

‘Elk twee auto’s en twee grasmachines is geen oplossing’



De maand van Patrick Millecam
hoofd Asset Management van Value Square

Jan Reyns
Journalist

Elke VFB Beste Belegger peilt naar de belangrijkste evoluties op de financiële markten bij een beursprofessional. Wat is de essentie van de voorbije maand voor een belegger? Wat is er (niet) veranderd? Waar kijkt de markt naar? Wat krijgt te weinig aandacht van de al dan niet professionele belegger? Hoe ervaart ‘onze man’ het sentiment? En last, but not least, welke aandelen vindt hij interessant?

1. Wat is volgens u de belangrijkste evolutie van de voorbije maand?

Ongeveer een maand geleden (medio februari, red) bereikten de beurzen hun dieptepunt van het jaar. De ingrediënten van de angst waren een almaar verder wegzakkende olieprijs,

de vrees over een verdere groeivertraging in China en ook de onrust over de solvabiliteit van de banken kwam weer op de voorgrond. Maar na de angst komt de vrees om de volgende beurs hausse te missen. En zo gaat het vertrouwen van beleggers op en neer. De volatiliteit is weer toegenomen. De belangrijkste gebeurtenis is natuurlijk het beleid van de Europese Centrale Bank. De rente is laag en zou nog heel lang laag blijven. Niet onlogisch dus dat de rente op spaarboekjes quasi nul is. Maar dit zadelt elke burger op met de cruciale vraag: wat te doen met al dat spaargeld dat niks opbrengt?

2. Heeft dat uw visie op de verder te verwachten marktevolutie veranderd?

We houden ons niet echt bezig met het inschatten van marktevoluties op korte termijn; dit is tijdverlies en niemand kan op consistente wijze de markten voorspellen. Wat ons wel bezighoudt, is hoe we als vermogensbeheerder het vastrentende luik van de portefeuilles kunnen invullen. De rendementen zijn ook voor obligaties zo laag, dat de ECB op die manier de conservatieve spaarder met een groot dilemma opzadelt. Om meer rendement te halen, moet je meer risico nemen of u tevreden stellen met een quasi ‘o’-rendement.

3. Wat zijn volgens ‘de markt’ de sleutelfactoren?

Voor hogere beurskoersen kijkt de markt uit naar diverse factoren. Voor de olieprijs is het belangrijk dat de productie wordt afgeremd. Het aantal olieboorplatformen in werking is alvast aan het dalen.

Voor de Chinese markt lijkt het stilaan duidelijk dat de overheid niet zal toelaten dat buitenlandse speculanten de renminbi onderuit halen. Ook heeft de nieuwe voorzitter van de beursautoriteiten aangekondigd beursdalingen te zullen tegengaan door massaal aandelen te kopen. Dit lijkt ons niet zo’n goed idee. Maar we mogen



“Ik was een paar jaar geleden in Japan. Wat ik daar zag heeft me doen inzien, dat een nulgroei niet het einde is van de wereld. De winkelstraten zagen zwart van de bleke Japanners.”

niet vergeten dat de Chinese economie een centraal geleide economie is. Vermits China zo belangrijk is voor de meeste grondstoffen, kan ook de vraag ernaar gestuurd worden.

De groei van de wereldeconomie zal voor meer dan 70 % komen van de groeielanden. Laat ons hopen dat de wereld slim genoeg is om hen te blijven steunen met buitenlands kapitaal en financiering.

De rente naar nul brengen of tot onder nul, zal consumenten die al alles hebben niet aanzetten tot extra uitgaven. Ik was een paar jaar geleden in Japan. Ook toen groeide de economie er niet. Maar wat ik daar zag heeft me doen inzien, dat een nulgroei niet het einde is van de wereld. Ik zag er geen armoede. En de winkelstraten zagen zwart van de bleke Japanners. In het Westen zullen we moeten leren tevreden zijn met wat we hebben. We kunnen ons toch niet elk twee auto's kopen en twee grasmachines?

