Bolero

TOPIC

Europese Holdings

Wonderwerken uit het oude continent (deel 1)

17 mei 2023

DOOR TOM SIMONTS, SENIOR FINANCIAL ECONOMIST BIJ KBC, VOOR U SAMENGESTELD DOOR JO ELSOCHT (CONTENT MANAGER BIJ KBC BOLERO)

In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

hol·ding (de; v(m); meervoud: holdings)

1maatschappij zonder eigen werkzaamheden die een groot aantal aandelen bezit

Eu·ro·pa (o)

1een van de werelddelen

Het Vandale-lexicon houdt het bij deze twee woorden liever kort en krachtig. Echter voor de combinatie ervan - Europese holdings - schieten woorden bijna tekort.

Met dit dossier stellen we **de belangrijkste Europese holdings accuraat en uitgebreid** voor. Stuk voor stuk aandelen met een pak geschiedenis en een specifieke beleggingsstrategie. Hun **historische koersprestatie** vergeleken met de belangrijkste indexen ontbreekt niet. Veel van die grafiekjes benaderen de schoonheid van de kunstwerken van onze oude meesters.

Ook Financial Economist **Tom Simonts**, in een vorige carrière nog holdinganalist, en KBC Securities-holdingspecialist **Sharad Kumar S.P, CFA**, geven hun ongezouten mening over **de waardering, de aanpak en het toekomstige potentieel van de holdings**.

Allemaal spelers uit Europa, op 1 uitzondering na. Want dé holding der holdings '**Berkshire Hathaway**', of het investeringsvehikel van meesterbelegger Warren Buffett mag natuurlijk niet op het appel ontbreken.

In dit eerste deel zoomen we in op een paar Scandinavische en Franse holdings om in deel 2 – dat u volgende week mag verwachten – stil te staan bij andere Europese spelers zoals **Eurazeo** en **Prosus**.

Veel leesplezier!

P.S. Oh ja, Belgische holdings hoeven zeker niet onder te doen voor hun Europese collega's. Elke maand zorgt KBC Securities-analist Sharad Kumar voor een **ongemeen interessante Belgische holdingupdate** op onze Bolero-blog.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Inhoudstafel

Deel I

Berkshire Hathaway
Industrivärden AB
Investor AB
Kinnevik
Exor
Wendel

Deel II

Italmobiliare
Peugeot Invest
Financière de L'Odet
Tamburi
Eurazeo
Prosus
HAL Trust

Mening van het analistenheir

De Europese holdings worden, op Compagnie De l'Odet na, **aardig opgevolgd door analisten**. Prosus telt zelfs 23 cijferaars die elke beweging van de holding nauwkeurig gadeslaan en doorlichten. Hieronder vind je voor elke holding de koers, het **gemiddeld koersdoel** van de analisten en het daarop gebaseerde **opwaartse potentieel**.

Bedrijf	Land	Koers	Koersdoel	% opwaarts potentieel	Marktwaarde (in miljoen $)
Italmobiliare SpA	Italy	25,9	38,0	46,7%	1.102
Peugeot Invest SA	France	110,0	160,3	45,8%	2.745
Eurazeo SE	France	65,5	93,5	42,7%	5.195
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	8,7	12,3	41,6%	1.600
Exor NV	Netherlands	76,0	100,6	32,4%	18.328
Prosus NV	Netherlands	66,9	87,1	30,2%	134.294
Wendel SE	France	101,8	124,2	22,0%	4.526
HAL Trust	Netherlands	125,4	149,0	18,8%	11.123
Berkshire Hathaway Inc	United States of America	497.000,0	555.290,0	11,7%	716.740
Investor AB	Sweden	218,6	233,1	6,7%	675.884
Kinnevik AB	Sweden	168,0	175,2	4,3%	46.631
Industrivarden AB	Sweden	292,7	297,0	1,5%	126.537
Compagnie De l'odet SE	France	1.590,0	0,0		10.484

(bron: Refinitiv)

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Holdings

Berkshire Hathaway (ISIN-code B-aandeel: US0846707026)

"The lesson for investors: The weeds wither away in significance as the flowers bloom. Over time, it takes just a few winners to work wonders. And, yes, it helps to start early and live into your 90s as well."

– Warren Buffett

Profeet Buffett

Op zaterdag 6 mei woonden naar schatting 42.000 'gelovigen' de jaarlijkse algemene vergadering van **Berkshire Hathaway** bij. Voorzitter en topman Warren Buffett leidde de meerdaagse festiviteiten in met de mededeling dat de illustere holding **35,5 miljard dollar winst** realiseerde **in het eerste kwartaal,** hoorde financieel-econoom Tom Simonts.

Naast de cijfers keken de aanwezigen uit naar de **parels van adviezen**, die er gesprokkeld konden worden op de traditionele marathonsessie (het zouden vijf interessante uren worden), waarin **Warren Buffett** samen met de 99-jarige

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

vicevoorzitter **Charlie Munger** en topluitenanten **Greg Abel** en **Ajit Jain** een hele rist vragen beantwoorden.

Voor Buffett blijven **indexfondsen** "geweldige beleggingsinstrumenten", omwille van hun **lage kosten** én hun **geweldige spreiding**, zowel over landen, als over sectoren en specifieke thema's. Zijn vermogen mag na zijn dood ook voor 90% in een S&P 500-indexfonds gegoten worden ten behoeve van zijn vrouw.

Buffett benadrukte nogmaals het belang van het **rationele denken.** "Beleggers kunnen vaak slechte beleggingsbeslissingen nemen, maar wie zo rationeel mogelijk blijft nadenken, verkleint de kans op een rampscenario aanzienlijk".

Ook de **menselijke impulsiviteit** kwam ter sprake. Buffett en Munger zeiden een boon te hebben voor "domme mensen die domme dingen doen". Die groep maakt immers dat er soms hele interessante koopjes te doen zijn. Munger waarschuwde wel dat de **waardebelegger** zich de komende periode aan **lager dan gemiddelde rendementen mag verwachten**. De populariteit van het waardebeleggen groeit, met veel concurrentie tot gevolg. Al voegde Buffett daar aan toe dat sinds het ontstaan van zijn holding, 58 jaar geleden, ook de groep mensen, die domme dingen doen, groeit. "En ze doen grote domme dingen", er vallen dus in de toekomst nóg koopjes te doen.

Het concept "slim" wordt tegenwoordig (té?) vaak in verband gebracht met **kunstmatige intelligentie** (AI). In dat verband benadrukte Munger het belang van **ouderwetse intelligentie**, dat al heel lang zijn waarde bewees en dat nog wel een hele tijd zal blijven doen. De wereld zal inderdaad verder robotiseren, maar Munger vindt de AI-hype voor een stuk overdreven.

Qua strategie hebben Munger en Buffett beiden dezelfde, duidelijke visie: "**hou die aandelen gewoon héél lang bij**". Dat doet Berkshire trouwens al een hele tijd met het 6%-belang in **Apple**, dat ondertussen 35% van de portefeuille uitmaakt. Of dat niet té groot is, vroeg iemand. "Onze criteria voor Apple waren anders dan de andere bedrijven die we bezitten. Het is toevallig een beter bedrijf dan alle andere die we bezitten," oreerde het Orakel van Omaha. "De status van de **iPhone** onder consumenten maakt het een "**buitengewoon product**" en dus zal Apple nog lang in de portefeuille blijven."

Een ander stokpaardje van Buffett en Munger is de **nutteloosheid van diversificatie** van de portefeuille. Wie weet hoe goed investeren in elkaar zit, hoeft niet meer dan zes verschillende topbedrijven in portefeuille te hebben. Meer betekent dat de kans op middelmatige bedrijven en dus minder rendement, groter wordt.

Aan die inzichten koppelen we graag dat Buffett en Munger lang niet de enige beleggers zijn die het beleggingsmetier onder de knie hebben. Er zijn er zelfs veel, maar die vullen nu eenmaal niet allemaal een Sportpaleis. En dat is maar goed, want dat maakt dat een aantal van die beleggers wat onder de radar kunnen blijven.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Dat geldt voor heel wat **Europese** en **Belgische holdings**.

In een artikel uit 2022 berekende de krant De Tijd dat de **familiale holdings vooral op lange termijn uitblinken**. Het gemiddelde rendement bedroeg vorig decennium zowat 17% per jaar, inclusief de geherinvesteerde dividenden, wat een pak beter is dan de EuroStoxx50 (+10%) of de MSCI World (+12%). Centraal in de verklaring voor dat grote verschil zijn de **langetermijninvesteringshorizon** en het feit dat zij het familiekapitaal vanzelfsprekend **erg voorzichtig** willen beleggen. Voorzichtig, maar mét oog voor rendement.

Geschiedenis

Berkshire Hathaway, gevestigd in Omaha in de Amerikaanse staat Nebraska, vindt zijn oorsprong in **twee textielbedrijven** in Massachusetts: Hathaway Manufacturing Company (opgericht in 1888) en Berkshire Cotton Manufacturing Company (opgericht in 1889). In 1955 fuseren beide tot Berkshire Hathaway, Inc. In datzelfde jaar richt Warren Buffett, 26 jaar, zijn eigen beleggingsfonds op. Daarmee kan hij, tien jaar later, Berkshire Hathaway opkopen.

Pas in **1985** komt er een einde aan de textielactiviteiten van Berkshire Hathaway en vormt Buffett het textielbedrijf om tot een holding en conglomeraat, een verzameling van ondernemingen met sterk verschillende activiteiten.

Van alle markten thuis

Buffett bouwde Berkshire Hathaway op door aandelen te kopen in **ondergewaardeerde bedrijven** en gaf vervolgens een aanzienlijke autonomie aan het management. Van bij de start vormden verzekeringsmaatschappijen een groot deel van de portefeuille.

