



Jaarlijks berekent Value Square de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die ook 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% doen stijgen of 19,7% per jaar. Daarmee klopt hij de S&P 500 returnindex, die met slechts 9.841% steeg, wat een return van 9,8% per jaar oplevert. Dit trackrecord heeft ertoe geleid dat Berkshire Hathaway vandaag het vijfde grootste beursgenoteerde bedrijf ter wereld is, na Apple, Exxon Mobil, Google en Microsoft én dat Warren Buffett de derde rijkste man ter wereld is geworden met een persoonlijk vermogen van 64,8 miljard USD. Volgens Buffett is het de taak van voorzitter Charlie Munger en hemzelf om de intrinsieke waarde van Berkshire Hathaway te verhogen aan een hogere groeivoet dan de toename van de S&P 500 returnindex. De twee ervaren rotten gebruiken 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&P 500, dan brengen we geen toegevoegde waarde voor onze aandeelhouders en kunnen onze aandeelhouders beter een goedkoop indexfonds kopen”, geeft Warren Buffet heel eerlijk toe.

De afgelopen tien jaar steeg de boekwaarde van Berkshire Hathaway met 9,38% per jaar in euro. Dit is uiteraard nog steeds goed, maar ongeveer de helft minder dan zijn lange termijngemiddelde. Dit 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 ook naar de toekomst te evenaren. En de twee senioren blijven ambitieus om op lange termijn waarde te creëren, al geven ze toe dat ze het vermoedelijk beter zullen doen indien de Amerikaanse beurs daalt tot licht stijgt en het vermoedelijk minder goed zullen doen als de beurs sterk stijgt. De afgelopen 5 jaar deed Buffet het 4 keer minder goed dan de S&P 500 en hij slaagde er daardoor niet in om zijn eigen opgelegde doelstelling (beter doen dan de S&P 500 op 5 jaar) te behalen. Charlie Munger liet zich op de laatste jaarvergadering ontvallen dat hij de doelstelling van zijn 7 jaar jongere kompaan om de S&P 500 te kloppen een ridiculueel moeilijke standaard vond.

## Methodologie

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 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 aan prijzen boven de boekwaarde (van het jaar voorafgaand aan de kapitaalverhoging). We zijn van oordeel dat een kapitaalverhoging aan 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 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 naar beneden kelderen. 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. 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.

### 84 Belgische bedrijven geanalyseerd

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

Door het slechte beursklimaat telde 2002 geen enkele nieuwe beursintroductie. 2003 was niet veel beter. Er waren toen wel 7 nieuwe noteringen. Zes van hen waren aandelen die noteerden op EASDAQ, de Amerikaanse tegenhanger van de NASDAQ, waarop heel wat Europese technologieaandelen hun beursintroductie deden. In 2003 moest EASDAQ haar deuren sluiten door het verschrompelen van zijn omzet ten gevolge van het uiteenspatten van de technologiezeepbel. De 6 aandelen waren : Icos Vision Systems (overgenomen in 2008), Option (waarde vernietigd op 10 jaar), Keyware Technologies (waarde vernietigd op 10 jaar), Artwork Systems (overgenomen in 2007), EPIQ (overgenomen in 2010), FLV Fund (vereffening in 2007). De enige nieuwe notering was Exmar. Dit bedrijf gespecialiseerd in gastransport is een afsplitsing van de reeds lange tijd genoteerde CMB-groep. Volgend jaar duikt ook CM en Euronav op in deze studie, vermits ze dan 10 jaar noteren onder hun huidige vorm. Vijf aandelen verdwenen in 2013 van de koerstabellen : VPK Packaging (overgenomen door de familie Macharis), Devgen (overgenomen door Syngenta), Duvel (overgenomen door de familie Moortgat), Iris Groep (overgenomen door Canon) en Alfacam (faillissement).

### Congo-play TEXAF wint de 'Golden Value Creation Award'

Texaf of voluit Société textile africaine, geleid door Philippe Croonenberghs creëerde de afgelopen 10 jaar 33% fundamentele waarde per 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 2/3 van de totale omzet en worden voorspeld te groeien naar 15 miljoen euro in 2015. 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 andere belangrijke divisie is Carrigres, een steengroeve op 10 km van Kinshasa.