4. Hoe is uw inschatting van het beleggingssentiment?

Het beleggingssentiment wordt gedreven door de korte termijn, door de gebeurtenissen van het moment. Op dit moment (15 maart, red.) is er weer een antiterreuractie aan de gang in Brussel. Vorige zondag was er een aanslag in Ivoorkust op het strand van Grand Bassam in het Zuidoosten van Abidjan. Ik ben daar in november vorig jaar nog geweest. Dus ook terreur blijft een belangrijke stoorzender voor het vertrouwen van consumenten en beleggers. Een collega kwam me vandaag vragen of ze wel op reis zou vertrekken naar Istanboel.

Door de volatiliteit weten beleggers ook niet meer of ze moeten kopen of verkopen. Sommigen panikerden op het dieptepunt. Anderen kijken nog even de kat uit de boom en willen eerst een 'duurzame' stijging zien vooraleer ze terug instappen of bijkopen.

Het sentiment is vandaag niet echt positief, maar dat is voor value-belegger eerder goed nieuws. Alvast zien we vandaag heel wat interessante opportuniteiten als contraire beleggers. Maar dan is het net het moeilijkste om een potentiële belegger te overtuigen.

5. Wat zijn dan uw favoriete aandelen?

Jardine Strategic

De Jardine groep heeft een heel rijk verleden. Jardine werd opgericht op 1 juli 1832 in China door William Jardine en James Matheson onder de Chinese naam 'Ewo'. De groep gaat dus zijn 184ste levensjaar in. Dankzij een investering in Jardine Strategic kan een belegger meeprofiten van de economische groei in Azië. Bovendien wordt de groep ge-

"De groei van de wereldeconomie zal voor meer dan 70 % komen van de groeielanden. Laat ons hopen dat de wereld slim genoeg is om hen te blijven steunen met buitenlands kapitaal en financiering."

leid door een ervaren management met een lange staat van dienst en een heel uitgebreid netwerk. Om de zoveel jaar verhuizen de managers naar een andere onderneming van de groep. Hierdoor wordt het groepsgevoel versterkt en worden ervaringen gedeeld tussen zusterbedrijven.

De laatste 10 jaar steeg het eigen vermogen per aandeel met 18,4 % per jaar. Jardine Strategic is via Hong Kong Land actief in vastgoed in China, Hong Kong, Macau en Singapore. Via Dairy Farm – een distributeur met in totaal 6.400 winkels (Giant supermarkten, Ikea's, 7-Eleven) - kan je als belegger meeprofiten van de groei van de consumptie door de toenemende middenklasse in China, Taiwan, Hong Kong, Singapore en Maleisië. Voorts is men actief in de luxehotelsector via Mandarin Oriental. Jardine Strategic heeft tevens de controle over het grootste conglomeraat van Indonesië, Astra International. In 2015 distribueerde Astra 510.000 auto's en 4,5 miljoen motorfietsen. Hiermee heeft het een marktaandeel van 50 % in auto's en 69 % in motorfietsen. De jaarverkoop van nieuwe auto's bedraagt 0,4 % van de bevolking tegenover 4,5 % in België. We vermoeden dat de autoverkoop meer zal toenemen op lange termijn in Indonesië, dan in België.

Het aandeel werd in september vorig jaar uit de Singaporese Straits Times index gehaald omdat het niet liquide genoeg was voor afgeleide producten, zoals trackers en

ETF's. Het bedrijf maakte hiervan dankbaar gebruik door massaal eigen aandelen in te kopen. Tegen een historisch hoge korting van 50 % op de intrinsieke waarde is het aandeel interessant.

Sofina

Bij het investeringsvehikel van de familie Boël werd in 2014 de strategie bijgestuurd. Naast de pool 'langetermijninvesteringen' die 65 % wegen in de totale portefeuille (en met de gekende namen zoals Colruyt, Danone, SES), investeert Sofina ook in 'private equity' (25 % van de portefeuille). Dit doet men al vele decennia lang via de beste private equity fondsen ter wereld. Via Sequoia Capital investeerde men in YouTube, Twitter, Google, Facebook, Yahoo en LinkedIn.