De overnames waren altijd behoorlijk gediversifieerd, waaronder bijvoorbeeld **Scott Fetzer Company** (1986), eigenaar van het naslagwerk en van de educatieve uitgeverij World Book, **Benjamin Moore** (2000), maker van verf en **Fruit of the Loom** (2002), fabrikant van kledij en ondergoed.

In 2010 zorgde Berkshire voor de, op dat moment, grootste deal ooit: de aankoop van de **Burlington Northern Santa Fe Corporation**, eigenaar van BNSF Railway (vrachttreinen), voor in totaal ongeveer 44 miljard USD.

Andere bezittingen zijn belangen in onder andere **Coca-Cola**, **Apple**, **Bank of America**, **American Express** (betaalbedrijf) en **Kraft Heinz**. Berkshire Hathaway is ook de volledig eigenaar van o.a. **GEICO** (verzekeringen), Duracell en Helzberg Diamonds (juwelen).

De holding valt ook op door de hoge prijs van zijn A-aandelen (ISIN-code: US0846701086) (ongeveer 492.000 USD) en de kleine omvang van het personeel op het hoofdkantoor (ongeveer 25 mensen).

Ontmoeting met Charly Munger

De vriendschap tussen Warren Buffett en Charlie Munger komt er dankzij Dr. Edwin Davis, een bekende dokter in Omaha, waar Buffett en Munger woonden. In 1957 vertelde dokter Davis aan Buffett dat hij hem vertrouwde om geld te beheren omdat Buffett hem deed denken aan iemand die Charlie Munger heette. Buffett antwoordde: "Nou, ik weet niet wie Charlie Munger is, maar ik vind hem leuk."

Twee jaar later bracht Davis beide mannen samen bij een diner. Er was meteen een connectie. Niet alleen door Mungers aanstekelijke lach, maar ook door diens gevoel voor humor. Munger, die al naam had gemaakt als advocaat en vermogensbeheerder, was op zoek naar een nieuwe uitdaging. Hij trad halverwege de jaren zeventig officieel in dienst bij Berkshire Hathaway en werd vicevoorzitter van het bedrijf in 1978, een functie die hij tot op de dag van vandaag bekleedt.

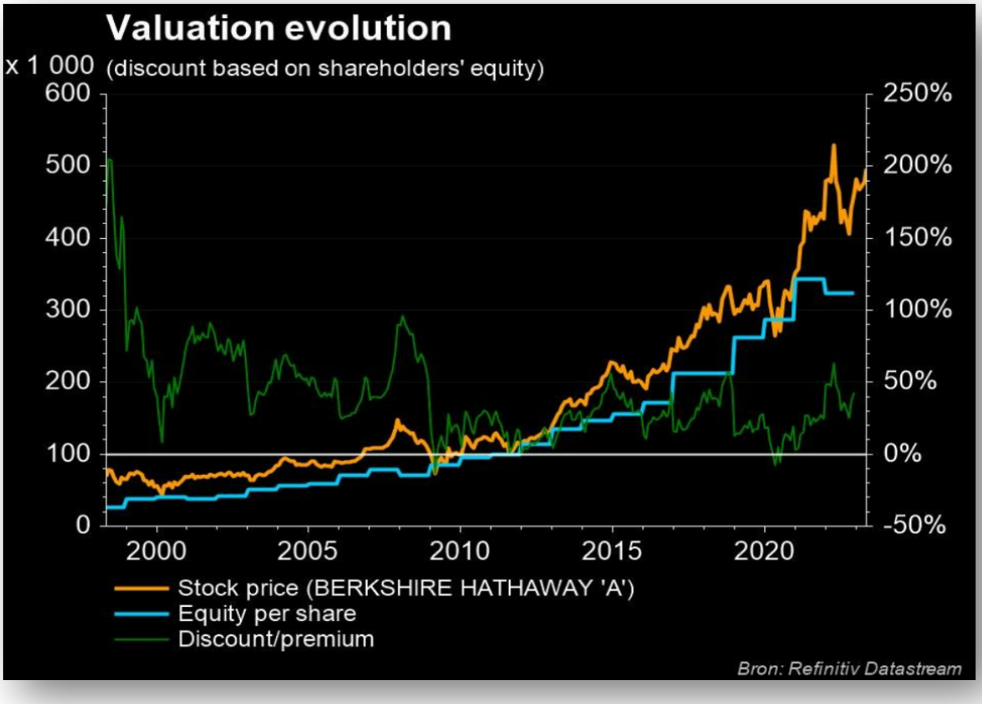
In een CNBC-interview van 30 juni 2021 blikte Buffett terug op zijn decennialange vriendschap met Munger. Hij vertelde hoe hij vanaf het moment dat ze elkaar tijdens het diner ontmoetten, wist dat Munger voor altijd in zijn leven zou zijn. "We zouden samen plezier hebben, we zouden samen geld verdienen, we zouden ideeën van elkaar opdoen en we zouden ons allebei beter gedragen dan wanneer we elkaar niet zouden kennen", zei Buffett. "Charlie en ik denken ongeveer hetzelfde. Maar waar ik een pagina nodig heb om iets uit te leggen, kan Charlie dat in één zin samenvatten."

Beleggingsstrategie

Munger en Buffett zweren bij de **waardebeleggingsfilosofie** van meesterbelegger **Benjamin Graham**: het vinden van ondergewaardeerde bedrijven met een sterk groeipotentieel en erin investeren voor de lange termijn. Buffett zoekt naar bedrijven met een duurzaam concurrentievoordeel, zoals een sterk merk, hoge toetredingsdrempels voor concurrenten of een groot en loyaal klantenbestand en investeert daarin tegen een prijs die een veiligheidsmarge biedt.

Berkshire Hathaway staat eerder sceptisch ten opzichte van investeringen in risicovolle, hoog renderende sectoren zoals technologie. Eerder kijkt de holding naar **traditionele sectoren** zoals detailhandel, verzekeringen en financiën. Door de bedrijven jarenlang of zelfs decennia in portefeuille te houden, profiteert de holding van **de kracht van samengestelde rente** en zo krijgen de bedrijven tijd om te groeien en substantiële rendementen te genereren.

De holding is erg zuinig, vermijdt te veel te betalen voor bedrijven, is geduldig en wacht tot de juiste kansen zich voordoen.



De bovenstaande grafiek (die je voor elke volgende holding zal terugvinden) geeft in het oranje de **koersevolutie** (waarde van het aandeel) weer. De blauwe lijn is **het eigen vermogen** van de holding, zoals berekend volgens de officiële boekhoudnormen op basis van de cijfers van de holding zelf.

Ter info: analisten die holdings volgen, kleven veelal een andere **intrinsieke waarde** op een holding (op basis van de eigen inschatting van de waardering van de verschillende activa). Maar het eigen vermogen is een prima indicator voor de minimumwaarde van het bedrijf. In het groen zie je de evolutie van het verschil (**een korting**, discount, **of een premie**) in procenten, waarmee het aandeel noteert ten opzichte van het eigen vermogen.

Veel holdings noteren **traditiegetrouw met een korting** ten opzichte van de intrinsieke waarde. Maar, wanneer de holding sterk presteert, de beleggers hoge verwachtingen hebben of ze vermoeden dat er meer waarde in de portefeuille zit dan wat de intrinsieke waarde doet vermoeden, kan het zijn dat de holding boven de intrinsieke waarde noteert.

Zo noteerde Berkshire Hathaway begin 2009 bijna 20% onder zijn intrinsieke waarde. Enkel tussen 2020 en 2021 konden beleggers het aandeel ook nog met een korting op de intrinsieke waarde kopen, zo'n 10%. Op dit moment noteert de koers met een **premie van ongeveer 40%** boven de intrinsieke waarde.

Dividenden

Berkshire Hathaway zelf **keert geen dividend uit**. Nochtans is Buffett een grote liefhebber van dividenden. De meeste van zijn investeringen zijn bedrijven die een stevig en vaak stijgend dividend uitkeren. En met ongeveer 50 miljard dollar cash op de rekening zou een dividend bij Berkshire er wel af kunnen.

Maar volgens Buffett moet een bedrijf eerst onderzoeken of het zijn **winsten kan herinvesteren** in zijn huidige business door efficiënter te worden, het territorium uit te breiden, productlijnen uit te breiden en te verbeteren of de economische slotgracht tussen het bedrijf en de concurrentie te vergroten. Zulke slimme bestedingen moeten op termijn veel meer waarde creëren voor de aandeelhouder dan een jaarlijkse dividenduitkering zou doen.

Net daarom houdt Berkshire Hathaway zijn cash liever op zak, zodat het zelf kan herinvesteren, wat voordeliger is voor de aandeelhouder. Het gebeurt wel dat Berkshire zijn cash aan het werk door af en toe **eigen aandelen in te kopen**. Ook dat creëert aandeelhouderswaarde, tenminste wanneer de aankopen gebeuren onder de intrinsieke waarde van het bedrijf.

Wie meer in detail de mening van Buffett over dividenden en het aankopen van eigen aandelen wil kennen, kan zijn **Brief aan aandeelhouders van 2012** erop nalezen, vanaf pagina 19 tem 21.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Tom Simonts over Berkshire Hathaway

Wie Berkshire Hathaway niet kent, moet maar eens Googelen naar de 92-jarige Warren Buffett en de 99-jarige Charlie Munger, die beide meer dan 90% van hun nettowaarde in aandelen hebben zitten. Enkel al omwille van beide heren is Berkshire bijzonder uniek, maar ook de fabelachtige rendementen spreken tot de verbeelding.

Gemiddelde jaarlijkse winst daalt

Het aandeel steeg tussen 1965 en 2021 immers met 3.641.613%, goed voor een **gemiddelde jaarlijkse winst van 20,1%**. Dat cijfer daalde de laatste 10 jaar wel, omdat de groep simpelweg héél erg groot geworden is én omdat er alsmaar meer privé en professioneel geld naar de beurs stroomde. Daardoor is iets héél erg goedkoop aankopen niet altijd evident meer. Niettemin blijft het aandeel de beurs kloppen, wat verklaart waarom het aandeel met een premie ten opzichte van zijn intrinsieke waarde blijft noteren.

