VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Ackermans & van Haaren: verslag jaarresultaten 2018 (3 april 2019)

Inleiding

De resultaten over het jaar 2018 kwamen iets lager uit dan in 2017 (-4,3%). Niet-recurrente elementen hebben van jaar tot jaar een bepaalde impact en dat was zeker het geval in 2017, alsook in iets mindere mate in 2018. Belangrijker is dat de belegger oog heeft voor de evolutie en de waardecreatie op langere termijn en voor de relatieve belangrijkheid van de 4 strategische sectoren (aangevuld met moedermaatschappij en subholdings). Een opdeling van het geconsolideerd vermogen toont dat Marine Engineering & Infrastructure goed is voor 33% van dat vermogen, Private Banking voor 36%, Real Estate & Senior Care voor 14% en Energy & Resources voor 7%. De moedermaatschappij en haar subholdings zijn goed voor de resterende 10% van dat geconsolideerde eigen vermogen.

(miljoen euro)	2017	2018	Δ 17/18
Marine Engineering & Infrastructure	**90,6**	**118,1**	**30,4%**
DEME	*94,5*	*92,8*	*-1,8%*
CFE	*17,4*	*17,3*	*-0,6%*
Van Laere	*-16,8*	*0,0*	*n.r.*
Rent-A-Port	*-4,3*	*5,3*	*n.r.*
Green Offshore	*-0,2*	*2,7*	*n.r.*
Private Banking	**113,9**	**121,3**	**6,5%**
Finaxis	*-0,9*	*-0,4*	*n.r.*
Delen Investments	*83,3*	*88,5*	*6,2%*
Bank J. Van Breda & Co	*30,8*	*33,2*	*7,8%*
ASCO-BDM	*0,7*	*0,0*	*n.r.*
Real Estate & Senior Care	**54,3**	**65,3**	**20,3%**
Leasinvest Re	*14,9*	*11,9*	*-20,1%*
Extensa	*29,9*	*27,2*	*-9,0%*
Anima Care	*4,4*	*4,7*	*6,8%*
HPA	*5,1*	*21,5*	*321,6%*
Energy & Resources	**18,2**	**7,7**	**-57,7%**
Sipef	*15,9*	*7,8*	*-50,9%*
NMP	*2,1*	*0,0*	*n.r.*
Sagar Cements	*0,4*	*-0,1*	*n.r.*
Oriental Quarries & Mines	*-0,2*	*0,0*	*n.r.*
Resultaat deelnemingen	**277,0**	**312,4**	**12,8%**
Groeikapitaal	-1,3	-6,9	n.r.
AVH & subholdings	-10,6	-13,7	n.r.
Meer/minwaarden	17,6	-2,2	n.r.
Uitzonderlijke resultaten	19,8	0,0	n.r.
Geconsolideerd netto resultaat	**302,5**	**289,6**	**-4,3%**

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Bespreking per segment

Marine Engineering & Infrastructure

De bijdrage van dit segment kende een gevoelige verbetering in 2018 t.o.v. 2017, wat grotendeels het gevolg is van de belangrijke minwaarde op de verkoop van Van Laere in 2017. De winstbijdrage van DEME stabiliseerde, ondanks een omzetgroei van 12,3%. De marges van de nieuwere activiteiten zijn immers lager dan deze van de traditionele baggeractiviteiten. CFE zag de winst stabiliseren. Bij Rent-A-Port was er een belangrijke resultaatsommekeer, het gevolg van het realiseren van een meerwaarde op een verkoop.

Private Banking

Ondanks een daling van de activa onder beheer, een gevolg van de marktcorrectie in de 2e helft van 2018, kon Delen Investments een hoger resultaat optekenen. Bank J. Van Breda en Co kende groei op alle vlakken en leverde ook een hogere bijdrage af.

Real Estate & Senior Care

Leasinvest RE zag de bijdrage dalen door een daling van de positieve herwaarderingen van het vastgoed. Extensa kende een lichte daling van het resultaat, maar over meerdere jaren gezien, ligt de winst relatief hoog. De rusthuisactiviteiten in België en Frankrijk van Anima Care en HPA zetten hun groei verder. Bij Anima Care leidde dat tot een kleine winstgroei, HPA daarentegen profiteerde van de verkoop van een deel van het vastgoed en kon hierdoor een belangrijk resultaat boeken. Een deel werd als kapitaalvermindering aan de aandeelhouders uitgekeerd.