Tenslotte wil men 10 % van de portefeuille rechtstreeks investeren in private equity. Dit gebeurt bij voorkeur in groeiende bedrijven- en sectoren. Deze poot moet 10 à 15 participaties bevatten van elk 15 à 50 miljoen euro met een focus op de thema's e-commerce en de groeiende middenklasse in Azië (vooral India). Mogelijks de beste private equity investering van Sofina is het Indiase Flipkart, waar het in 2013 instapte en in 2014 verder in investeerde. De grootste speler in e-commerce vecht een nek-aan-nek race uit met Amazon.com om de 1,2 miljard Indiase consumenten aan zich



te binden via het internet. We kunnen ervan uitgaan dat de investering max. 50 miljoen euro bedroeg. Eind 2014 werd dit belang geherwaardeerd aan 120 miljoen euro op basis van een marktschatting van 7 miljard dollar. Sindsdien ging de marktwaarde verder omhoog naar 11 miljard dollar. Op basis hiervan zou de waarde voor Sofina oplopen tot 190 miljoen euro.

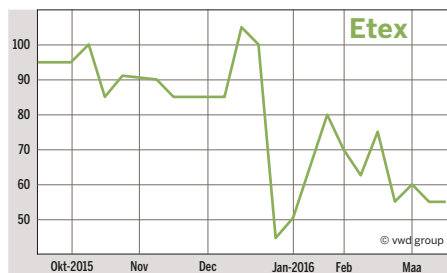
Over de afgelopen 16 jaar steeg het aandeel Sofina (nettodividen den geherinvesteerd) met 8 % per jaar tegenover de Eurostoxx50 returnindex die onveranderd bleef

over die periode (+0,1%). Met andere woorden, investeerde u 5000 euro in Sofina 16 jaar geleden dan was dit aangedikt tot 17.160 euro eind '15. Een investering van 5000 euro in de 50 grootste Europese bedrijven, zou u een schamele winst hebben opgeleverd van 91 euro over die 16 jaar.

Sofina heeft sinds 1956 elk jaar het dividend verhoogd. Een unicum op de Belgische beurs. Het aandeel Sofina is vandaag ongeveer 150 euro waard, waardoor de onderwaardering 36 % bedraagt.

Etex

De bouwmaterialengroep Etex heeft officieel geen echte beursnotering. Het aandeel noteert samen met zijn zusjes Aliaxis en Sibelco op de Euronext Expert Markt (vroegere Openbare Veiling). Sinds dit marktsegment van Euronext elektronisch is gegaan, is de transparantie van de koersvorming sterk verbeterd. Toch blijft de volatiliteit in de koersvorming absurd hoog. Niet iedereen zit immers op een dinsdagmiddag op het Euronext-scherm te staren. Op 15 december vorig jaar werd de hoogste koers van het jaar opgetekend, nl. 11,50 euro. Een verkooporder van minder dan 10.000 stuks op 29 december 2015 deed de koers dalen naar de laagste koers van het jaar (10,29 euro). Op die manier kan je met 100.000 euro de beurswaarde van Etex met 100 miljoen euro doen wijzigen. Of hoe absurd een beurskoers op korte termijn kan zijn.

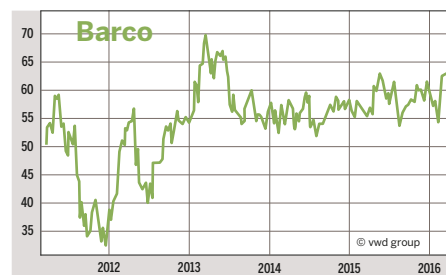


Het aandeel noteert tegen een ratio EV/EBITDA van rond de 5, terwijl andere bouwmaterialengroepen tegen dubbel zo duur noteren. Ook het brutodividendrendement van 3,8 % is interessant. Enkel verhandelbaar op dinsdag! En enkel voor geduldige beleggers.