Opvolging Buffett en Munger

Dé hamvraag is of **opvolger Greg Abel** in die voetsporen kan treden. Maar net zoals dat met Albert Frère, de patriarch van de Brusselse holding GBL, het geval was, telt de portefeuille meer dan de man zelf. En die portefeuille blijft correct, tot zelfs ietwat conservatief, gewaardeerd.

Ze is ook erg geconcentreerd, want de **vijf grootste belangen** (Apple, Bank of America, Chevron, Coca-Cola en American Express) zijn samen **244 miljard euro waard**. Zowat 15% van de groep bestaat uit cash en schulden zijn er niet.

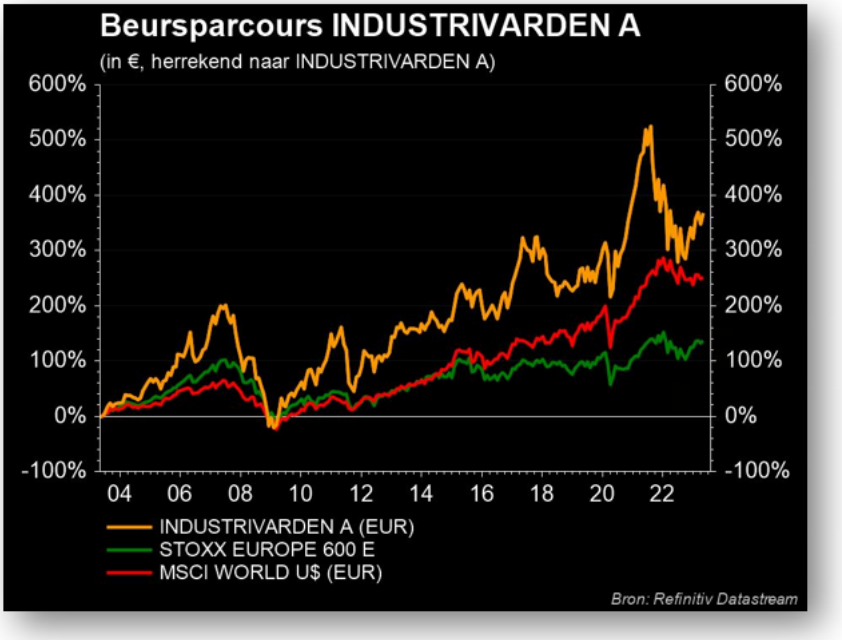
Jarenlang blijven zitten

Veel van die aandelen zitten al decennialang in de portefeuille, want Buffett is beroemd om zijn focus op langetermijninvesteringen. De man houdt posities soms eindeloos lang aan, onder meer omdat ze een **hoge mate van recessiebestendigheid** inhouden, naast een **hoge mate van cashgeneratie.** Favoriete sectoren zijn onder meer verzekeringen, spoorwegen, energie en banken. Wie Berkshire koopt, koopt dus een aandeel in een gediversifieerde korf van bedrijven in betrouwbare sectoren, waarin langzame en gestage groei de rode draad vormt.

Qua waardering valt er niet veel te zeggen over Berkshire. Buffett zelf noemt de boekhoudkundige winst "betekenisloos" omdat schommelingen in de marktwaarde de bedrijfsresultaten kunnen vertekenen. **Centraal staat echter de collectieve boekwaarde van de verschillende participaties**. En die waarde groeit gestaag en meer dan het aandeel. Dat wordt tegenwoordig verhandeld rond 1,7x de boekwaarde tegenover een langetermijngemiddelde van 2,1x. Met **13% gemiddeld opwaarts potentieel,** volgens de analisten die de holding volgen, lijkt dit aandeel geen gigantische opportuniteit op te leveren, maar wie wil er als aandeelhouder nou niet naast Warren Buffett gaan zitten?

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Industrivärden AB (ISIN-code A-aandeel: SE0000190126 of C-aandeel: SE0000107203)



Geschiedenis

De naamloze vennootschap Industrivärden werd geregistreerd op 21 februari 1944 door de Zweedse bank **Handelsbanken**. De naam, die "industriële waarden" betekent, werd gekozen om de grote waarde aan te geven van de industriële bedrijven die er door Handelsbanken werden in ondergebracht.

Handelsbanken had **tijdens de economische crisis** in de jaren twintig en dertig van vorige eeuw verschillende participaties overgenomen. De aandelenportefeuille bestond uit acht ondernemingen die voornamelijk actief waren in de bosbouw, energieopwekking, textiel, staal (**Fagersta**) en telecommunicatie (**Ericsson**).

In 1945 werd de vennootschap naar de beurs van Stockholm gebracht. De aandelen werden verdeeld onder de aandeelhouders van Handelsbanken. In de eerste jaren had het bedrijf slechts één werknemer, de CEO.

In de jaren vijftig versterkte Industrivärden haar eigendomsposities en deed het **nieuwe overnames** in sectoren als bosbouwproducten, gas en staal. Wanneer bosbouwbedrijf **SCA** naar de beurs trekt, wordt het een nieuw portfoliobedrijf van Industrivärden.

Hoewel de vijf grootste holdings het grootste deel van de waarde van de portefeuille uitmaken, wordt de aandelenportefeuille in de jaren 60 gedifferentieerd met **participaties in meer dan 60 bedrijven** en een aantal volledige dochterondernemingen. Zo werden aandelen van Zweeds mijnbouwbedrijf **Boliden**

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

en Zweeds producent van tuinmachines en gereedschappen **Husqvarna** aan de portefeuille toegevoegd. Ook kocht het aandelen van stichter Handelsbanken.

Eind jaren zestig was Industrivärden ook qua personeel gegroeid. Er waren nu zes werknemers aan de slag.

In de jaren 70 wordt de holding een **actievere aandeelhouder**. De wereldeconomie kampt met een oliecrisis, die grondstoffen- en brandstofprijzen deed stijgen. Dat leidde tot hogere Zweedse productiekosten, een zwakker vermogen om internationaal te concurreren en dus een lagere winstgevendheid. Veel ondernemingen waren gedwongen nieuwe aandelen uit te geven om nieuw kapitaal aan te trekken en Industrivärden streefde ernaar telkens volledig deel te nemen aan elke aandelenuitgifte. Er worden ook aandelen gekocht van autofabrikant **Volvo**, mijnbouwgigant **Atlas Copco** en farmaceutisch bedrijf **AstraZeneca**.

Ondanks de crisisjaren in de jaren zeventig kon **Industrivärden de jaarlijks uitgekeerde dividenden blijven verhogen**, een traditie die zij sinds haar oprichting in 1944 onderhield. Dat was mogelijk dankzij de grote, gedifferentieerde aandelenportefeuille, die de risico's verdeelde en dankzij de kasstromen van haar stabiele, winstgevende dochterondernemingen.

Eind jaren 1970 verkocht Industrivärden haar aandelen in Fagersta aan Kinnevik (een holding die later in dit dossier nog aan bod komt), hetgeen het einde betekende van een langdurige deelneming. Die werd vervangen door een deelneming in ingenieurbedrijf **Sandvik**, de zesde grootste deelneming van Industrivärden.

In de jaren 80 beslist Industrivärden de **aandelenportefeuille sterk te concentreren** en het model van actieve eigendom verder te ontwikkelen. In 1989 bestaat de portefeuille nog uit **slechts tien participaties**. Tien jaar later zijn dat er nog zeven. Begin jaren 2000 bestond de beursgenoteerde aandelenportefeuille van Industrivärden uit grote participaties in **zes ondernemingen** (Ericsson, Sandvik, bouwbedrijf Skanska, Handelsbanken, staalbedrijf SSAB en SCA). Daar komt tien jaar later ook Volvo terug bij, terwijl SCA wordt opgesplitst in het hygiëneproductenbedrijf Essity en het bosbouwbedrijf SCA. In 2022 bracht Industrivärden nog **Alleima** (onder meer ontwikkelaar van bouwmaterialen) naar de beurs.

Beleggingsstrategie

Wie belegt in Industrivärden, belegt in een holding die via actief aandeelhouderschap op lange termijn aan de ontwikkeling en waardecreatie van haar portefeuillebedrijven doet. **De focus ligt op een paar beursgenoteerde, Zweedse participaties**.

De holding wil actief deelnemen aan het bestuur van haar participaties, die een stevig marktaandeel bezitten, een stevige kasstroom genereren, een gezonde

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

balans hebben en nog potentieel hebben om verder te ontwikkelen.

