



VALUE CREATION AWARDS

FUNDAMENTELE WAARDECREATIE 2008 - 2018

15 mei 2019

Voor het dertiende jaar op rij berekende Value Square de fundamentele waardecreatie over de voorbije tien jaar van alle Belgische bedrijven, die ook minstens tien jaar op de beurs noteren. Hun prestaties werden vergeleken met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett. Over de periode eind 1964 tot eind 2018 – kon Buffett de boekwaarde van zijn holding met een astronomisch percentage van 1.091.899% doen stijgen of 18,7% per jaar gedurende 54 jaar. Daarmee klopt hij ruimschoots de S&P 500 returnindex, die “slechts” met 15.019% steeg, wat een return van 9,7% per jaar opleverde. De laatste vijf jaar geeft Buffett in zijn jaarverslag ook de evolutie weer van de beurswaarde van zijn holding. Sinds 1964 steeg de beurskoers van Berkshire Hathaway met 2.472.627% of 20,5% per jaar.

Dit trackrecord heeft ertoe geleid dat Berkshire Hathaway vandaag het zesde grootste beursgenoteerde bedrijf ter wereld is met een beurswaarde van 457 miljard EUR. De vijf grootste beursgenoteerde bedrijven ter wereld zijn Microsoft (856 mrd EUR), Amazon (832 mrd EUR), Apple (822 mrd EUR), Alphabet (720 mrd EUR) en Facebook (480 mrd EUR). Op plaats zeven en acht staan respectievelijk de twee Chinese internetgiganten Alibaba (412 mrd EUR) en Tencent (405 mrd EUR). Het grootste Belgische bedrijf, bierbrouwer AB Inbev is verder teruggevallen naar plaats 52 (150 mrd EUR). (data per 10/5/2019)

De doelstelling van Warren Buffett is om de intrinsieke waarde van Berkshire Hathaway te verhogen aan een hogere groeivoet dan de toename van de S&P 500 returnindex.

Methodologie

Bij Value Square beschouwen we de evolutie van de boekwaarde als zijnde een goede graadmeter voor de evolutie van de intrinsieke waarde. In onze studie beoordelen we de fundamentele waardecreatie aan de hand van de volgende formule: we berekenen de evolutie van de boekwaarde per aandeel (eind 2018 in vergelijking met eind 2008) en tellen daar de nettodividenden bij op die een privéaandeelhouder heeft gekregen over de afgelopen 10 jaar. De boekwaarde per aandeel bekomen we door het geconsolideerd eigen vermogen (aandeel van de groep) 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 boekjaar voorafgaand aan de kapitaalverhoging). De analyse van dit fundamentele trackrecord (op minstens 10 jaar) is een van de pijlers waarop Value Square de kwaliteit en de risico's van beursgenoteerde bedrijven beoordeelt.

Deze fundamentele analysebenadering staat los van de evolutie van de beurskoersen, waar een manager geen 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. Op lange termijn moeten uiteraard de beurskoersen de evolutie van de onderliggende fundamentele waarde volgen of liefst zelfs overtreffen. Dit is ook bij Berkshire Hathaway het geval.

Voor het zesde opeenvolgende jaar kent Value Square awards toe aan de drie hoogst scorende bedrijven in deze studie en wordt het management bekroond met een gouden, zilveren en bronzen “Value Creation Award”.



95 Belgische bedrijven gescreend

In 2008 kwamen een aantal kleinere Belgische bedrijven naar de beurs, waaronder Immo Moury, 4Energy Invest en Thenergo. Enkel de vastgoedbeheersmaatschappij van de familie Moury kon een positieve waardecreatie voorleggen. De twee andere bedrijven waren actief in de hernieuwbare energiesector. Zij profiteerden van de hype die er in 2008 heerste rond hernieuwbare energie. Beide waren – zacht uitgedrukt – geen goede investeringen. Thenergo is geëvolueerd naar een lege beursschelp, waarmee het bodemonderzoeksbedrijf ABO in 2014 fusioneerde. Investeerders die bij de IPO in 4EnergyInvest stapten bij de beursintrodactie verloren 94% van hun inleg. Ablynx, Sapec, Tigenix en Realdolmen verdwenen van de beurs door overnames. Ablynx werd overgenomen door Sanofi, Sapec door haar referentie-aandeelhouder (familie Velghe), Tigenix door het Japanse farmaconcern Takeda en Realdolmen door het Franse GFI Informatique.

Van heel wat bedrijven konden we de fundamentele waardecreatie niet meten door ofwel een negatieve start- of eindwaarde, ofwel omdat de gegevens nog niet beschikbaar waren (bijv. het jaarverslag van Nyrstar is pas op 24 mei beschikbaar).

