

VFB – Fundamentele Analyse – Dec. 10, 2016



Value Benadering van Industriële Aandelen

Luc Van der Elst
Chairman ABAF / BVFA
Senior Equity Analyst Delen Private Banking

Value benadering van Industriële aandelen

- Industrieel aandeel: definitie?
 - ✓ **Productie** van goederen (“Asset-heavy”)
 - ✓ **Cyclische** afzetmarkten en resultaten
 - ✓ **Belgische aandelen** (niet exhaustief):
 - Blue chips: Bekaert; Nyrstar; Solvay; Tessenderlo; Umicore
 - M&S caps: CFE; Deceuninck; Jensen; Recticel; Sioen

Value benadering van Industriële aandelen

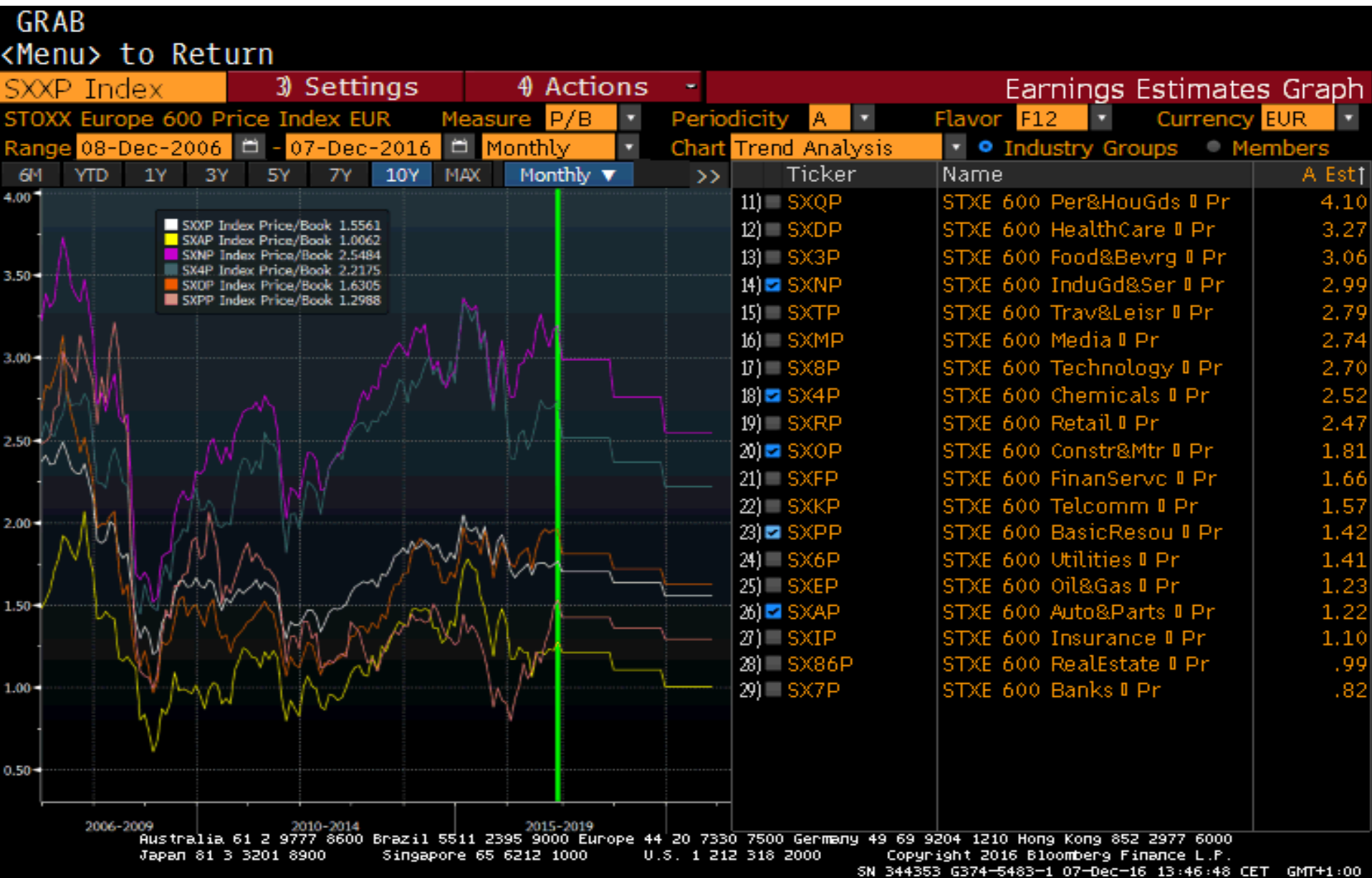
- Waardering gebaseerd op (netto) Actief
 - ✓ $\text{Activa} - \text{Schulden} = \text{Eigen Vermogen} = \text{Boekwaarde (BW)}$