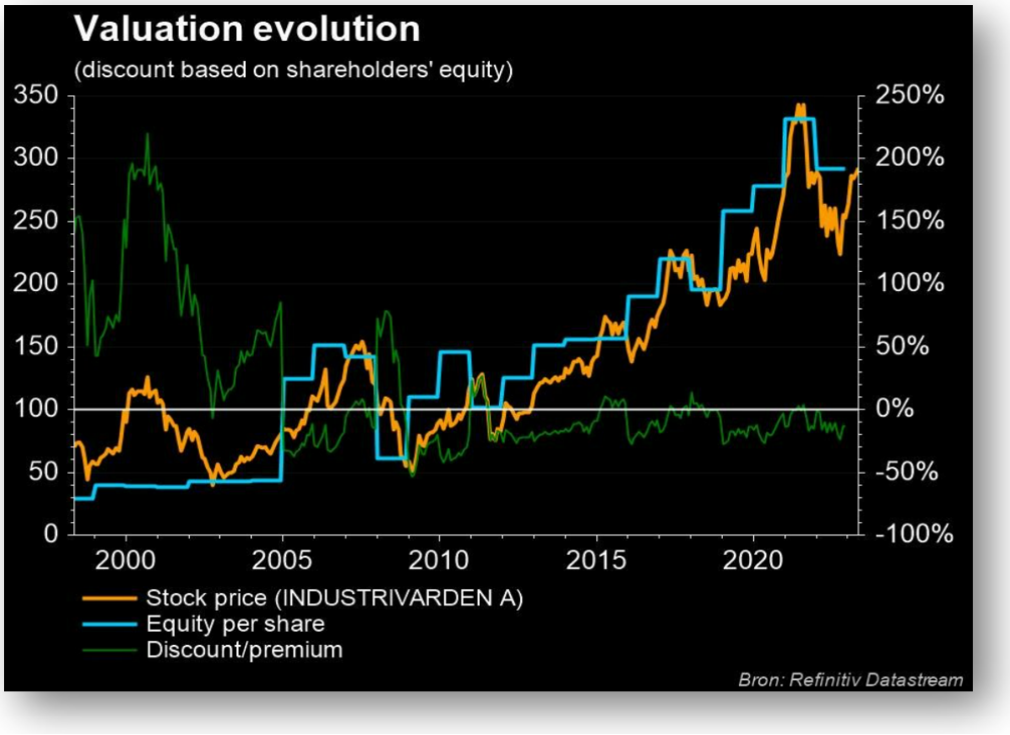
	March 31, 2023					
		Share of ownership, %		Market value		Share of value
Holdings	No. of shares	Capital	Votes	SEK M	SEK/share	%
Volvo A	166,600,000	8.9	27.8	37,152	93	28
Volvo B	14,600,000			3,122		
Sandvik	172,200,000	13.7	13.7	37,850	88	26
Essity A	33,257,000	10.2	29.6	9,960	49	15
Essity B	38,400,000			11,382		
Handelsbanken A	221,200,000	11.2	11.4	19,873	46	14
SCA A	33,785,290	10.5	29.4	4,662	23	7
SCA B	39,800,000			5,431		
Ericsson A	86,052,615	2.6	15.1	5,705	13	4
Ericsson B	1,000,000			61		
Skanska A	12,667,500	7.7	24.5	2,008	12	4
Skanska B	19,500,000			3,092		
Alleima	50,300,000	20.0	20.0	2,576	6	2
Other				507	1	0
Equities portfolio				**143,381**	**332**	**100**
Net debt				**-5,076**	**-12**	
Net asset value				**138,305**	**320**	
Debt-equities ratio				**4%**		

Dividenden

Industrivärden probeerde de laatste jaren het dividend telkens te verhogen. Enkel in 2021 werd Industrivärden probeerde de laatste jaren het dividend telkens te verhogen. Enkel in 2021 werd een lager dividend uitgekeerd. een lager dividend uitgekeerd.

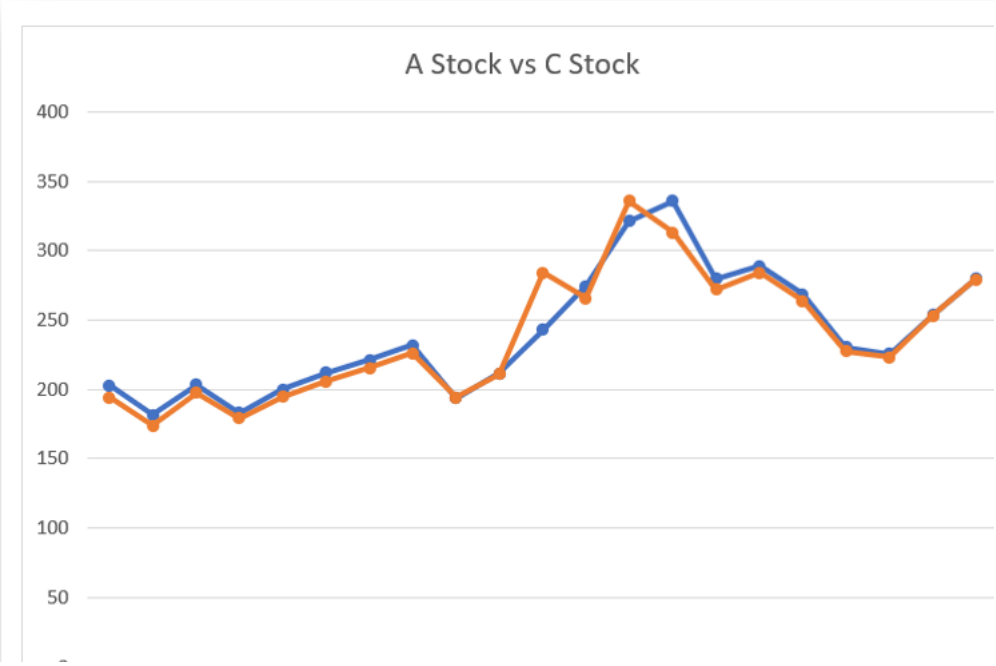
Dividends	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	5,25 SEK	5,5 SEK	5,75 SEK	6,25 SEK	2 SEK	6,75 SEK	7,25 SEK
Yield	**2,30%**	**2,77%**	**2,60%**	**1,84%**	**2,43%**	**2,49%**	**2,50%**

© 2023 - Alle rechten voorbehouden



A- en C-aandelen

Industrivärden heeft twee soorten aandelen. De klasse A- en C-aandelen zijn beide genoteerd op de Stockholm Stock Exchange. Wie een **A-aandeel** koopt, heeft **1 stem** op de algemene vergadering. Je moet al **10 C-aandelen** aanschaffen om **1 stem** te hebben. 60,3% van het kapitaal bestaat uit A-aandelen, goed voor 93,8% van de stemmen. Voor het overige is er weinig verschil tussen beide, de koersen durven af en toe van elkaar af te wijken:



© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Tom Simonts over Industrivärden

Industrivärden geeft beleggers toegang tot een **handvol geselecteerde Scandinavische industriële bedrijven**. De portefeuille omvat grote belangen in de beursgenoteerde bedrijven Volvo Trucks, Sandvik, Essity, Handelsbanken en in mindere mate Ericsson, Skanska, Svenska Cellulosa.

Nauwelijks schulden

Aan private equity heeft de groep een broertje dood en veel schuldhefboom staat er evenmin op de balans. Daar is geenszins iets mis mee, omdat schulden zeker in een scenario van economische uitdagende tijden en stijgende rentes eerder een zorg dan een zekerheid kunnen zijn. In dat kader was het management duidelijk voorziend: de schuldgraad schurkt momenteel tegen het laagste niveau ooit aan.

Actief beheer

Ook **met de diversificatie van de portefeuille is er niets mis**, zelfs integendeel: het belang in Essity is eerder contracyclisch, net zoals de belangen in telecommateriaal, terwijl er via Volvo, het moederbedrijf van Volvo Trucks, een optie genomen wordt op economische groei.

Industrivärdens management beheert die portefeuille actief, door **occasioneel de bestaande belangen uit te breiden of af te bouwen**. Zo werd recent nog de posities in SCA en Sandvik opgedreven. Een actief beheerd vehikel, dus. In 2021 werd het hele 4,3%-belang in staalgroep SSAB via de aandelenbeurs verkocht voor 242,7 miljoen dollar.

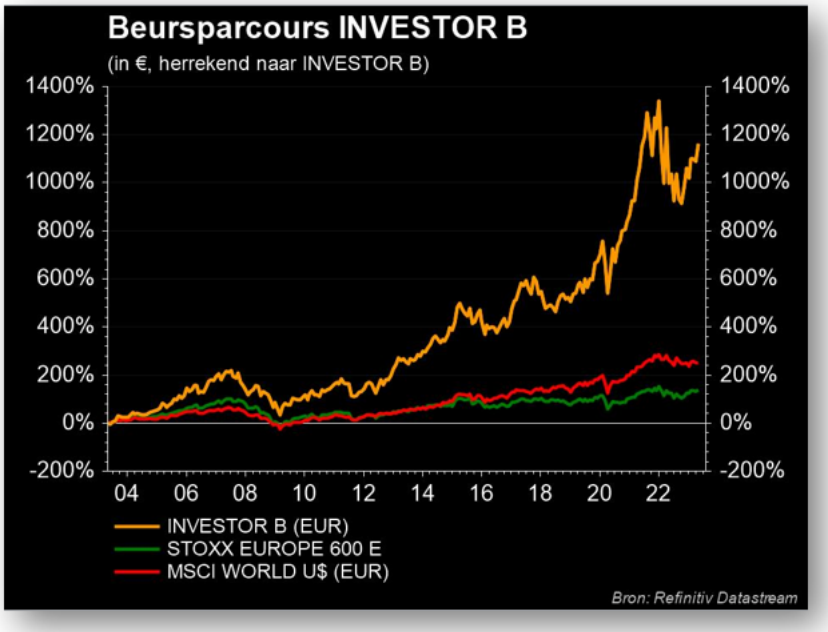
Lage korting

Een beperkt nadeel is dat het aandeel noteert aan een relatief beperkte korting ten opzichte van de door analisten geschatte intrinsieke waarde. **Die korting schommelt ergens rond de 10%**, min of meer in lijn met het vijfjaargemiddelde van 11%. Daartegenover staan niet meteen duidelijke aanwijzingen dat er plots grote meevallers kunnen geboekt worden. **Geen van de bedrijven in de portefeuille lijken immers op één of andere overnamelijst te staan**. Al kan er wel nog (meer) interesse komen in Volvo. Geely Holding verkocht in maart zijn 6,3% belang van Daimler Truck Holding voor 1,5 miljard euro en kan daarmee mogelijk het huidige 8,2% aandelenbelang in Volvo opdrijven. Industrivärden is vandaag de grootste aandeelhouder met 27,8% van de stemmen.