Dit jaar werden uiteindelijk 95 Belgische bedrijven geanalyseerd (vorig jaar waren het er 97).

Resultaten van de studie

Berkshire Hathaway slaagde erin de fundamentele waarde met 267% te verhogen de afgelopen 10 jaar, wat een samengestelde jaarlijkse groeivoet van het eigen vermogen impliceert van 13,89% (in euro). 6 Belgische bedrijven konden de prestatie van Warren Buffett en Charlie Munger overstijgen.

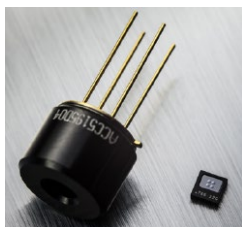
Van de 95 onderzochte bedrijven, zijn er 89 waarvan we de fundamentele waardecreatie konden uitrekenen. De 89 geanalyseerde Belgische bedrijven behaalden een gemiddelde fundamentele waardestijging van 4,80% per jaar over de periode 2008 - 2018. Volgens Buffett zou de beurskoers op lange termijn deze fundamentele evolutie moeten volgen. De brede Belgian All Shares return index steeg de afgelopen 10 jaar met 7,86% per jaar. Vorig jaar (periode 2007-2017) liepen de beurskoersen wat achter op de fundamentele. Dit jaar lopen ze wat voor. Het startpunt voor de studie is 31/12/2008. “2008” staat geboekstaafd als een van de slechtste beursjaren sinds de jaren dertig door de beurscrash ten gevolge van de financiële crisis. De beurskoersen daalden nog stevig tot in maart 2009, om nadien hun stevige hausse aan te vangen.

Melexis wint de “GOLDEN Value Creation Award”

Melexis staat net als vorig jaar op de eerste plaats. Melexis groeit sterker dan de automobiemarkt én de markt van halfgeleiders. Vandaag zitten in elke nieuwe auto gemiddeld 11 Melexis chips.



Het management had een omzetgroei voorspeld voor 2018 tussen 12 en 15%. Het werd uiteindelijk 11%. Het sentiment keerde immers na de zomer, waardoor klanten hun voorraden aanspraken in plaats van bij te bestellen, gedreven door het onzekere economische klimaat en de geopolitieke spanningen tussen voornamelijk de Verenigde Staten en China. Dit had ook een serieuze impact op de beurskoers; het Melexis aandeel daalde in 2018 met bijna 40%. Sindsdien is het aandeel terug wat hersteld en ligt de focus van de investeerders opnieuw op de structurele groeipijlers op de lange termijn (meer elektrificatie, geassisteerd rijden en meer personalisatie). CEO Françoise Chombar mikt op een penetratie van 20 Melexis chips in elke nieuwe auto binnen 5 tot 6 jaar.



Melexis wint de gouden Value Creation Award, met een astronomische toename van 1010% op 10 jaar, wat een jaarlijkse stijging van de fundamentele waarde impliceert van 27,2%. De beursreturn (stijging van de beurskoers + de geïnde dividenden) over de afgelopen 10 jaar bedroeg 1084%, wat een gemiddelde beursreturn opleverde van 28,0%. Een dikke proficiat aan CEO Françoise Chombar en het ganse Melexis team voor deze opmerkelijke prestatie. Ze laten de concurrentie ver achter zich.



Lotus Bakeries bekleedt net zoals vorig jaar de tweede plaats, met een fundamentele waardecreatie van 16,9% per jaar. De beursreturn van Lotus Bakeries bedroeg 24,83% per jaar over de periode 2008-2018, wat dus een pak beter is dan de fundamentele return.

Het management is vastberaden om hun koekjesimperium internationaal verder te doen groeien. Met de nieuwe slogan: "Being great in little things together" wil men dat mensen overall in de wereld die kleine mooie momenten (en vooral het speculooskoekje bij de koffie) koesteren. Lotus Bakeries heeft



drie groeipijlers. Ten eerste wil men de Lotus speculoosproducten verder internationaliseren. Hierin is de nieuwe productievestiging in Mebane – Noord Carolina – in de Verenigde Staten een heel belangrijke stap. Ten tweede wil men de divisie "Natural Foods" uitbouwen tot een sterke gezonde snack business en deze naar andere markten buiten het Verenigd Koninkrijk uitbreiden. Hierin past de overname van Kiddylicious (het sterkst groeiende merk in het baby snack segment). Ten derde wil men de lokale sterke merken verder ontwikkelen in de vier thuismarkten (België, Nederland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk).