Sipef zit de laatste 5 jaar in de top 5. Dit jaar eindigt de plantagegroep op de tweede plaats met een waardecreatie van 26,12% per jaar. Sipef wint dan ook de "Silver Value Creation Award". 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. Sipef hanteert de hoogste normen op het vlak van duurzaamheid en was reeds in 2011 100% RSPO – compliant. De familie Bracht en Ackermans & van Haaren waken over de lange termijn strategie.

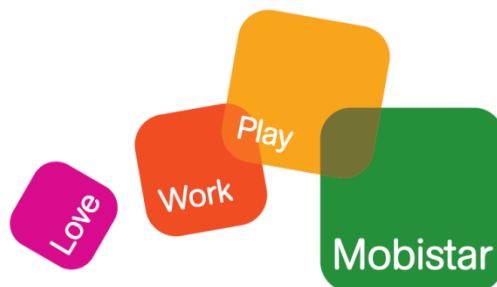
Ook EVS vertoeft al jaren aan de top van deze rangschikking. Dit jaar eindigt EVS op de derde plaats. EVS keerde heel wat cash uit aan zijn aandeelhouders onder de vorm van dividenden. Het heeft weinig investeringen nodig om te groeien. De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 25,79% per jaar. De klanten van EVS gebruiken elke dag 7.000 servers om live videobeelden te bewerken en te produceren. De nieuwe CEO, de Nederlander Joop Janssen, kwam twee jaar geleden over van het Britse Vitec. In 2003 lanceerde Vitec een vriendschappelijk overnamebod op EVS, wat toen werd afgewezen door de EVS referentie-aandeelhouders. EVS wint de bronzen Value Creation Award.





Lotus Bakeries behaalt de vierde plaats met een fundamentele waardecreatie van 23,52% per jaar. Jan Boone en Jan Vander Stichele zijn vastberaden om de nummer 1 te worden in speculoos. Hiervoor wil men vooreerst de 'out-of-home' markt of de horeca penetreren. Daarna wil men de consumenten overhalen via ondersteunende reclame om het speculooskoekje 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%! De gecorrigeerde boekwaarde per aandeel steeg met 23,52% per jaar.

Mobistar prijkt op plaats 5 met een jaarlijkse toename van de fundamentele waarde met 21,57%. 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 laatste jaren heeft mobilofonie het zeer moeilijk in Europa; de concurrentie is bikkelhard en de tarieven worden alsmaar verder verlaagd. Van pricing power is dus nauwelijks sprake. Mobistar is ook benadeeld tegenover Telenet en Belgacom omdat het geen volwaardige eigen kabeldiensten kan aanbieden. Mobistar wordt geregeld als overnameprooi naar voor geschoven.



De zesde tot de tiende plaats wordt ingenomen door respectievelijk Colruyt, Van de Velde, Ackermans & van Haaren, Melexis en CFE. Familiebedrijven Colruyt en Van de Velde ondervinden enigszins hinder door de limieten van hun sterke thuismarkten; deze zorgen weliswaar nog steeds voor zeer stabiele cashflows, waardoor ze tegen een stootje kunnen. Het aandeel Melexis speelt de laatste maanden de pannen van het dak en het management verhoogde al meerdere malen de prognoses. Luc Bertrand stuwt Ackermans & van Haaren nu al vele jaren naar nieuwe records. We kunnen hem zonder twijfel de Belgische Warren Buffett noemen. Via een meesterzet rond baggerbedrijf DEME nam hij ook CFE mee op sleeptouw.

### Gemeenschappelijke kenmerken Top 10

Er zijn heel wat kenmerken die de top 10 bedrijven in onze studie gemeen hebben. Met uitzondering van Mobistar hebben alle bedrijven één of meerdere familiale aandeelhouders. De meeste bieden op één of andere manier goederen en diensten rechtstreeks 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% tegenover een gemiddelde ROE van alle Belgische bedrijven over de afgelopen 10 jaar van 6,6%. De gemiddelde ROE van Berkshire Hathaway over de afgelopen 10 jaar bedraagt 8,8%.