Barco

Technologiegroep Barco is gespecialiseerd in visualisatie-oplossingen. Het heeft leidende posities in de drie overgebleven

kerndivisies (Entertainment, Enterprise en Healthcare). Het sprookje in digitale cinema blijft langer duren dan de markt had verwacht, dankzij de booming film business in China. Ondanks de onheilsberichten uit China is de dienstensector nu bijna 50 % van de totale economie. Het bioscoopbezoek zit er fors in de lift en Barco heeft een marktaandeel van meer dan 60 % in China.



De cash uit de verkoop van de Defense & Aerospace divisie zal geherinvesteerd worden in een paar gerichte overnames die idealiter bijdragen tot de winst. Tot op vandaag deed Barco nog geen grote overnames; dankzij de mooie vrije kasstroomgeneratie in 2015 dikte de cashberg op de balans verder aan tot 265 miljoen euro (of meer dan 20 euro per aandeel).

Het trackrecord van Charles Beauduin bij weefgetouwenproducent Van de Wiele is bijzonder (toename van het eigen vermogen met 18 % per jaar de afgelopen 10 jaar). Deze topindustriële nam het belang van Gimv in Barco over en bouwde zijn belang stelselmatig uit op de beurs. Sindsdien waait er duidelijk een nieuwe wind door Barco. Er werd komaf gemaakt met de manier waarop onderzoeks- en ontwikkelingskosten worden ingeboekt in de balans en de resultatenrekening; iets waar we al heel lange tijd zelf op aandrongen op algemene vergaderingen. In 2015 en 2016 drukt die gewijzigde boekhoudregel nu dubbel op de bottomline, maar vanaf 2017 kan Barco dan met een schone lei starten.

Barco noteert voor een technologiebedrijf zeer goedkoop. Het trackrecord is niet zo schitterend te noemen. Ook de rendabiliteit is zelfs vandaag nog bedroevend laag (EBITDA-marge van 7,2 %) voor een technologiebedrijf. Hopelijk kan voorzitter Beauduin duurzaam dit schip van koers doen veranderen in de goede richting. We hebben er alvast goede hoop op!

Socfinaf

In november 2015 bezochten we de palmolie- en rubberplantages van Socfinaf in Ivoorkust. We stelden vast dat de groep Socfin, onder het deskundige leiding van ceo Luc Boedt, er fantastisch werk verricht. Dankzij deze ondernemers kan Afrika zich economisch ontwikkelen, worden moderne landbouwtechnieken toegepast en heeft de bevolking uitzicht op duurzame vooruitgang. Waar overheden vaak in tekort schieten, nemen bedrijven zoals Socfinaf vele taken over. Zij bouwen scholen en huizen, ze geven onderwijs, ze bouwen infrastructuur (wegen en bruggen), geven medische zorgen (hebben eigen klinieken), enz. Tot en met 2030 zal er in de meeste Afrikaanse landen een tekort zijn aan palmolie. Palmolie is de goedkoopste plantaardige bakolie, noodzakelijk in de vooruitgang van het consumptiepatroon van de gemiddelde Afrikaner. De palmolieconsumptie is sterk verbonden met de groei van de bevolking. Volgens de Verenigde Naties zal de bevolking in Afrika toenemen van 1,1 naar 1,8 miljard mensen in 2050. Het landbouwareaal wordt echter zeer inefficiënt gebruikt. Dankzij Socfinaf, dat aanwezig is in 8 Afrikaanse landen, kan de productiviteit van deze arealen fors opgevoerd worden. Per hectare wordt in geheel Afrika een gemiddelde palmolieproductie behaald van minder dan 1 ton. SOGB, het filiaal van Socfin in Ivoorkust behaalt rendementen van 4,5 ton per hectare (hoger dan het wereldgemiddelde).

De groep Socfin, gecontroleerd door Hubert Fabri en Vincent Bolloré investeerde de afgelopen 6 jaar 475 miljoen euro in de uitbreiding van de palmolie- en rubberplantages. Vorig jaar bereikte zowel de palmolieprijs, als de rubberprijs een laagtepunt over de afgelopen 7 à 10 jaar. De laatste weken lijken beide landbouwgewassen zich te herstellen. Om geld te verdienen in de landbouw moet je contracyclisch beleggen. Tijd om te zaaien dus.

