

13 Belgen doen beter dan Buffett

Voor het tiende jaar op rij berekende de vermogensbeheerder Value Square de fundamentele waardecreatie over de voorbije tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Van de 91 onderzochte bedrijven presteren er 13 beter dan de Amerikaanse superbelegger Warren Buffett.



PATRICK MILLECAM,
ASSET MANAGEMENT
VALUE SQUARE

Over de afgelopen 51 jaar - van eind 1964 tot eind 2015 - zag Berkshire Hathaway, het vehikel van Warren Buffett, zijn boekwaarde met een duizelingwekkende 798,981 procent stijgen, 19,2 procent per jaar. Daarmee klopt hij de S&P500-returnindex, die met slechts 11,355 procent steeg, een return van 9,7 procent per jaar. De doelstelling van Buffett is om de intrinsieke waarde sneller te doen toenemen dan de stijging van de S&P500-returnindex. Om dat te meten kijkt hij naar de evolutie van de boekwaarde als een goede ruwe graadmeter voor de evolutie van de intrinsieke waarde.

Methodologie

In onze studie beoordelen we de waardecreatie aan de hand van de volgende formule. We berekenen de evolutie van de boekwaarde per aandeel (eind 2015 in vergelijking met eind 2005) en tellen daar de nettodividenden bij die een privéaandeelhouder over de afgelopen tien jaar kreeg. De boekwaarde bekomen we door het geconsolideerd eigen vermogen (aandeel van de groep) te delen door het aantal aandelen op het einde van het jaar (exclusief de eigen aandelen). We maken correcties voor kapitaalverhogingen. Die analyse is een van de zes pijlers waarop Value Square de kwaliteit van bedrijven beoordeelt.

De analysebenadering staat los van de evolutie van de beurskoersen, waar een manager geen vat op heeft. Beurskoersen worden op korte termijn sterk beïnvloed door emoties. Op lange termijn volgen de beurskoersen uiteraard de evolutie van de onderliggende fundamentele waarde.

91 bedrijven doorgelicht

Berkshire slaagde erin de waarde met 186 procent te verhogen de afgelopen tien jaar. Dat impliceert een jaarlijkse groei van het eigen vermogen van 11,07 procent (in euro). Slechts 13 Belgische bedrijven konden dit jaar de prestatie van Warren Buffett en Charlie Munger overtreffen. Vorig jaar waren dat er 21.

Van de 91 bedrijven konden we van 86 de waardecreatie uitrekenen. De vijf andere hebben een negatieve start- of eindwaarde. De geanalyseerde bedrijven behaalden een gemiddelde waardestijging van 4,56 procent per jaar over 2005-2015. Volgens Buffett moet de beurskoers op lange termijn die fundamentele evolutie volgen. De brede Belgian All Shares Return Index steeg de afgelopen tien jaar met 4,49 procent, waarmee de stelling van Buffett wordt bevestigd.

Op lange termijn volgt de beurskoers de fundamentele evolutie van een bedrijf.

EVS vertoef al jaren aan de top van de rangschikking en ontvangt dit jaar onze 'Golden Value Creation Award'. Met uitzondering van 2009 zat de beeldvormingsgroep elk jaar in de top vier. EVS zag zijn omzet de afgelopen tien jaar met 8 procent per jaar toenemen. Het creëerde in die periode 315 extra jobs, een toename van 185 procent. Het bedrijf is de kampioen van de vrijkaskroostroomgeneratie. De overvloedige cash wordt elk jaar royaal aan de aandeelhouders uitgedeerd in de vorm van dividenden.

De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 22,89 procent per jaar. EVS levert betrouwbare en innovatieve technologie voor de productie van live tv-programma's, waardoor klanten efficiënter werken en hun inkomsten verhogen. Het bedient vier kernmarkten: Sports, Entertainment, News en Media.

