

# “Halfjaarcijfers Bois Sauvage”

*Uit het departement: “Waardestijging, nu ook via het resultaat”*

Net zoals de rest van de holdings en investeringsbedrijven presteerde ook Bois Sauvage in de eerste zes maanden van 2018 heel erg sterk op de beurs. Zoals dat traditioneel het geval is voor een holding, zijn kwartaal- en halfjaarcijfers nooit een aanleiding voor waarderingsaanpassingen, maar omwille van voornoemde koersevolutie zoomen we vandaag toch graag in op het bedrijf.

## Intrinsieke waarde +12%

De intrinsieke waarde steeg in de eerste zes maanden naar 488,5 euro per aandeel. Ondanks het bedrijfsresultaat daalde naar 7,3 miljoen euro, steeg de nettowinst de voorbije 12 maanden van 21,5 miljoen euro naar 48,9 miljoen euro.

## Blik op de balans

De nettoschuld van 23,8 miljoen euro vergelijkt met een nettokaspositie van 11,2 miljoen per einde 2018, goeddeels omwille van kapitaalverhogingen bij Vinventions (20 miljoen dollar) en Umicore (14,3 miljoen euro). Ook werd een lening van 5 miljoen euro toegekend aan Vinventions.

## Opvallende stijging van Bois Sauvage

(herberekend naar aandeel)



Source: Thomson Reuters Datastream

Andere activiteiten die de balans hebben beïnvloed omvatten:

- 2,3 miljoen dollar volstort in het fonds « Gotham City II » (USA) via zijn Amerikaanse dochteronderneming Surongo America en 0,8 miljoen euro in het fonds « Valiance Life Sciences »,
- een terugbetaling van 3,2 miljoen dollar van het Amerikaanse fonds « Gotham City I »,
- het eigen vermogen werd versterkt met 0,8 miljoen euro door de uitoefening van 2.650 inschrijvingsrechten aan een uitoefeningsprijs van 294,50 euro per stuk.

## De mening van KBC Securities

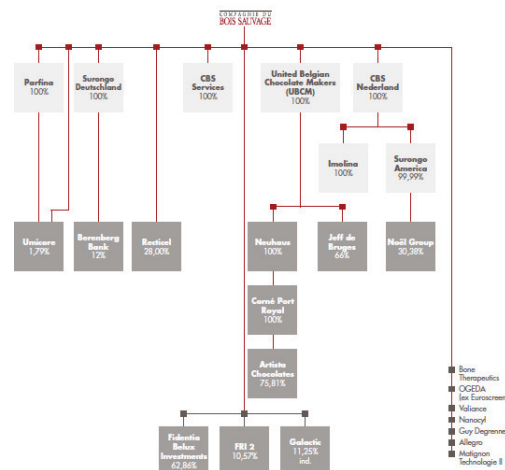
De cijferset heeft weinig verrassing om het lijf, zodat KBC Securities de intrinsieke waarde nog steeds schat op 545,7 euro. Interessant om mee te geven is dat een deel van de waardering beïnvloed werd door schommelingen in de waardebepaling van de participaties die sinds begin 2018 in het resultaat worden weergegeven. Dat was vorig jaar anders, want toen werden die schommelingen enkel zichtbaar via bewegingen in het eigen vermogen. Dat is het gevolg van de het invoege treden van de IFRS norm 9.

Het aandeel noteert vandaag op wat “een terechte korting” genoemd wordt van 26%, zodat het koersdoel van 384 euro behouden blijft. En zo ook het “Houden”-advies.

## Som-der-delen model

Het waarderingsmodel wordt voor een kleine 80% gedomineerd door de belangen in de chocoladebedrijven (Neuhaus, Jeff de Bruges, Corné Port Royal en Artista Chocolates, samen goed voor 46,1%), Umicore (21,8%) en Berenberg Bank (11,4%). Veel financiële data worden er nooit vrijgegeven, waardoor een aanpassing van de waardering niet aan de orde is.