Aandeel	Koers	BW (euro pa)	K / B
Bekaert	40	25,3	1,6
Nyrstar	7,2	7,2	1,0
Solvay	107	87,5	1,2
Tessenderlo	32	13,8	2,3
Umicore	55	17,7	3,1
CFE	97	59	1,6
Deceuninck	2,4	2,1	1,1
Jensen	33,5	12,6	2,7
Recticel	6	4,8	1,3
Sioen	30,0	8,9	3,4

Value benadering van Industriële aandelen



Value benadering van Industriële aandelen



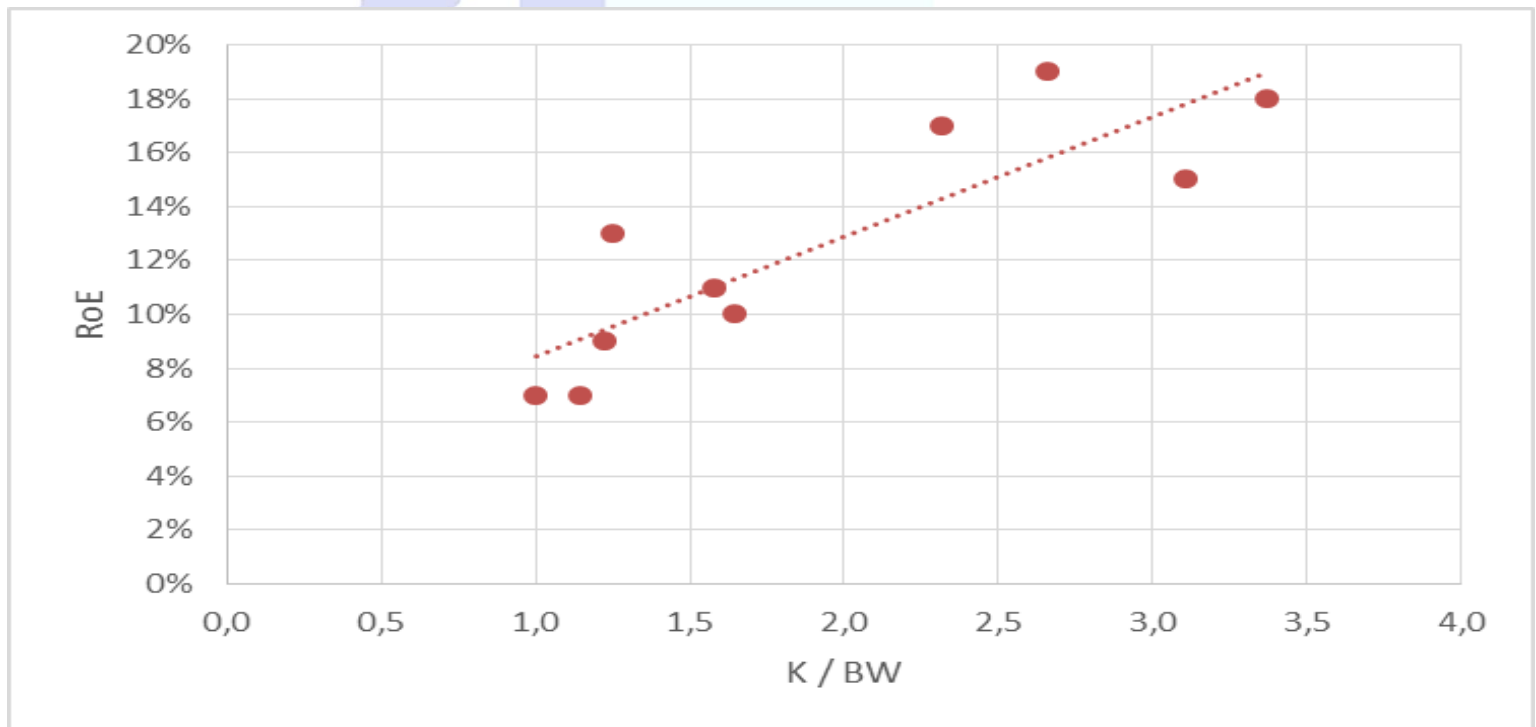
Value benadering van Industriële aandelen

- Waardering gebaseerd op (netto) Actief
 - ✓ Corrigeren voor Rendabiliteit
 - Bv Rendement (recurrente winst) op Boekwaarde = RoE

Aandeel	BW (euro pa)	wpa (euro)	RoE 2017e (%)
Bekaert	25,3	2,9	11%
Nyrstar	7,2	0,4	6%
Solvay	87,5	8,3	9%
Tessenderlo	13,8	2,3	17%
Umicore	17,7	2,7	15%
CFE	59	5,8	10%
Deceuninck	2,1	0,16	8%
Jensen	12,6	2,45	19%
Recticel	4,8	0,6	13%
Sioen	8,9	1,75	20%

Value benadering van Industriële aandelen

- Waardering gebaseerd op (netto) Actief
 - ✓ Verband tussen K / B en rendabiliteit (RoE)



Value benadering van Industriële aandelen

- Waardering gebaseerd op (netto) Actief
 - ✓ Corrigeren voor groei en/of cycliciteit
 - Bv winstgroei: 1 of 2 jaar “vooruit” kijken (bij overtuiging of betrouwbare indicatie)
 - Opgelet: cyclische bedrijven!