In maart 2019 pakte AvH uit met de verkoop van HPA. Voor haar belang van 71,72% ontvangt ze 165 miljoen euro, waarvan 105 miljoen euro als meerwaarde ingeschreven mag worden.

Energy & Resources

In dit segment spant Sipef de kroon, maar deze zag de winst gevoelig dalen door lagere palmolieprijzen. Het Indische Sagar Cements groeit in omzet, maar het resultaat blijft minimaal, dit ten gevolge van de hoge prijsdruk in het land. Begin 2019 werd er een kapitaalverhoging doorgevoerd die door de familiale aandeelhouders en AvH onderschreven werd. Het Indische Oriental Quarries & Mines werd in de boeken ondergebracht bij activa bestemd voor verkoop.

AvH en subholdings

In dit segment boekte de groep bij haar participaties een verlies van 6,9 miljoen euro. De positieve resultaten van de meeste participaties werden meer dan geneutraliseerd door de verliezen bij Agidens en Manuchar. Bij de gerealiseerde operaties zagen we een gelijkaardig beeld. De meerwaarden op de verkoop van de participaties in Atenor en BDM-Asco werden weggeveegd door het omvangrijke verlies op het afstoten van Distriplus.

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Waardering van het aandeel

In een bijdrage twee jaar geleden stelden we reeds dat de belegger zich niet mag blind staren op de verschillende intrinsieke waarden die her en der gepubliceerd worden. Afhankelijk van de uitgangspunten bekomt men soms heel sterk uiteenlopende waarderingen. Een klein voorbeeldje maakt dit duidelijk: gebruik je voor CFE met zijn dochter DEME de beurskoers of probeer je hier ook een faire waarde van te berekenen. Een ander element is dat industriële partijen soms bereid zijn om mooie prijzen op tafel te leggen, de verkoop van de Franse rusthuisuitbater HPA (zie hoger) is hier een goede illustratie van.

Geen intrinsieke waarde dus voor ons, ook geen benadering met een koers/winstverhouding, want minder bruikbaar door de regelmatige aanwezigheid van uitzonderlijke elementen (+ en -) in het resultaat. We verkiezen om de prestaties van de groep over een langere periode onder de loep te nemen. Zo zetten we het eigen vermogen per aandeel, de koers op het einde van elk jaar (voor 2018 is dat de huidige koers), het brutodividend en de winst per aandeel op een rijtje. Hierop verrichten we enkele berekeningen.

We beginnen bij het rendement op het eigen vermogen (kolom 6), met name de winst in een bepaald jaar gedeeld door het eigen vermogen op het eind van het jaar voordien. Ontegensprekelijk realiseert AvH mooie rendementen met af en toe heel positieve uitschieters. We berekenden ook de return per jaar (kolom 5), zijnde de koersstijging gedurende het jaar aangevuld met het bruto dividend tegenover de koers op het eind van het jaar voordien. Het is duidelijk dat de koers van het aandeel AvH af en toe de grillen van de markt ondergaat, maar over de beschouwde periode van 12 jaar zal niemand klagen. Een laatste cijfer of ratio die we belicht hebben, is de koers/boekwaarde (kolom 7) op het eind van elk jaar (koers gedeeld door eigen vermogen per jaar). We merken de sterke daling op in 2008, wat niemand zal verbazen, gevolgd door het geleidelijke herstel in de jaren nadien. Eind 2015 kwam de koers/boekwaarde het hoogst uit, om nadien wat terug te vallen. We denken dat de iets mindere cijfers van DEME over 2016 voor wat onrust gezorgd hebben bij de belegger, waardoor de koers zwak presteerde, terwijl het resultaat over 2016 niet echt slecht was.