Op basis van het cyclische karakter, het gebrek aan kortetermijntriggers en de stabiele, maar goed beheerde, portefeuille, noteert het aandeel vandaag niet aan een niveau dat we als "erg koopwaardig" kunnen bestempelen. Tot dat besluit komen ook de analisten, die een **gemiddeld koersdoel opgeven van 297 Zweedse kroon, wat amper 3,7% opwaarts potentieel oplevert**.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Investor AB (ISIN-code A-aandeel: SE0015811955 en ISIN-code B-aandeel: SE0015811963)



Geschiedenis

Investor AB is een in 1916 opgerichte Zweedse investeringsmaatschappij. Ze staat **onder controle van de familie Wallenberg**, een reus in de Europese bedrijfswereld. In 2015 had de familie 1/3de van hele Zweedse beurs in handen en volgens de Britse krant Financial Times bedroeg haar totale vermogen 250 miljard euro.

Investor AB investeert in verschillende industrieën en sectoren, **voornamelijk in Europa en Noord-Amerika**. Naast de beursgenoteerde multinationals (divisie 1) controleert Investor ook **Patricia Industries** (divisie 2) en is het de grootste aandeelhouder van **EQT Partners** (divisie 3). EQT Partners, ook beursgenoteerd en opgericht in 1994, is de derde grootste private-equity-investeerder ter wereld en werd ook in het leven geroepen door de Wallenbergs.

Beleggingsstrategie

Het uiteindelijke doel van Investor AB is het genereren van een aantrekkelijk aandeelhoudersrendement. De holding legt zichzelf **als doel een jaarlijks rendement van 8 à 9%** op. Van 2000 tot 2020 steeg de intrinsieke waarde per aandeel met gemiddeld 10% per jaar, terwijl de MSCI World Index over dezelfde periode gemiddeld met 4,5% per jaar steeg.

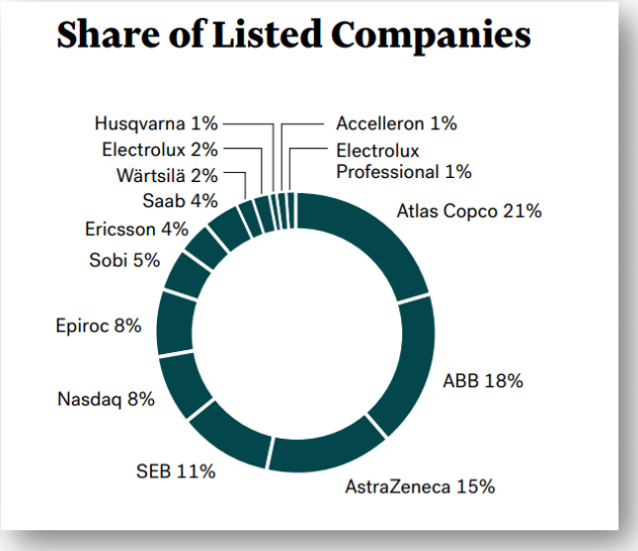
De prioriteiten zijn:
1) de **aangroei van de intrinsieke waarde**, door het investeren in en ontwikkelen van kwaliteitsbedrijven;

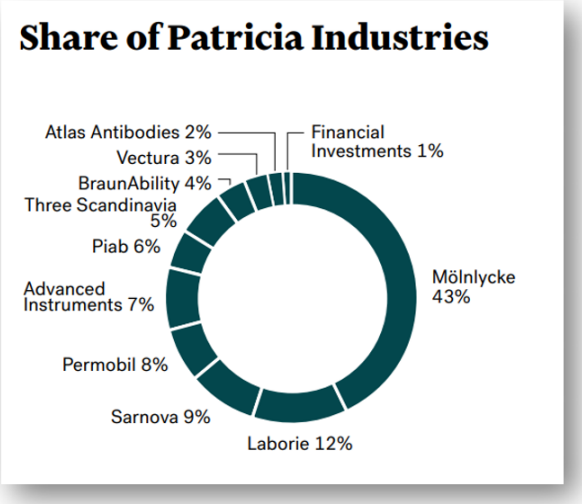
© 2023 - Alle rechten voorbehouden

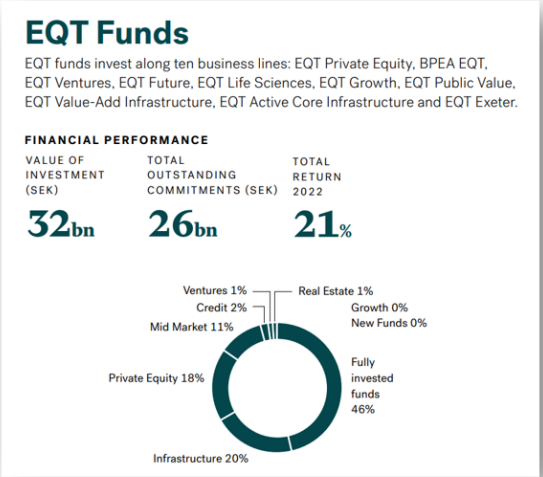
2) het **betalen van een rustig stijgend dividend** aan de aandeelhouders, dankzij de cashflow die voortvloeit uit de drie divisies;

3) het **behalen van enkele welbepaalde ESG-doelen** (duurzame doelen met focus op milieu, mens en maatschappij en behoorlijk bestuur), die noodzakelijk zijn om op langetermijnwaarde te creëren.

De beursgenoteerde bedrijven van Investor AB zijn **marktleiders in**, naar eigen zeggen, **aantrekkelijke sectoren**. Door aanzienlijke minderheidsbelangen en actief aandeelhouderschap, creëert Investor AB duurzame waarde op lange termijn. Hieronder vind je een overzicht van de bedrijven in portefeuille eind 2022:





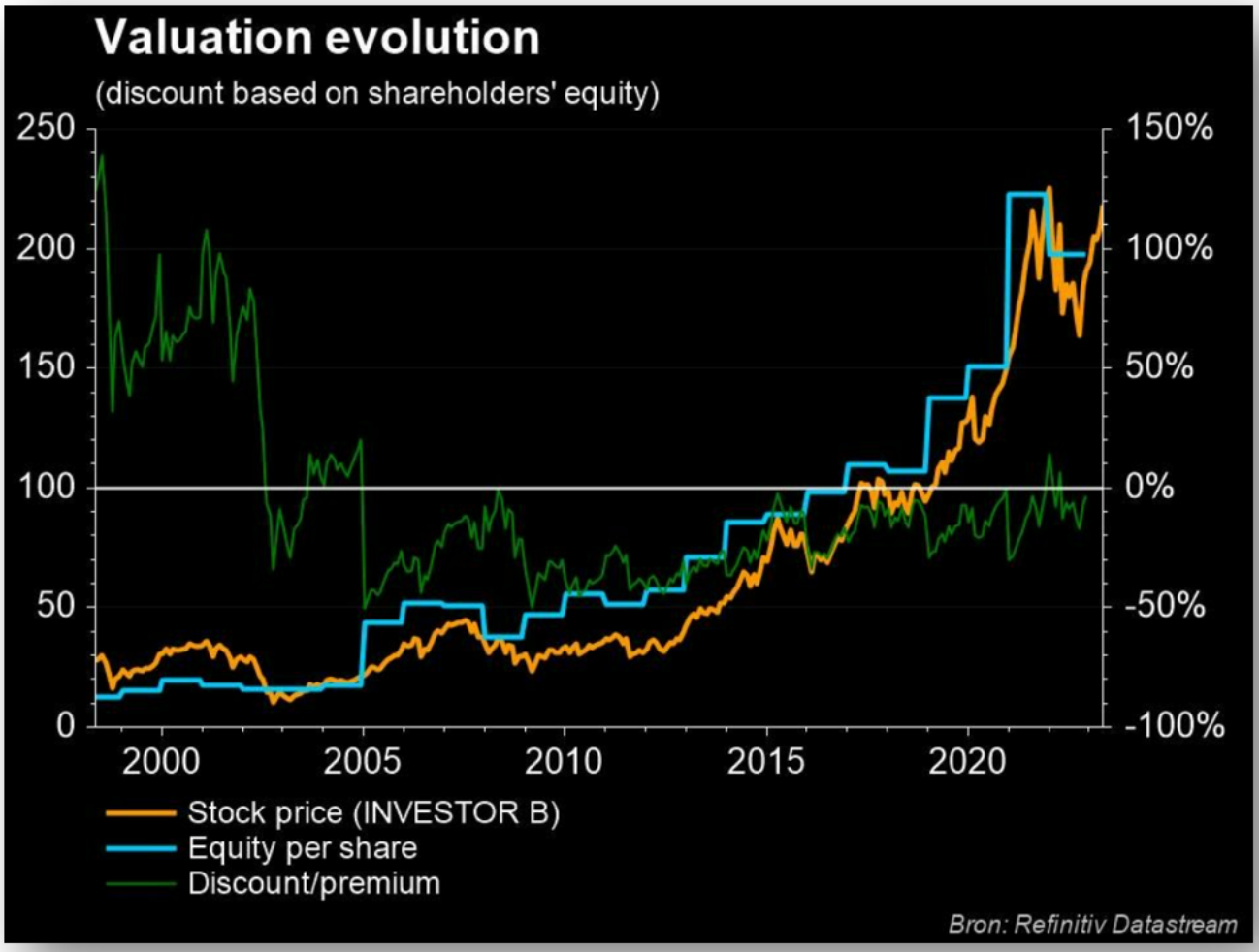


© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Dividenden

Investor betaalt jaarlijks een interim (in mei) en een slotdividend (in november). Het probeert jaarlijks een rustig stijgend dividend te betalen. Door de COVID-19-uitbraak werd er in november 2020 geen dividend uitgekeerd.