Value benadering van Industriële aandelen

- Waardering gebaseerd op (netto) Actief
 - ✓ Corrigeren voor risico
 - Bv Klein vs Groot
 - Bv Liquide vs Illiquide
 - Bv Gediversifieerd vs Mono-product
 - Bv Globaal vs Lokaal
 - Bv Politiek Stabiel vs Onstabiel
 - Bv EUR of Muntrisico
 - Bv Sterke of Zwakke Balans

Value benadering van Industriële aandelen

- Conclusie: Boekwaarde alleen is **onnauwkeurig** om marktwaarde in te schatten



Value benadering van Industriële aandelen

- Conclusie: Boekwaarde alleen is **onnauwkeurig** om marktwaarde in te schatten
- Is de (gepubliceerde) Boekwaarde een **Ondergrens**?

Value benadering van Industriële aandelen

- Conclusie: Boekwaarde is **onnauwkeurig** om marktwaarde in te schatten
- Is de (gepubliceerde) Boekwaarde een **Ondergrens?**

NEEN !

Value benadering van Industriële aandelen

- Correcties op de Boekwaarde

- ✓ Boekwaarde = Activa – Schulden

- ✓ Correcties

- Bv Verborgen (meerwaarden of minwaarden op) Activa
 - Bv Verborgen (meerwaarden of minwaarden op) Schulden

Value benadering van Industriële aandelen

- Correcties op de Boekwaarde

- ✓ Voorbeeld 1: Solvay (107 euro)

- BW = 86 euro per aandeel
 - BW ex **perpetuals** (2,2 mia euro) = 65 euro pa
 - BW ex perpetuals en **goodwill** (5,8 mia euro) = 9 euro pa
 - BW ex perpetuals en alle immateriële vaste activa is < 0 !

Onder de Europese boekhoudregels IFRS worden “eeuwigdurende” leningen geboekt als eigen vermogen

Goodwill is “premie” betaald op het eigen vermogen bij een overname en is een reflectie van de rendabiliteit van het overgenomen bedrijf

Value benadering van Industriële aandelen

- Correcties op de Boekwaarde

- ✓ Voorbeeld 2: Nyrstar (7,2 euro)

- $BW = 7,2$ euro per aandeel
 - $BW \text{ ex perpetuums } (0,2 \text{ mia euro}) = 5,2$ euro pa
 - $BW \text{ ex perpetuums en geschatte minwaarde op zinkmijnen } (0,2 \text{ mia euro}) = 3$ euro

Beleggers verwachten dat Nyrstar extra minwaarden zal moeten boeken op de verkoop van zijn resterende verlieslatende zinkmijnen

Value benadering van Industriële aandelen

- Correcties op de Boekwaarde

- ✓ Voorbeeld 3: Agfa (3,5 euro)

- BW Sep 2016 = 2 euro per aandeel
 - BW eind 2010 = 6 euro pa ?! (nochtans na 2010 geen kapitaalverhoging en nauwelijks recurrente verliezen)
 - Verklaring: **niet-recurrente kosten** en **pensioentekort**

Door de gedaalde rente in 2016 is de waarde van het pensioentekort van Agfa opnieuw gestegen tov de boekwaarde ervan eind 2015

- Verborgen meerwaarde op **vastgoed** (Mortsel)?

Value benadering van Industriële aandelen

- Wat moet belegger doen als Koers $\ll$ BW?
 - ✓ Snel en veel aandelen (bij)kopen?



Value benadering van Industriële aandelen

- Wat moet belegger doen als koers $\ll$ BW?
 - ✓ Snel en veel aandelen (bij)kopen?
 - ✓ **NEEN !**



Value benadering van Industriële aandelen

- Wat moet belegger doen als koers $\ll$ BW?
 - ✓ De Balans grondig bekijken!



Value benadering van Industriële aandelen

- Wat moet belegger doen als koers $\ll$ BW?
 - ✓ De Balans grondig bekijken!
 - ✓ Een (zeer) lage K / B wijst vaak op
 - Een **stress** situatie,
 - een nakende **kapitaalverhoging**, en
 - Risico op (winst)**verwatering**
 - ✓ Voorbeelden: Nyrstar, Arcelormittal, Hamon

Value benadering van Industriële aandelen

- Conclusie

- ✓ Waarde van de Materiële Vaste Activa / boekwaarde is relevant, maar ...
... aanvullen met:
- ✓ Eventuele Correcties op Activa, en
- ✓ Rekening houden met Rendabiliteit en Risico's

Value benadering van Industriële aandelen

- Dank voor uw aandacht !
- Vragen ?