EVS behoudt eveneens dezelfde (en de derde) plaats als vorig jaar. Met uitzondering van het jaar 2009 vertoeft EVS de afgelopen 12 jaar stevast in de top 4 van deze rangschikking. EVS neemt de bronzen Value Creation Award mee naar Seraing bij Luik. EVS is de kampioen van de vrije kasstroomgeneratie. EVS heeft de traditie de overvloedige cash elk jaar uit te keren aan haar aandeelhouders onder de vorm van dividenden. Maar liefst 76% van de waardecreatie komt van de uitkering van dividenden. De fundamentele waardecreatie bij EVS bedraagt 16,47% per jaar. EVS levert technologie voor de productie van live verrijkte tv-programma's. EVS is vooral gekend voor zijn "live slow motion" oplossingen die gebruikt worden op grote evenementen zoals de Olympische Spelen en de Champions League voetbal. EVS kampt de laatste jaren met moeilijke marktomstandigheden; haar klanten zijn actief in de mediasector waar de reclame-inkomsten onder druk staan. De nieuwe voorzitter en interim CEO Pierre De Muelenaere vond het aangewezen om twee extra referentie-aandeelhouders aan boord te halen via een private plaatsing (Ackermans & van Haaren en Belfius Verzekeringen). De beursreturn van EVS bedraagt amper 3,79% per jaar, net door deze moeilijke marktomstandigheden. Hiermee is EVS een serieuze achterblijver in de top 10.





De vierde tot de tiende plaats wordt ingenomen door respectievelijk **VGP, Resilux, AB Inbev, Jensen Group, Econocom, Colruyt** en **Telenet**.

Top 10

Van de top 10 bedroeg de gemiddelde fundamentele waardecreatie 16,09% per jaar de afgelopen 10 jaar. De gemiddelde jaarlijkse beursreturn van deze 10 aandelen bedroeg 16,94%. We kunnen dus nogmaals bevestigen dat de beursreturns op lange termijn de fundamentele cijfers volgen. Melexis, Lotus Bakeries, EVS en Colruyt staan al sinds 2007 onafgebroken in de top 20.

Opvallende stijgers

Opvallende stijgers in de rangschikking zijn **AB Inbev, Brederode, Sofina** en **Ageas**. In 2008 werd de grootste brouwer ter wereld boven de doopvont gehouden door de overname van Anheuser-Busch door Inbev. De overname ter waarde van 40,3 miljard euro werd hoofdzakelijk met schulden gefinancierd; maar ook met een kapitaalverhoging van 6,36 miljard euro. Hierdoor daalde de boekwaarde per aandeel van AB Inbev van 22,5 euro eind 2007 naar 10,2 euro eind 2008), wat meteen de belangrijkste verklaring is voor de stijging van ABInbev in de rangschikking van plaats 40 (eind 2017) naar plaats 6. Brederode en Sofina zagen hun beleggingsportefeuille kelderen eind 2008. Pagina 2 van het 2008 jaarverslag van Brederode bevatte slechts een zin: "In the midst of darkness, light persists" (Gandhi). Brederodes boekwaarde per aandeel daalde in 2008 met 40%, die van Sofina met 26%. Dus ook bij deze twee Belgische holdings is de lagere startwaarde in 2008 een belangrijke reden voor de stijging in de rangschikking. Brederode stijgt 20 plaatsen (van 35 naar 15) en Sofina stijgt 24 plaatsen (van 51 naar 27). Tenslotte was er Ageas. Het jaarverslag van 2008 van Ageas blokletterde: "Preparing for a new start". De financiële crisis werd Fortis bijna fataal. Fortis moest een verlies wegwerken van maar liefst 28 miljard euro. De grootste bank van het land moest noodgedwongen verkocht worden aan BNP Paribas. Maar dankzij de focus op de verzekeringsactiviteiten en het goed bestuur van de nieuwe CEO Bart Desmet verrees Fortis uit zijn as. Fortis werd omgedoopt tot Ageas in april 2010. Ageas stijgt in de rangschikking maar liefst 53 plaatsen en eindigt dit jaar op plaats 29.

Familiebedrijven

We bestempelen een bedrijf als "familiebedrijf" als een individu of een familie 20% van het aandelenkapitaal in handen heeft en er minstens 1 familielid in het management of de raad van bestuur zit.