WAARDECREATIE IN BELGIË JONGSTE 10 JAAR

	Boekwaarde per aandeel 2005	Boekwaarde per aandeel 2015	Som dividenden voorbije tien jaar	Correctie	Totaal	Waardecreatie per jaar	% gewicht dividenden in waardecreatie
EVS	2,78	5,79	16,07	/	21,86	22,9%	84,2%
Melexis	1,43	6,05	5,13	/	11,18	22,8%	52,6%
Lotus Bakeries	59,24	275,40	67,07	1,95	340,52	19,1%	23,8%
Colruyt	3,97	12,51	6,70	0,62	18,58	16,7%	45,8%
Texaf	5,19	20,96	2,15	2,08	21,03	15,0%	13,6%
Sipef	12,80	42,94	8,24	/	51,18	14,9%	21,5%
CFE	16,37	56,22	10,04	3,00	63,26	14,5%	21,4%
Proximus	6,52	8,70	15,03	/	23,73	13,8%	87,4%
Jensen Group	5,90	11,14	7,68	/	18,82	12,3%	59,4%
Atenor Group	12,50	23,21	15,79	1,19	37,81	11,7%	62,4%
Nationale Bank	4.451,00	12.402,00	936,00	/	13.337,00	11,6%	10,5%
Resilux	17,43	44,29	9,07	1,31	52,05	11,6%	26,2%
Umicore	7,71	16,02	6,25	/	22,28	11,2%	42,9%
Warren Buffett						11,1%	
Miko	24,03	60,46	7,70	/	68,16	11,0%	17,5%
D'leteren	13,00	31,95	4,27	/	36,22	10,8%	18,4%
Orange Belgium	11,32	7,62	23,65	0,01	31,26	10,7%	118,6%
Kinepolis	2,74	4,54	2,95	/	7,49	10,6%	62,2%
Ackermans & vH	33,50	77,84	11,74	/	89,58	10,3%	20,9%
Van de Velde	9,47	9,70	15,59	/	25,29	10,3%	98,6%
Rosier	98,57	215,13	39,30	/	254,43	9,9%	25,2%

Bron : Value Square Asset Management



De beeldvormingsgroep EVS vertoef al jaren aan de top van de rangschikking. © WIM KEMPENAEERS

Melexis stijgt voor het vierde jaar op rij in onze rangschikking. In 2011 stond het op plaats 14, nu op de tweede plaats. De omzet steeg met 9 procent per jaar. Het bedrijf verschaft werk aan 1.054 mensen, 55 procent meer dan in 2005. De jaarlijkse toename van de fundamentele waarde met 22,84 procent ligt amper 0,05 procent lager dan bij EVS.

Melexis is vandaag het enige bedrijf op de Brusselse beurs dat geleid wordt door twee vrouwen: CEO Françoise Chombar en CFO Karen Van Griensven. Het bedrijf maakt halfgeleiders voor de automobiellindustrie, een sterk groeiende markt. Het profiteert volop van een aantal veelbelovende trends, zoals milieuvriendelijkere, veiligere en comfortabelere wagens alsook meer communicatie en connectiviteit.

Het brons is voor Lotus Bakeries, met een fundamentele waardecreatie van 19,11 procent per jaar. Het topduo Jan Boone en Jan Vander Stichele is vastberaden het koekjesimperium voort te doen groeien. De inter-

8/10

Acht bedrijven uit de top tien worden door families gecontroleerd.

nationalisering van Lotus-speculaas en -speculaaspasta verloopt zeer goed (onder andere in het Verenigd Koninkrijk en de VS). Lotus Bakeries zag de afgelopen tien jaar zijn omzet met 10 procent per jaar toenemen. In 2015 kreeg de omzet een extra duw in de rug dankzij drie acquisities. Het bedrijf nam de lokale distributeur uit Zuid-Korea over en deed twee acquisities in het 'gezonde' segment. Bij het koekjesbedrijf zijn 1.339 medewerkers actief, 40 procent meer dan tien jaar geleden.