In onderstaande tabel vergelijken we de fundamentele waardecreatie met de beursreturns. In geen van beide berekeningen houden we rekening met een herbelegging van de cash uit dividenden. Bedrijven die veel dividenden uitkeren worden hierdoor eigenlijk wat benadeeld, maar we verkiezen deze benadering omdat anders de vraag én de discussie rijzen welke rentevoet er moet gehanteerd worden. Tien jaar is een goede horizon om prestaties te beoordelen. Historisch gezien is gebleken dat de kans op verlies op de beurs op een beleggingshorizon van 10 jaar bijzonder klein is.

ONDERNEMING	Fundamentele Waardecreatie per jaar	Beursreturn per jaar
Texaf	33,00%	31,55%
Sipef	26,12%	17,70%
EVS	25,79%	25,56%
Lotus Bakeries	23,52%	28,99%
Mobistar	21,57%	-0,59%
Colruyt	20,10%	11,80%
Van de Velde	16,74%	10,22%
Ackermans & van Haaren	15,75%	18,57%
Melexis	15,57%	11,31%
CFE	14,66%	22,13%

*Bron : Value Square Asset Management*

Van de top 10 bedroeg de gemiddelde fundamentele waardecreatie 21,28% per jaar. De gemiddelde beursreturn van deze 10 aandelen bedroeg 17,72%. We kunnen dus bevestigen dat de beursreturns op lange termijn min of meer de fundamentele volgen. In vergelijking met 10 jaar geleden staat de Belgian All Shares index 116% hoger, wat een jaarlijkse return inhoudt van 8%.

Het valt op dat Mobistar het voorbije decennium geen beursfeestje vierde in tegenstelling tot wat de fundamentele waardestijging zou doen vermoeden. De reden hiervoor gaven we al eerder. De stevige winstwaarschuwing en de aankondiging van het schrappen van het dividend in juli 2013 deden het aandeel Mobistar kelderen.

## De Top 20

Rangschikking		"VALUE" CREATIE IN BELGIE LAATSTE 10 JAAR							Totale return
2013	ONDERNEMING	BW 2003	BW 2013	Som Div	Correctie	Totaal	Value Creatie/Jr	% dividend	
1	Texaf	1,12	17,96	1,45	0,00	19,41	33,00%	7,9%	1632%
2	Sipef	4,79	41,46	7,31	0,00	48,77	26,12%	16,6%	918%
3	EVS	2,05	5,04	15,33	0,00	20,37	25,79%	83,7%	892%
4	Lotus Bakeries	32,92	222,40	51,45	1,75	272,10	23,52%	21,5%	727%
5	Mobistar	4,74	5,62	28,15	0,37	33,40	21,57%	98,2%	605%
6	Colruyt	2,99	12,66	6,04	0,00	18,70	20,10%	38,5%	525%
7	Van de Velde	5,62	13,06	13,34	0,00	26,40	16,74%	64,2%	370%
8	Ackermans & van Haaren	17,91	67,22	10,11	0,00	77,33	15,75%	17,0%	332%
9	Melexis	1,93	3,94	4,27	0,00	8,20	15,57%	68,0%	325%
10	CFE	13,15	47,13	7,50	3,00	51,64	14,66%	19,5%	293%
11	Solvac	49,93	156,48	34,63	0,00	191,11	14,36%	24,5%	283%
12	Miko	15,85	53,56	6,80	0,00	60,36	14,31%	15,3%	281%
13	SABCA	14,21	47,08	5,37	0,00	52,45	13,95%	14,0%	269%
14	Econocom	0,59	2,46	0,55	0,86	2,15	13,74%	35,2%	262%
15	Spadel	11,99	25,43	16,98	0,00	42,41	13,47%	55,8%	254%
16	Nationale Bank v. België	3413,89	10880,15	829,61	0,00	11709,76	13,12%	10,0%	243%
17	Solvay	32,23	85,07	22,00	0,00	107,07	12,76%	29,4%	232%
18	Kinepolis	8,86	19,81	9,01	0,00	28,82	12,52%	45,1%	225%
19	Cimescaut	305,21	739,68	94,19	0,00	833,86	10,57%	17,8%	173%
20	Atenor Group	12,75	20,57	14,30	0,30	34,57	10,49%	65,5%	171%