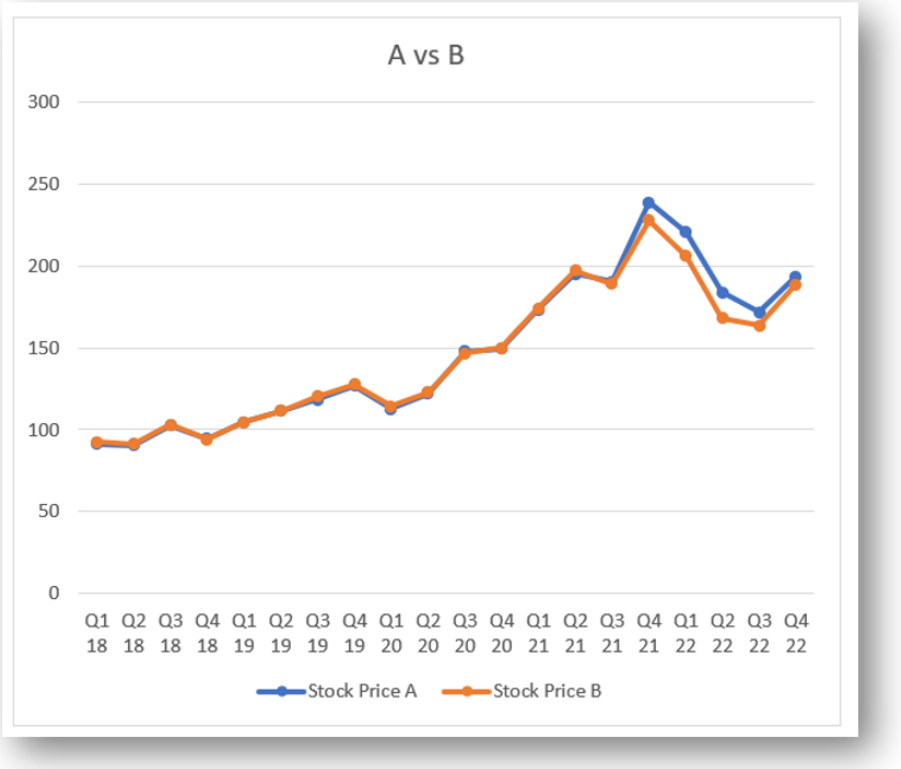
Dividends	2018 mei	2018 nov	2019 mei	2019 nov	2020 jun	2020 nov	2021 mei	2021 nov	2022 mei	2022 nov	2023 mei	2023 nov
	8 SEK	4 SEK	9 SEK	4 SEK	9 SEK	/	10 SEK	1 SEK	3 SEK	1 SEK	3,3 SEK	1,1 SEK
Yield	**2,03**	**3,05%**	**2,93**	**2,57%**	**1,75**	**/**	**2,60%**	**1,68%**	**2,19%**	**2,25%**	**2,15%**	**2,20%**



© 2023 - Alle rechten voorbehouden

A- en B-aandelen

Net als bij Industrivärden ligt het verschil tussen beide types aandelen in het stemrecht. Bij de A-aandelen (voor 54% in het bezit van de familie Wallenberg) is 1 aandeel goed voor 1 stem. Je moet al 10 B-aandelen bezitten om aan 1 stem te komen. Die laatste zijn wel iets meer liquide. Anno 2023 noteren ze ook met een (erg) kleine korting, ongeveer 1,5 SEK ten opzichte van de A-aandelen.



Tom Simonts over Investor AB

De wortels van Investor AB gaan heel ver terug, zelfs tot en met 2 juni 1919. Maar net zoals de Belgische holding Sofina is dit geen oude vrijster geworden, net omdat de groep gecontroleerd wordt door de gewiekste **Wallenberg-familie**. Die denkt op lange termijn als eigenaars die controle vereisten over de investeringen en die niet of nauwelijks afwijken van een opmerkelijke discipline om kapitaal in te zetten.

Eén aspect daarvan is dat het management dus een behoorlijk eigen belang heeft in de groep. **Er wordt met andere woorden voor de eigen centen gewerkt.** En alleen daarvoor al zou je als belegger het aandeel het voordeel van de twijfel moeten geven.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Mini-Berkshire Hathaway

Investor presteert al tijdenlang **beter dan de Zweedse aandelenindex**, om nog maar te zwijgen over andere indexen. Sinds de eerste notering met een beurskoers van 19 Zweedse kroon steeg het A-aandeel op 31 december 2015 naar 312,60 kroon. Inclusief de herinvesteringen van uitbetaalde dividenden zou de waarde per aandeel echter 10 492,10 kroon zijn, wat overeenkomt met een **gemiddeld jaarlijks totaalrendement van 11,9%**. De groep krijgt niet voor niets de naam "mini-Berkshire Hathaway" opgekleefd.

Een fabelachtig rendement, waar niet eens speciale trucjes voor nodig zijn. De groep is immers niets meer en niets minder dan een actief beheerd beleggingsfonds met zo'n **22 belangrijke participaties** die zich voornamelijk in de **Scandinavische regio** bevinden. Het neemt posities in beursgenoteerde effecten en neemt kleinere niet-beursgenoteerde ondernemingen over, beide met een hele lange investeringshorizon. De **kostprijs**, zowel in nominale als relatieve termen, **is héél erg laag** en kan met gemak het vergelijk van een doordeweekse ETF-doorstaan.

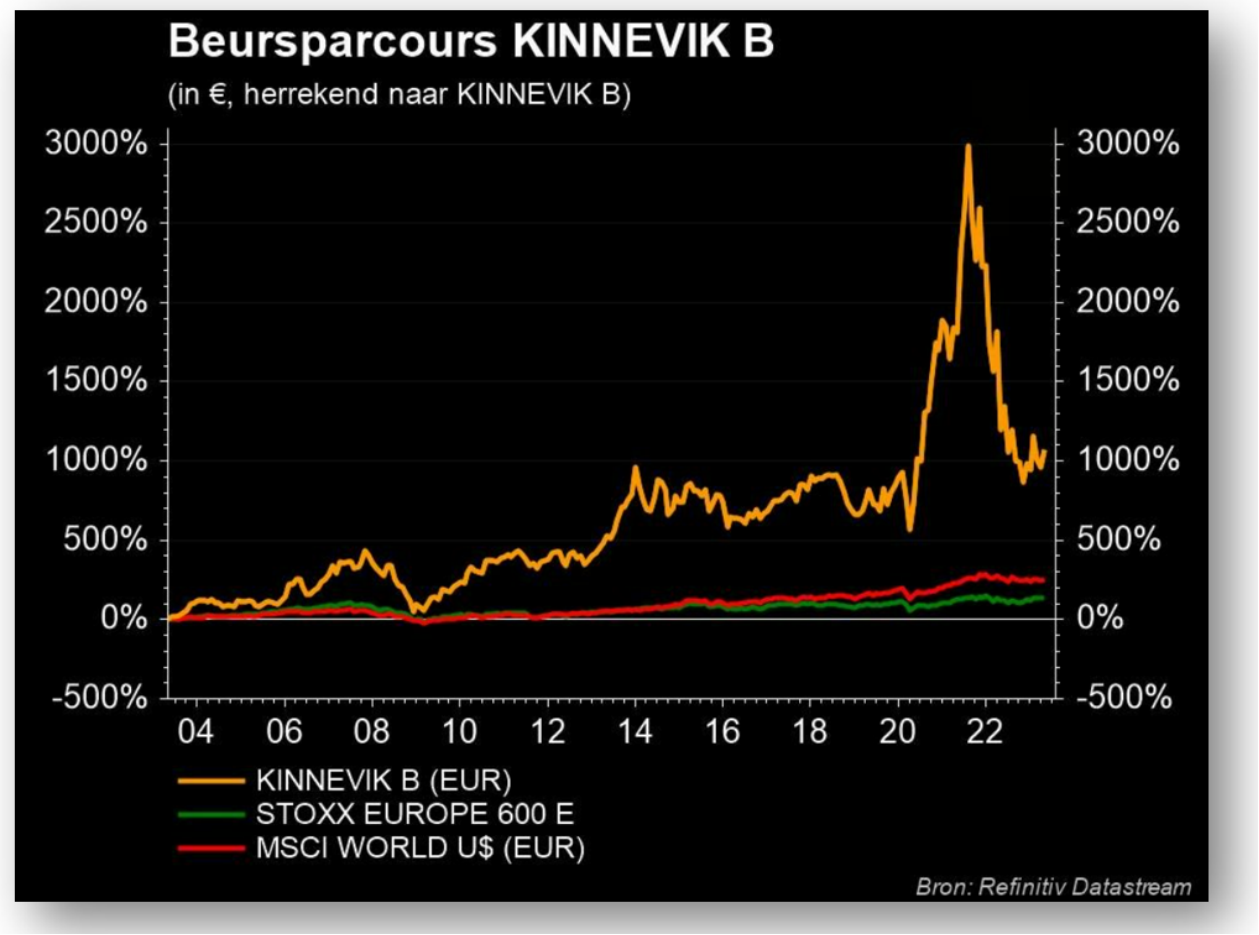
Korting lager dan gemiddeld

Dat alles maakt dat het aandeel niet noteert aan een forse discount. Vandaag bedraagt die korting immers zo'n 12% à 14%, wat iets minder is dan het vijfjaargemiddelde van 17%. Daartegenover staat dat de groep als dusdanig **in erg goede gezondheid** is, wat een hoge en voorspelbare mate van dividenden (in de groep en naar aandeelhouders toe) oplevert.