Van de 89 "berekende" bedrijven, zijn er 67 familiale ondernemingen, wat 75% van het aantal bestudeerde ondernemingen is. Gemiddeld bezitten de familiale aandeelhouders 53,7% van hun onderneming. De familiebedrijven in onze studie behaalden een gemiddelde fundamentele waardecreatie van 5,6% per jaar over de afgelopen 10 jaar; niet-familiebedrijven behaalden een fundamentele return van 2,5%. Bij de niet-familiebedrijven zitten onder meer Hamon en Agfa-Gevaert. Nyrstar zou normaliter terug de rode lantaarn dragen, maar op datum van deze studie was het jaarverslag nog niet beschikbaar. Over de periode 2008-2018 behaalden de beursgenoteerde familiale ondernemingen een gemiddelde beursreturn van 10,1% tegenover 7,4% voor hun niet-familiale collega's.

Voor beleggers in beursgenoteerde familiale ondernemingen moet het eerder een geruststelling zijn dat hun belangen gelijklopen met de referentie-aandeelhouders. Volgens diverse studies presteren familiaal geleide ondernemingen beter dan niet familiaal geleide bedrijven, onder meer dankzij hun focus op de lange termijn en hun conservatievere houding tegenover schulden. Onze studie bevestigt deze stelling nogmaals.



De Top 20

2018	ONDERNEMING	Fundamentele Waardecreatie/Jr	Beursreturn/Jr
1	Melexis	27,2%	28,0%
2	Lotus Bakeries	16,9%	24,8%
3	EVS	16,5%	3,8%
4	VGP	16,0%	14,7%
5	Resilux	15,8%	17,5%
6	AB Inbev	13,9%	16,1%
7	Jensen Group	13,9%	22,4%
8	Econocom	13,8%	16,1%
9	Colruyt	13,5%	8,5%
10	Telenet Group	13,4%	17,5%
11	Picanol	13,4%	41,4%
12	Kinopolis	13,3%	32,3%
13	Dieteren	13,1%	18,4%
14	Proximus	12,5%	3,2%
15	Brederode	12,4%	15,8%
16	Sipef	12,3%	12,2%
17	Van de Velde	11,4%	5,9%
18	Orange Belgium	11,1%	-5,6%
19	WDP	10,7%	17,2%
20	CFE	9,9%	13,0%
	Gemiddelde ==>	14,0%	16,2%
<i>Bron : Value Square Asset Management</i>			

De gemiddelde jaarlijkse fundamentele waardecreatie van de Top 20 bedraagt 14,0%. Stel dat u in 2008 een portefeuille had samengesteld met deze 20 aandelen, dan had u een beursreturn (koersprestatie + nettodividenden) gerealiseerd van 16,2%. Dat was een pak beter geweest dan de Belgian All Shares index die over de afgelopen 10 jaar met 7,9% per jaar steeg.

Dividendpolitiek

Een jaarlijks terugkerend dividend is zeer belangrijk voor menig aandeelhouder, zeker in het licht van de huidige lage rentevoeten. Een stabiel tot stijgend dividend weten vele familiale aandeelhouders te smaken. Van de onderzochte bedrijven hebben er 20 elk jaar hun nettodividend per aandeel minstens stabiel gehouden of verhoogd over de afgelopen 10 jaar. Zij hielden dus ook rekening met de “kleine” aandeelhouder. Deze 20 bedrijven zijn : Ackermans & van Haaren, Aedifica, Ageas, Aliaxis, Barco, Belreca, Brederode, CO.BR.HA, Deceuninck, D'Ieteren, Econocom, Etex, Lotus Bakeries, Melexis,



Miko, Sioen, Sofina, Texaf, UCB en Umicore. Daarnaast hielden 9 bedrijven hun brutodividend elk jaar minstens stabiel, maar daalde het nettodividend wel in een of ander jaar door de gestegen roerende voorheffing tijdens de afgelopen 10 jaar: Colruyt, Elia, GBL, Home Invest Belgium, Resilux, Retail Estates, Ter Beke, Warehouse Estates Belgium en Wereldhave Belgium.

Value Creation Awards in de Opera van Gent

Op woensdagavond 15 mei 2019 werden in de Opera van Gent de drie hoogst scorende bedrijven van onze rangschikking bekroond met een Value Creation Award. Een interessant debat rond ESG werd gemodereerd door VRT nieuwsanker en presentatrice Annelies Van Herck; deelnemers aan het panelgesprek waren Pascale Van Damme (Managing Director bij Dell EMC Belux) en Francis Van Eeckhout (CEO van Deceuninck). De heer Van Eeckhout was tevens de gastspreker van de avond.

De volledige lijst van de 89 geanalyseerde bedrijven kan bekomen worden door een email te sturen met vermelding in het onderwerp "Lijst Value Creation Awards" naar info@value-square.be

Werkten mee aan deze studie : stagiair Bjorn Bostyn, analist Christophe Vanderkelen en CIO Patrick Millecam.

© 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 afdrukken 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.