Te noteren is wel dat de activiteiten van UBCM (Neuhaus, Jeff de Bruges, Corné Port Royal en Artista Chocolates) een lichte omzetstijging lieten optekenen, ondanks een bijzonder warm voorjaar.



Het nettoresultaat vertoont een sprekende gelijkenis met dat van de eerste zes maanden van 2017, want het eerste semester vertoont doorgaans een zwakkere activiteit. Berenberg betaalde een lager dividend dan een jaar eerder, toen een uitzonderlijk hoog resultaat werd gerealiseerd.

Portfolio	BB	# shares	Last price (€)	Stake (%)	Valuation method	% of NAV	Value (€m)
<b>Strategic participations</b>						<b>97.7%</b>	<b>898.2</b>
United Belgian Chocolate Group				100%	Peer multiples	46.1%	424.0
Umicore	UMI BB	4,370,000	45.88	1.77%	Last price	21.8%	200.5
Berenberg Bank	Private bank			12.00%	Peer multiples	11.4%	105.1
Recticel	REC BB	15,044,410	9.40	27.34%	Last price	15.4%	141.4
Noël Group (incl. debt financing) + Vinventions	Synthetic material			30.35%	Peer multiples	1.9%	17.7
Other shareholdings (Galactic, Guy Degrenne, Nanocyl,...)					Book value	1.0%	9.5
<b>Real estate</b>						<b>6.6%</b>	<b>60.4</b>
Fidentia BeLux investments					Book value	3.1%	28.3
Site Bois Sauvage				100.00%	Book value	1.1%	9.7
FRI 2					Book value	0.8%	7.0
Oxygen				50.00%	Book value	0.6%	5.7
Imolina (Luxembourg)				100%	Book value	0.1%	0.6
Terrains & diverse				100%	Book value	0.0%	0.1
US					Book value	1.0%	9.1
<b>Trading securities</b>						<b>1.5%</b>	<b>13.3</b>
Ahold Delhaize	AD NA	213,750	20.86	0.02%	Last price	0.5%	4.5
Solvay	SOLB BB	45,000	110.70	0.04%	Last price	0.5%	5.0
Engie	ENGI FP	120,000	12.26	0.00%	Last price	0.2%	1.5
Fortis Bank	FBAVP BB	70,447	26.60	0.01%	Last price	0.2%	1.9
Orange Belgium	OBEL BB	40,000	13.22	0.07%	Last price	0.1%	0.5
Others					Book value	0.0%	0.0
<b>Portfolio</b>						<b>105.7%</b>	<b>972.0</b>
Consolidated net cash						-5.7%	-52.4
<b>Adjusted equity value</b>						<b>100.0%</b>	<b>919.6</b>
Number of shares (issued)							0
Treasury shares (for remuneration purposes, resale, ...)							0
Treasury shares (available for cancellation)							
Number of shares (diluted)							1,685,358
Bois Sauvage last price							406
Bois Sauvage market capitalisation (€m)							684.3
<b>Adjusted equity value p.s.</b>							<b>545.7</b>
<b>Current discount</b>							<b>25.59%</b>
KBCS target prices		Umicore		55.00	Recticel	11.00	
Target equity value							984
Target equity value p.s.							583.6
Discount to target equity value							30.43%

KBCS has a HOLD recommendation and a € 384 target price.

The upside potential versus a stock price of € 406 equals -5.42%.

The implied discount of our € 384 target price vs. the target equity value is 34.2%.

<b>Auteurs:</b>	Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group	"The Front Row"
<b>Bijdrage door:</b>	KBC Securities	
<b>Gerelateerd:</b>		



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Groep



E-mail:  
Tel:  
Mobile:

[tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
+32 2 429 37 22  
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Harvenlaan 2 (GCM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbcam.be](http://www.kbcam.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?

Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbcam.be](http://www.kbcam.be), <http://www.kbcsecurities.be> en [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)