

# Beleggen



## Waarom Brussel lekker smaakt

### 'Genoeg waarde aandelen op de Brusselse beurs'

SERGE MAMPAEY

**W**ie wil beleggen in Belgische waarde aandelen kan sinds 1 juni terecht bij het Equity Belgium Fund van de Gentse vermogensbeheerder Value Square. Het wordt samen met Anphiko op de markt gebracht. Die laatste vermogensbeheerder heeft zijn hoofdkwartier in Luxemburg en een bijkantoor in Antwerpen. 'Aangezien Anphiko zich specialiseert in vastrentende producten wilden we een beroep doen op aandelenspecialisten', zegt CEO Koen van der Borgh van Anphiko. De toplui van Value Square en Anphiko werkten ooit samen bij Bank Corluy. Value Square krijgt binnenkort trouwens een nieuwe topman. Deze week raakte bekend dat Koen Hoffman, de CEO van KBC Securities, het grootste beurshuis van België verlaat voor Value Square.

De basis van de beleggingsstrategie is 'waardebeleggen zoals Warren Buffett'. Een van de belangrijkste criteria is de evolutie van de boekwaarde en de uitgekeerde dividenden. Die vormen samen de 'waardecreatie'. Value Square deelt elk jaar de Value Creation Award uit voor het Belgische bedrijf dat volgens dat criterium de voorbije tien jaar het meest waarde gecreëerd heeft. De titel ging dit jaar naar de beeldervergroep EVS. Daarnaast is de onderwaardering tegenover de intrinsieke waarde van groot belang.

'We gaan voor kwaliteitsbedrijven met een sterk trackrecord, een degelijk dividendrendement en de focus ligt op familiebedrijven', zegt beheerder Patrick Millecam. Hij pikt er drie aandelen uit die zijn 'absolute overtuiging' genieten.



Stefaan Casteleyn (Anphiko) en Patrick Millecam (Value Square).

© JONAS ROOSENS

#### 1. BARCO

De beeldvormingsgroep noteert tegen 4,6 keer de ratio EV/ebitda. Die deelt de ondernemingswaarde (beurswaarde + de nettoschulden) door de bedrijfskastroom. Het is een veelgebruikte graadmeter om een waarde op een bedrijf te proberen plakken. Hoe lager het cijfer, hoe goedkoper. Onderzoek op lange termijn wijst uit dat die graadmeter op Wall Street de beste beleggingsresultaten geeft, vóór de koers-winstverhouding en de koers-boekwaarde. Na RealDolmen is Barco volgens dat criterium het goedkoopste aandeel van de geanalyseerde Belgische bedrijven.

**Van alle bedrijven die we analyseren, is Barco na RealDolmen het goedkoopste op de Brusselse beurs.**

BEHEERDER VALUE SQUARE  
EQUITY BELGIUM  
PATRICK MILLECAM

'Barco heeft 200 miljoen euro cash op zijn balans en mooie marktaandelen in zijn drie niches: de entertainmentindustrie en cinema, controlekamers en medische beeldvorming. De vrees voor een forse terugval van de projectoren voor digitale cinema, waarin Barco de wereldwijd marktleider is, lijkt overtrokken. In China kunnen nog 5.000 zalen per jaar naar digitale projectie overschakelen.'

'Iemand geeft ons het goede voorbeeld. De zakenman Charles Beauduin koopt via zijn weefgetouwenbedrijf Van de Wiele regelmatig aandelen Barco bij. Onlangs verhoogde hij zijn participatie tot boven 18 procent. Als Van de Wiele zelf genoteerd zou zijn, zou het trouwens op nummer vijf prijken in de lijst van meest waardecreërende bedrijven op de beurs, met een return van 18 procent per jaar.'

#### VALUE SQUARE EQUITY BELGIUM

**Instapkosten:**  
3 procent

**Uitstapkosten:**  
0,2 procent

**Beheerskosten:**  
1,36 procent

**Horizon:**  
minimaal 8 jaar

**Te koop bij**  
Value Square,  
Anphiko, andere  
instellingen  
**ISIN-code:**  
BE6285413074

#### 2. ETEX

Met Etex kiest Millecam voor de Expert Market van Euronext, de elektronische versie van wat vroeger de Openbare Veilingen heette. Dat betekent dat de maker van bouwmaterialen aan veel minder boekhoudkundige verplichtingen moet voldoen, maar toch voert Etex een boekhouding volgens de internationale normen. Het nadeel is dat de handel beperkt is. Er wordt slechts één keer per week een koers gevormd.

'Net daarom is Etex spotgoedkoop', poneert Millecam. Bank Degroof Petercam schatte onlangs de waarde op 30 à 32 euro, terwijl het aandeel tegen dik 11 euro noteert. Intussen zitten we aan de vijfde generatie van dit familiaal geleide bedrijf. Ik kan me voorstellen dat sommige familieleden die willen uitstappen liever een beursnotering zouden zien omdat ze zo een veel hogere prijs kunnen krijgen. Ook het management, dat aandelenopties krijgt, zou beter af zijn met een beursnotering.'

#### 3. CFE

De bouw- en baggergroep heeft het moeilijk op de beurs. Door de lage olieprijs vreezen veel investeerders voor de annulatie van baggerprojecten voor dochter DEME. De bouwvak had dan weer te kampen met probleemwerven. Maar met een orderboek van bijna 4 miljard euro zit CFE gebeiteld. Bovendien is de waardering teruggevallen tot 5,5 keer de ondernemingswaarde versus de bedrijfscashflow. Ter vergelijking: voor de Bel20 is dat 8,5 keer.