Ook de onderliggende waardering lijkt niet erg agressief te zijn, omdat vooral de cyclische bedrijven al een tijdje eerder tegenwind dan meewind ondervinden. Kwaliteit kost geld. Dat is bij Investor niet anders. Op basis van het gemiddelde koersdoel van analisten van ongeveer 234 kroon per aandeel, **ligt er 'amper' 6% koerswinst te rapen.** Maar beleggers die van mening zijn dat de Scandinavische regio een blijvend mooie groei zal produceren en dat het management zijn neus voor deals nog altijd niet verloren is, **zullen het aandeel maar al te graag oppikken op zwakke dagen**.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Kinnevik AB/B (ISIN-code A-aandeel: SE0015810239 en ISIN-code B-aandeel: SE0015810247)



Geschiedenis

De wortels van Kinnevik liggen in het Zweden van de 20ste eeuw en in **investeringen** in de **ijzer-, papier- en houtindustrie**. De holding werd opgericht in 1936 en focuste zich aanvankelijk op Zweedse bedrijven. In 1954 trok het naar de beurs van Stockholm. Enkele jaren later werd de holding de controlerende aandeelhouder van Sandvik AB.

Latere vooruitziende investeringen in telecom, media en nieuwe technologie hebben de basis gelegd voor de **bloeiende Zweedse technologiescène** van vandaag. De holding is nu een belangrijke speler op de wereldwijde digitale consumentenmarkt, werkt samen met, naar eigen zeggen, getalenteerde ondernemers en maakt gebruik van disruptieve technologie om toonaangevende duurzame bedrijven voor de lange termijn op te bouwen.

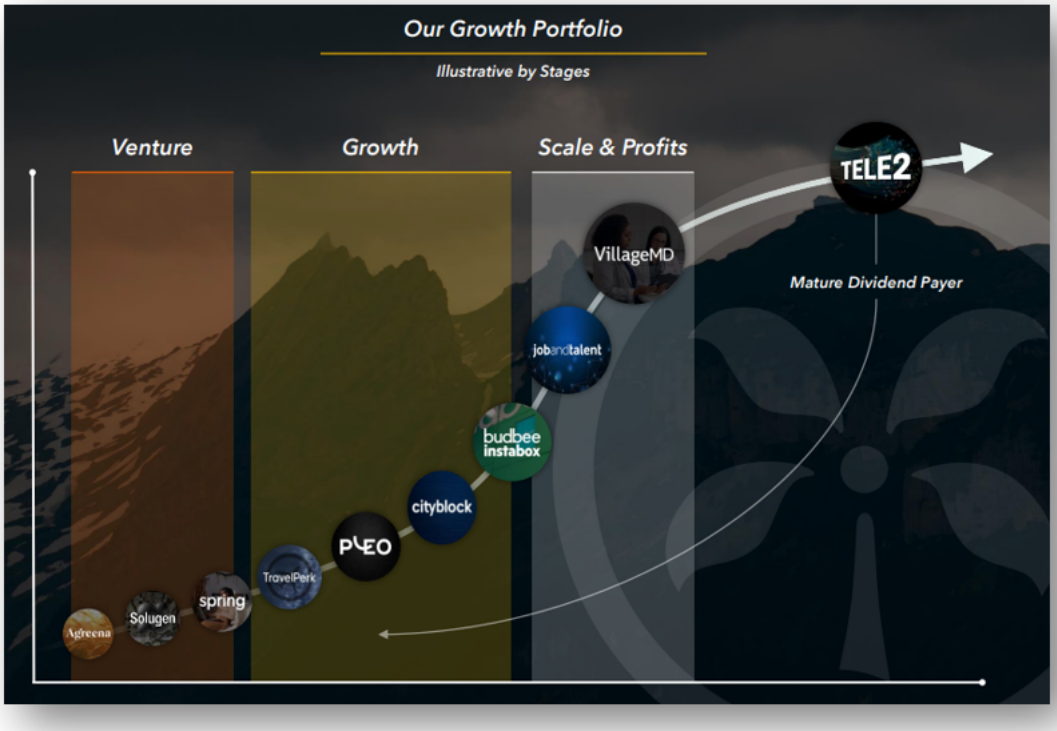
© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Beleggingsstrategie

Het is Kinneviks **ambitie om de grootste groei-investeerder van Europa te worden.** Het investeert daarbij vooral in Europese en Amerikaanse bedrijven van gepassioneerde oprichters die duurzame, op transformatiegerichte en succesvolle digitale bedrijven opbouwen die het leven van mensen beter maken. De focus ligt op **gezondheidzorg**, **financiële- en consumentendiensten en klimaatverandering**.

Via een welomschreven proces (EIC) beoordeelt Kinnevik potentiële investeringen. Eerst bekijkt Kinnevik de markt, waarna een klein aantal bedrijven wordt geselecteerd op basis van investeringscriteria. De meest veelbelovende bedrijven gaan naar de volgende fase waarin de **kwaliteit van het team** en de **passie en de waarden van de oprichters** worden bekeken. In deze fase zit een **financiële** en **juridische doorlichting** en kijkt Kinnevik of het bedrijf voldoet aan **duurzaamheidscriteria**. De Raad van Bestuur van Kinnevik houdt toezicht op het EIC-proces en voert een jaarlijkse evaluatie van de portefeuille uit.

Kinnevik verschuift systematisch kapitaal van bedrijven die niet langer tot de doelgroep behoren naar nieuwe durf- en groeibedrijven. Zo bezit de holding bedrijven uit alle fases van de groeicurve, gaande van **venture- en groeibedrijven**, die niet toegankelijk zijn op de openbare markten, **tot meer mature beursgenoteerde bedrijven**, die stabiliteit geven aan de portefeuille.



© 2023 - Alle rechten voorbehouden

FAIR VALUE OF FINANCIAL ASSETS (SEKM)

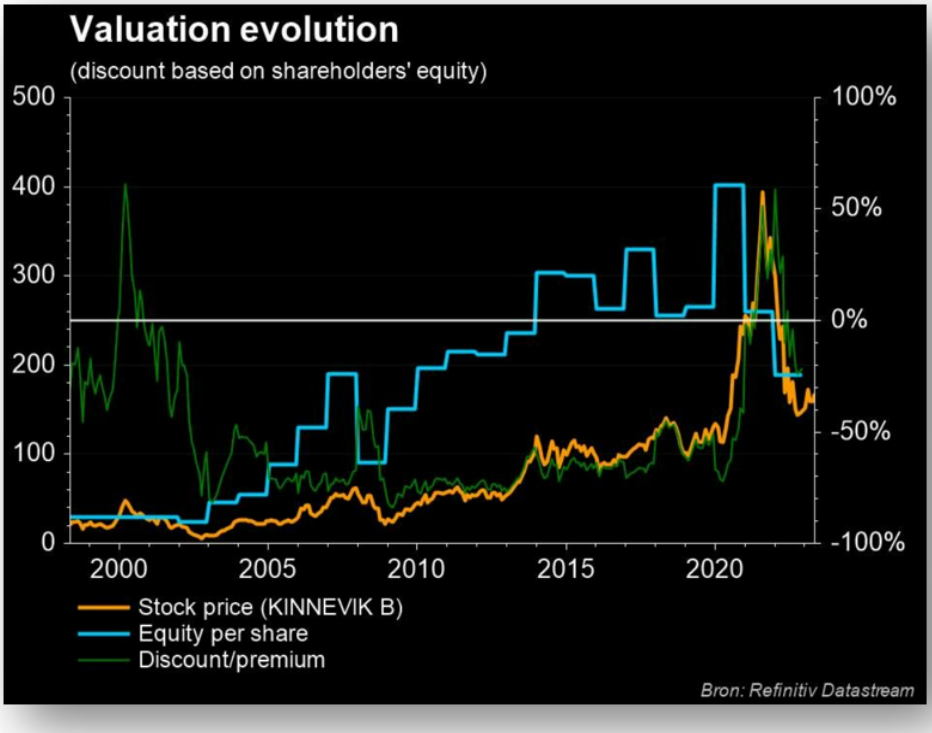
	Class A shares	Class B shares	Capital/ Votes %	31 Mar 2023	31 Mar 2022	31 Dec 2022
Babylon	4 617 340	-	18.6/18.6	240	1 992	324
Global Fashion Group	79 093 454	-	35.4/35.4	859	1 403	1 005
Recursion	7 653 061	-	4.0/4.0	529	-	614
Teladoc	-	-	-	-	2 474	907
Tele2	20 733 965	116 879 154	19.9/36.3	14 188	26 735	11 752
Total Listed Holdings				**15 817**	**32 604**	**14 603**
Betterment			13/13	1 431	1 395	1 438
Cedar			8/8	1 690	2 284	1 662
Cityblock			8/8	3 098	3 364	2 787
HungryPanda			11/11	452	511	442
Instabee			13/13	1 484	1 309	1 736
Jobandtalent			5/5	1 138	1 047	1 123
Lunar			6/6	289	800	268
Mathem			31/31	252	699	379
Mews			5/5	451	-	445
Monese			21/21	583	519	832
Oda			27/27	772	1 499	940
Omio			7/7	733	417	736
Omnipresent			6/6	385	368	376

	Class A shares	Class AB shares	Capital/ Votes %	31 Mar 2023	31 Mar 2022	31 Dec 2022
Parsley Health			15/15	342	214	167
Pleo			14/14	3 309	5 333	3 352
Quit Genius			15/15	389	280	391
Spring Health			7/7	1 792	932	1 042
Sure			9/9	518	466	521
Transcarent			3/3	622	559	625
TravelPerk			15/15	1 965	1 717	1 964
VillageMD			2/2	5 112	4 273	4 606
Vivino			11/11	526	525	587
Early Bets & New Themes				2 583	1 733	2 351
Emerging Markets & Other				-	606	-
Total Unlisted Holdings				**29 916**	**30 850**	**28 770**
Other Contractual Rights				4	140	12
Total				**45 737**	**63 595**	**43 385**

Dividenden

Tot 2020 was Kinnevik een regelmatige dividendbetaler. Maar sinds dan **blijft de cash binnen de holding**. Kinnevik wil wel degelijk aandeelhouders mee laten profiteren van gecreëerde waarde. Zo investeerde het vroegtijdig (in 2010) in webwinkel **Zalando**, waarna Kinnevik in 2021, toen de webwinkel al op de beurs noteerde, haar aandelen in Zalando onder haar aandeelhouders verdeelde.

