat op de tweede plek in de ranking, het brons is voor EVS.

■ Het zijn vooral de bedrijven met een hoog rendement op eigen vermogen en een familiaal aandeelhouderschap die het goed doen op de beurs.

beldiensten kan aanbieden. Mobistar wordt geregeld als overnameprooi naar voren geschoven.

De zesde tot de tiende plaats worden ingenomen door respectievelijk **Colruyt**, **van de Velde**, **Ackermans & van Haaren**, **Melexis** en **CFE**.

Er zijn heel wat gemeenschappelijke kenmerken bij de top 10-bedrijven in onze studie. Met uitzondering van Mobistar hebben alle bedrijven een of meerdere familiale aandeelhouders. De meeste bieden op een of andere manier rechtstreeks goederen en diensten aan consumenten aan. We vermoeden dat ze 'pricing power' hebben en dus de kosten (onderhevig aan inflatie) kunnen doorrekenen in de eindprijs naar de consument. Gemiddeld hebben de top 10-bedrijven een hogere rendabiliteit op eigen vermogen. De gemiddelde 'return on equity' (ROE) over de afgelopen 10 jaar van de top 10-bedrijven bedraagt 29,45 procent tegenover een gemiddelde ROE van alle Belgische bedrijven over de afgelopen 10 jaar van 6,6 procent. De gemiddelde ROE van Berkshire Hathaway over de afgelopen 10 jaar bedraagt 8,8 procent.

Historisch gezien presteren bedrijven met een consistent hoog rendement op eigen vermogen en met een familiaal aandeelhouderschap dus goed op de beurs. We hebben een sterk vermoeden dat bedrijven met die karakteristieken ook goed zullen blijven presteren. Maar daarvoor moet hard gewerkt worden. En het verleden is geen garantie voor de toekomst.