De vierde tot de tiende plaats wordt ingenomen door respectievelijk Colruyt, Texaf, Sipef, CFE, Proximus, Jensen Group en Atenor. Colruyt is het enige bedrijf in onze studie dat de afgelopen tien jaar telkens in de top tien zat. Sipef zag zijn eigen vermogen door een nieuwe boekhoudregel (biologische activa) fors dalen in 2015, waardoor het van de tweede plaats in 2014 afzakt naar plaats zes. CFE klimt gestaag voort in de rangschikking. Mede dankzij de magische

DIVIDENDBETALERS

Een politiek van een stabiel tot stijgend dividend weten veel familie-aandeelhouders te smaken. Van de onderzochte bedrijven hielden er 20 elk jaar hun dividend per aandeel minstens stabiel over tien jaar. Daarvan zitten er zeven in de top 20: Lotus, Colruyt, Texaf, Umicore, Miko, D'leteren en AvH. In de top 20 keerden EVS, Proximus, Orange Belgium en Van de Velde procentueel het meest dividend uit in verhouding tot de waardecreatie. Bij Van de Velde is dat geen geheim: de dividendpolitiek bestaat eruit alle cash die niet nodig is voor de business aan de aandeelhouders uit te keren.

hand van Luc Bertrand staan Sipef, CFE en Atenor in de top 10. Het is niet verwonderlijk dat Ackermans & van Haaren steevast aan de top van onze rangschikking prijkt. Door de focus op baggers (DEME) en private banking (Bank Delen) is AvH veruit de beste Belgische genoteerde investeringsmaatschappij van de jongste decennia.

Familiebedrijven

Met uitzondering van EVS en Proximus worden alle andere bedrijven in de top tien gecontroleerd door familiale aandeelhouders. We bestempelen een bedrijf als 'een familiebedrijf' als een individu of een familie 20 procent van het aandelenkapitaal in handen heeft en er minstens één familielid in het management of in de raad van bestuur zit.

Van de 86 bedrijven zijn er 63 familiale ondernemingen, of 73 procent. De familiebedrijven in onze studie behaalden een gemiddelde waardecreatie van 5,6 procent per jaar over de afgelopen tien jaar. Niet-familiebedrijven behaalden een fundamentele return van slechts 1,62 procent.

EVS is de kampioen van de vrijkaskroostroomgeneratie.

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 als de kapitaalmarkten moeten worden angesproken. Familiebedrijven worden ook vaak geleid door getalenteerde ondernemers. De combinatie van hun vaardigheden met de handelsvrijheid via hun controlerend belang geeft ze een concurrentieel voordeel.

Familiebedrijven worden ook meer geleid vanuit een langetermijnperspectief en hechten minder belang aan kwartaalcijfers. Ook Warren Buffett onderschrijft in zijn Owner's Manual het belang van de langetermijnvisie. Volgens Buffett hebben managers idealiter een groot deel van hun persoonlijk vermogen geïnvesteerd in de onderneming die ze leiden.

Waardevernieetigers

Een twintigtal bedrijven hebben waarde vernietigd. We sommen enkele bekende namen op: het bankentrio KBC, Dexia en Ageas (door Fortis), Roularta, Tessengerlo, Agfa-Gevaert, Recticel en Deceuninck. Van de volgende ondernemingen konden we geen berekeningen maken omdat ze een negatieve start- en/of eindwaarde hadden: Hamon, PCB, Option, Sufrac en Think Media (inmiddels failliet verklaard). Eind 2015 ging ook een ander bedrijf op de fles: de golfkartonproducent Catala. Van Sapec ontbrak bij het afsluiten van de studie het jaarverslag, zodat we het niet in de studie konden opnemen.

De studie werd uitgevoerd door analisten Patrick Millecam en Andy De Bruijne en stagiaire Sarah Vercambre. De volledige lijst van de geanalyseerde bedrijven kunt u bekomen via info@value-square.be