	1	2	3	4	5	6	7
	Eigen vermogen p/a	Koers op jaareind	Bruto dividend	Winst per aandeel	Return in jaar	Rendement eigen verm.	Koers/ boekwaarde
2006	42,50	63,00	1,15	9,26	-		1,48
2007	47,17	67,00	1,39	7,27	8,6%	17,1%	1,42
2008	45,29	36,40	1,39	3,45	-43,6%	7,3%	0,80
2009	47,63	52,00	1,44	3,54	46,8%	7,8%	1,09
2010	51,09	62,50	1,55	4,86	23,2%	10,2%	1,22
2011	56,20	57,64	1,64	5,36	-5,2%	10,5%	1,03
2012	59,92	62,27	1,67	5,05	10,9%	9,0%	1,04
2013	67,22	85,16	1,70	8,87	39,5%	14,8%	1,27
2014	70,81	102,10	1,82	6,45	22,0%	9,6%	1,44
2015	77,84	135,30	1,96	8,58	34,4%	12,1%	1,74
2016	83,97	132,10	2,04	6,77	-0,9%	8,7%	1,57
2017	89,70	145,15	2,20	9,13	11,5%	10,9%	1,62
2018	95,81	137,00	2,32	8,74	-4,0%	9,7%	1,43

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

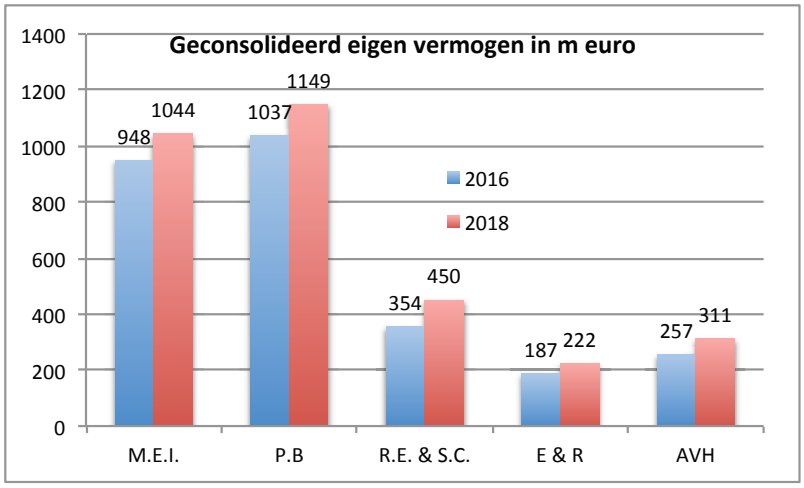
De focus van de meeste beleggers en analisten ligt ontegensprekelijk op de intrinsieke waarde, maar dit is een te beperkte visie. Een intrinsieke waarde is immers een vereffeningswaarde en houdt geen rekening met de continuïteit. En die continuïteit uit zich op basis van een analyse van een track record die tot een bepaalde waardering leidt. Meer bepaald gaat het om het rendement op het eigen vermogen en daar wordt dan een bepaalde multiplicator op toegepast, wat de ratio koers/boekwaarde is.

We merken hier een zekere analogie met de waardering van de Belgische GVV's, die met een zekere premie, dan wel discount noteren tegenover hun intrinsieke waarde (of eigen vermogen) op basis van de hoogte van het rendement op hun eigen vermogen. We maakten eerder dezelfde oefening voor de Belgische vastgoedontwikkelaars in vergelijking met Europese sectorgenoten. Via een regressie-analyse toonden we de correlatie aan tussen het rendement op eigen vermogen en de koers/boekwaarde.

Om een lang verhaal kort te maken, is de evolutie van het rendement op eigen vermogen van cruciaal belang voor de waardering van Ackermans & van Haaren. En dit verklaart waarom het aandeel met een premie van 43% noteert t.o.v. zijn eigen vermogen (een koers/boekwaarde van 1,43 houdt een premie in van 43%, zie jaar 2018 gecombineerd met kolom 7 in de tabel op het vorige blad). En als de groep erin slaagt om dat gemiddelde rendement op eigen vermogen te verhogen, dan zal ook de premie stijgen. Met de HPA-meerwaarde, alleen al goed voor ongeveer 3,1% rendement op het eigen vermogen van de groep, is 2019 heel goed begonnen.

Gert De Mesure (3 april 2019, koers AvH: 137 euro)

Evolutie geconsolideerd eigen vermogen per segment



De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.