Bron : Value Square Asset Management

De gemiddelde fundamentele waardecreatie van de Top 20 bedraagt 17,11%. De beursprestatie van de Top 20 ligt andermaal in dezelfde grootte-orde, namelijk 14,55% over de periode 2003 – 2013. Beide cijfers houden geen rekening met een herbelegging van de dividenden.

De Nationale Bank van België is duidelijk de vreemde eend in de bijt. Met een jaarlijkse fundamentele waardecreatie van 13,12% doet onze Nationale Bank het helemaal niet slecht. De beurskoers van het aandeel staat evenwel lager dan 10 jaar geleden. Rekening houdend met de nettodividenden behaalde een NBB-aandeelhouder een gemiddeld jaarlijks rendement van 2,36% sinds 2003. Jammer genoeg voor de minderheidsaandeelhouders hebben de vele rechtszaken en publieke debatten van Déminor, Erik Geenen en Modrikamen, weinig uitgehaald. De beursprestatie ligt hier dus niet in lijn met de fundamentele. Al bestaat daarover net de grootste discussie: op welk deel van de winst en het eigen vermogen hebben de minderheids-aandeelhouders recht ?

Dit jaar zijn de nieuwkomers in de Top 20 Sabca, Econocom en Atenor. Sabca is één van de belangrijkste toeleveranciers aan de lucht- en ruimtevaartindustrie. Het bedrijf werd opgericht in 1920 en wordt voor 53% gecontroleerd door de Franse Groupe Industriel Marcel Dassault. Econocom is de sterkste stijger tegenover vorig jaar in de ranglijst. Het bedrijf biedt IT-diensten aan in 20 landen met 8.000 medewerkers. Atenor is een vastgoedontwikkelaar gespecialiseerd in grote stadsprojecten; aandeelhouders zijn onder meer Ackermans & van Haaren (via Sofinim) en 3D (familie Donck en Desimpel).

Kalksteenproducent Cimescaut verdwijnt dit jaar van de beurs. Moederbedrijf CBR (onderdeel van Heidelberger Cement) nam de aandelen over van de familie Bertrand, waardoor terug een succesvol bedrijf van de Brusselse koerstabellen verdwijnt.

Alle vorige cijfers zijn historische cijfers. We kunnen alvast de conclusie trekken dat historisch gezien bedrijven met een consistent hoog rendement op eigen vermogen en met een familiaal aandeelhouderschap goed presteren. We hebben een sterk vermoeden dat bedrijven met deze karakteristieken ook naar de toekomst toe goed zullen blijven presteren. Maar daarvoor moet hard gewerkt worden. En het verleden is geen garantie voor de toekomst.

Van de volgende ondernemingen konden we geen berekeningen maken omdat hun gedetailleerde cijfers nog niet bekend zijn over 2013 : Sapec en Déficom.

## Sprekers

**Meester Jozef Lievens**, stichter van *Eubelius advocaten* en van het *Instituut voor het Familiebedrijf*



**Pierre Huylenbroeck**, voormalig hoofdredacteur *De Tijd* en oprichter van het tijdschrift *Mister Market*



Patrick Millecam, hoofd Asset Management Value Square



## De TOP3 awards

**Geoffroy d'Oultremont**, Vice President Investor Relations, neemt de award in ontvangst voor **EVS** die met een waardecreatie van 25,79% brons behaalt.



**Baron Bracht**, Voorzitter, en **Johan Nelis**, CFO, nemen de award in ontvangst voor **Sipef** die met een waardecreatie van 26,12% zilver behaalt



**Philippe Croonenberghs**, CEO en **Christophe Evers**, CFO nemen de award in ontvangst voor **Texaf** die met een waardecreatie van 33,00% goud behaalt



### Receptie ter afsluiting



### © 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.