'Wij geloven dat de hoofdaandeelhouder Ackermans & van Haaren de bouwvak kan opkuisen, terwijl DEME ideaal geplaatst is om te antwoorden op globale problemen, zoals de nood om vervuilde gronden te saneren, de noodzaak aan schone energie en het bekampen van de rijzende zeespiegel.'



### 'Benelux telt mooie, defensieve wereldleiders'



Pascale Nachtergaele en Rik Dhoest, Bank Nagelmackers.

© JONAS ROOSENS

#### 1. TER BEKE

De verse voedingsgroep is bij het grote publiek vooral bekend van het pasta merk Come a Casa, maar produceert ook (voorgesneden) vleeswaren voor slagers en warenhuizen. 'Ter Beke combineert zowel waarde als groei', stelt Nachtergaele. Tegen 16 keer de verwachte winst noteert het aandeel nog altijd goedkoper dan de sector.

**Jensen is slechts een van de twee bedrijven in de wereld die de hele 'vuile was' aanpakken: van wassen tot vouwen. Bijna alles is geautomatiseerd.**

'Ter Beke heeft zijn productportefeuille gerationaliseerd. De focus ligt veel meer op rendabele producten. Daarnaast heeft het bedrijf enorme inspanningen gedaan om de kosten te verlagen. De fabrieken zijn nu meer gespecialiseerd in bepaalde niches. Tegelijk is er groei: we verwachten veel van de joint venture met de Franse pasta producent Stefano Toselli, waar Ter Beke trouwens in 2018 alle aandelen van in handen kan krijgen.'

Ter Beke klonk op de recente algemene vergadering alvast relatief optimistisch over de verkoop en de strategie. Het dividend van 3,5 procent lokt bovendien couponminnaars.

SERGE MAMPAEY

**B**ank Nagelmackers begon midden april met het fonds Small & Midcap Equity, beheerd door Rik Dhoest en Pascale Nachtergaele. Hoewel het in alle kleine en middelgrote aandelen uit de eurozone kan beleggen, ligt de focus op België en daarna op Nederland. Belgische namen maken 45 procent van het fonds uit, gevolgd door Nederlandse met 21 procent. Pas daarna volgen Franse (9%), Duitse (8%) en Italiaanse (7%) aandelen.

'We kiezen voor bedrijven met een beurswaarde tussen 100 miljoen en 3,5 miljard euro', legt Nachtergaele uit. 'Daarbij gaan we uit van de individuele ondernemingen, een bottom-upaanpak dus. Onze focus ligt zowel op waarde-aandelen als op groei-bedrijven.'

Nachtergaele legt uit welke namen de voorkeur genieten. 'Ten eerste moet het gaan om bedrijven die zeer sterk staan in hun segment, liefst leiders met prijszettingmacht. Ten tweede moet de markt moeilijk te betreden zijn door nieuwkomers, zodat ze relatief veilig zijn voor de concurrentie. Ten derde moeten de ondernemingen aantrekkelijke kasstromen genereren. En ten slotte mogen ze niet te veel schulden hebben. Bedrijven met een solide balans kunnen veel makkelijker een lastige periode doorstaan.'

'We opteren ook voor een defensieve aanpak. Daarom mijden we cyclische aandelen zoals uitzendinggroepen, mijnbouwers of vliegtuigmaatschappijen. Ook biotechnologie interesseert ons niet. Die sector is populair op de beurs, maar voor ons te risicovol en de bedrijven genereren er meestal nog geen kasstromen.'

Nachtergaele geeft enkele voorbeelden van namen in het fonds.

#### NAGEL-MACKERS SMALL & MID CAP EQUITY

**Instapkosten:**  
1,5 tot 2,5 procent

**Uitstapkosten:**  
geen

**Beheerskosten:**  
1,6 procent

**Horizon:**  
lange termijn

**Te koop bij**  
Bank  
Nagelmackers,  
andere instellingen  
**ISIN-code:**  
BE6285216048



#### 2. JENSEN

Jensen is samen met het Duitse niet-genoteerde bedrijf Kannegiesser het enige ter wereld dat de hele 'vuile was' aanpakt: van wassen en drogen tot strijken, sorteren en vouwen. Bijna alles is geautomatiseerd. Kleinere concurrenten doen telkens een klein deelssegment daarvan. De klanten van Jensen zijn industriële wasserijen die diensten leveren aan hotelketens, cruiseschepen, rust- of ziekenhuizen. De opkomst van het toerisme in de groeilanden, de noodzaak om water rationeler te gebruiken en de hogere loonkosten ondersteunen het groei verhaal van Jensen. 'Het bedrijf bouwt intussen zijn tweede fabriek in China en breidt ook de fabriek in Denemarken uit', legt Nachtergaele uit. 'De topman zei onlangs dat alle fabrieken op volle toeren draaien. Daarom is bijkomende capaciteit nodig. Dat weegt tijdelijk wat op de marges, maar steunt de groei op lange termijn. Bovendien is Jensen tegen 12 keer de verwachte winst dit jaar niet duur.'

#### 3. AEDIFICA

De portefeuille van de gereguleerde vastgoedvennootschap bestaat uit huisvesting voor senioren (72%), appartementen (21%) en hotels (7%). Aedifica is voornamelijk actief in België, maar focust ook op expansie naar Duitsland en recentelijk ook Nederland. 'Dankzij de vergrijzing van de bevolking blijven de groeiperspectieven voor de groep aantrekkelijk', meent Nachtergaele. 'De zeer hoge en stabiele bezettingsgraad en de lange looptijd van de leasecontracten (20 jaar) bezorgen het aandeel een zeer defensief profiel. De groep kan een mooi trackrecord voorleggen. Het aandeel is niet goedkoop, met een premie van 44 procent tegenover de intrinsieke waarde. Maar kwaliteit heeft een prijs.'