Dividends	2017	2018	2019 mei	2019 nov	2020	2021	2022	2023
	8 SEK	8,25 SEK	4,25 SEK	4 SEK	8,27 SEK	/	/	/
Yield	**3,12%**	**2,55%**	**4,52%**	**3,04%**	**1,99%**	**/**	**/**	**/**



© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Tom Simonts over Kinnevik

Kinnevik keerde in het eerste kwartaal van 2023 terug naar groei, al bleef die relatief bescheiden. Maar wel opnieuw groei na enkele moeilijke kwartalen en dat is al dat. Die groei kwam in 2023 trouwens bijna integraal van Zweedse telecomoperator **Tele2**, dat tekent voor **25% van de portefeuillewaarde**.

In lijn met historische korting

De **private growth-portefeuille** tekent daarnaast voor **54% van de totale waarde**. Dat is enerzijds een positief element omdat zo'n activa altijd occasionele meerwaarde kan opleveren. Maar anderzijds is de waardering van die niet-beursgenoteerde portefeuille onzeker in het huidige macro-economische klimaat.

Tel daarbovenop dat de discount niet grotesk overdreven is. De intrinsieke waarde per aandeel op het einde van het eerste kwartaal bedroeg 198 Zweedse kroon, wat impliceert dat het aandeel momenteel in lijn met de historische discount verhandeld wordt. **Aan deals zal dat echter niet liggen**, want recent werd onder meer de verkoop aangekondigd van het belang in het Amerikaanse gezondheidsbedrijf **Teladoc**, terwijl er investeringen gedaan werden in onder meer Spring Health (mentale gezondheid) en **Agreena** (reductie van CO2 in landbouwsector).

2023 = investeringsjaar

De ambities voor 2023 blijven alvast ongewijzigd, want het wil zo'n **5 miljard Zweedse kroon** investeren in zowel **nieuwe investeringen** als **opvolginvesteringen** in de bestaande portefeuille. Maar de meerderheid zou bestaan uit opvolginvesteringen in bedrijven waarbij Kinnevik ofwel de aanzet geeft tot een deal ofwel er vrijwillig eigenaar van het bedrijf wordt.

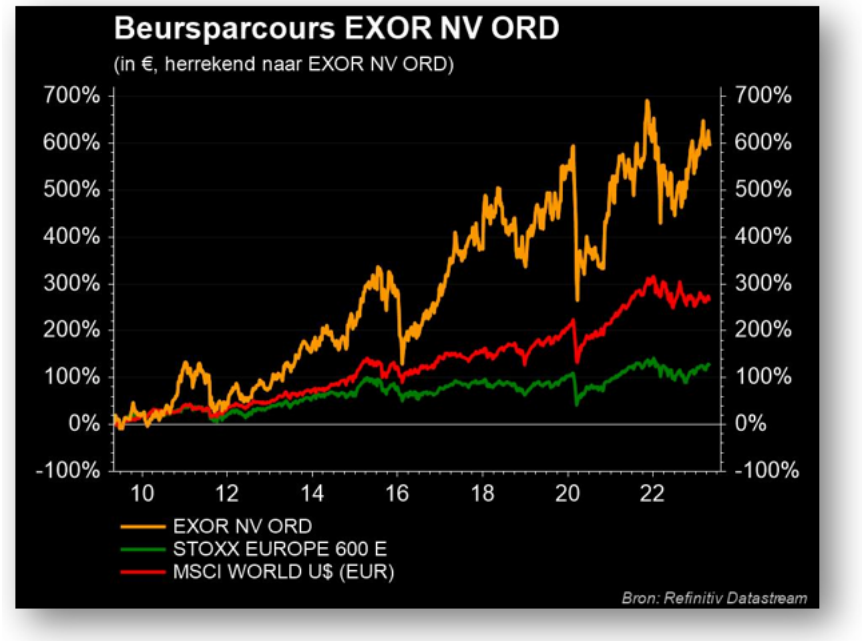
Samengevat lijken er vandaag weinig elementen te bestaan die beleggers kunnen overtuigen om het aandeel op korte termijn te moeten oppikken. Dat is alvast ook de mening van de analisten die het aandeel opvolgen, want het gemiddelde koersdoel laat vandaag zo'n **4% opwaarts potentieel.** Er zijn duidelijk betere alternatieven vandaag.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Exor (ISIN-code: NL0012059018)

"Above all we must always look to the future, foresee the future of new inventions, be unafraid of the new, and delete from our vocabulary the word 'impossible'".

Senatore Giovanni Agnelli in 1899



Geschiedenis

De oorsprong van Exor gaat terug tot het einde van de 19e eeuw, toen Giovanni Agnelli de **Fabbrica Italiana Automobili Torino** of beter gekend FIAT oprichtte. In 1923 nam hij de voetbalclub Juventus over, die enkele jaren eerder in Turijn was opgericht.

In 1927 richtte Giovanni Agnelli het **Istituto Finanziario Industriale** of IFI op, een holding waarin zijn belangen in Fiat en andere sectoren zoals levensmiddelen, consumptiegoederen, financiële diensten, luchtvaartmaatschappijen, industriële ondernemingen en vastgoed werden samengebracht.

Industriële ontwikkeling en overnames gingen hand in hand in de jaren die volgden. In 1969 luidde een overeenkomst met de autocoureur **Enzo Ferrari** het begin in van een partnerschap tussen beide families, waardoor het beroemde "Steigerende Paard" een van de meest bewonderde merken ter wereld werd.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

In de jaren negentig werden meer wereldberoemde namen aan de portefeuille toegevoegd, waaronder **Club** Méditerranée en het iconische **Rockefeller** Center in New York City. Ook nam IFINT (de internationale investeringen van IFI) het Franse Exor Group over. Exor bezat onder meer het vastgoed **Chateaux Margaux** en drankenproducent **Perrier**. Bij de overname door IFI werd Perrier aan Nestlé verkocht.

Het nieuwe millennium begon met een zakelijke crisis bij Fiat. De familie Agnelli herschikte de bedrijfsleiding en stelde nieuw kapitaal ter beschikking, wat de weg vrijmaakte voor de ommekeer van het bedrijf en een **fusie met Chrysler** om Fiat Chrysler Automobiles (FCA) te creëren.

Tegelijkertijd werd de structuur van de groep vereenvoudigd: Exor, nu als enige holding voor alle ondernemingen van de groep, voltooide de **overname van PartnerRe** (een van de grootste herverzekeringsondernemingen ter wereld en door Exor opnieuw verkocht in 2022) en verwierf een **aanzienlijk belang in mediabedrijf The Economist**.

Begin 2021 werd Exor de grootste aandeelhouder van **Stellantis**, na de 50:50-fusie van FCA met Peugeot SA (PSA, zie Peugeot Invest lager). Exor bezit een kleine 14% van Stellantis.

In 2022, na de aankoop van een belang van 45% in **Lifenet**, een Italiaans bedrijf dat actief is in het beheer van ziekenhuizen en poliklinieken, verwierf Exor 10% van **Institut Mérieux,** de privé-holding van de familie Mérieux in de wereldwijde gezondheidszorg.

Beleggingsstrategie

Exor zoekt naar opportuniteiten die aansluiten bij sectoren en thema's waarin de holding zelf geïnteresseerd is, zijnde **gezondheidszorg**, **luxegoederen** en **technologie** (waaronder de autosector valt). Er zijn enkele duidelijke investeringscriteria. Zo investeert Exor, volgens haar website, alleen in wat het begrijpt en beslist het op basis van waarde en niet alleen op basis van prijs. De holding gaat op zoek naar bedrijven die groot kunnen worden. Daarvoor moeten ze:

- Presteren volgens de hoogste normen;
- Streven naar vernieuwing en verandering;
- Zich onderscheiden in wat zij doen;
- Verantwoordelijk handelen.

Exor wil op de lange termijn **beter doen dan de MSCI World Index**. Van september 2016 tot september 2021 steeg die index met 69%. De intrinsieke waarde van Exor steeg over die periode met ongeveer 165%.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

NET ASSET VALUE (NAV)

€ million	Asset Type	31/12/2022	31/12/2021	Change	
				Amount	%
Companies		**24,262**	34,336	(10,074)	(29.3%
Ferrari	L	8,896	10,109	(1,213)	(12.0%
Stellantis	L	5,961	7,499	(1,538)	(20.5%
CNH Industrial	L	5,491	5,481	10	0.2%
Juventus	L	510	556	(46)	(8.3%
Iveco	L	408	819	(411)	(50.2%
PartnerRe[a]	P	—	8,109	(8,109)	(100.0%
Other companies[b]	P	2,996	1,763	1,233	69.9%
Investments		**1,782**	826	956	115.7%
Funds[c]	L/P	1,185	337	848	251.6%
Ventures[d]	P	597	489	108	22.1%
Others		**6,443**	985	5,458	554.1%
Reinsurance vehicles	P	622	—	622	n.a
Other assets[e]	P	240	115	125	108.7%
Financial investments[f]	P	138	37	101	273.0%
Liquidity[g]		5,349	738	4,611	624.8%
Treasury stock[h]		94	95	(1)	(1.1%
Gross Asset Value (GAV)		**32,487**	36,147	(3,660)	(10.1%
Gross Debt		**(4,234)**	(4,307)	73	(1.7%
Bonds and bank debt		(3,625)	(4,219)	594	(14.1%
Financial liabilities[i]		(609)	(88)	(521)	592.0%
Other liabilities[j]		**(20)**	(771)	751	(97.4%
Net Asset Value (NAV)		**28,233**	31,069	(2,836)	(9.1%
NAV per Share in Euro[k]		**122.34**	132.41	(10.07)	(7.6%

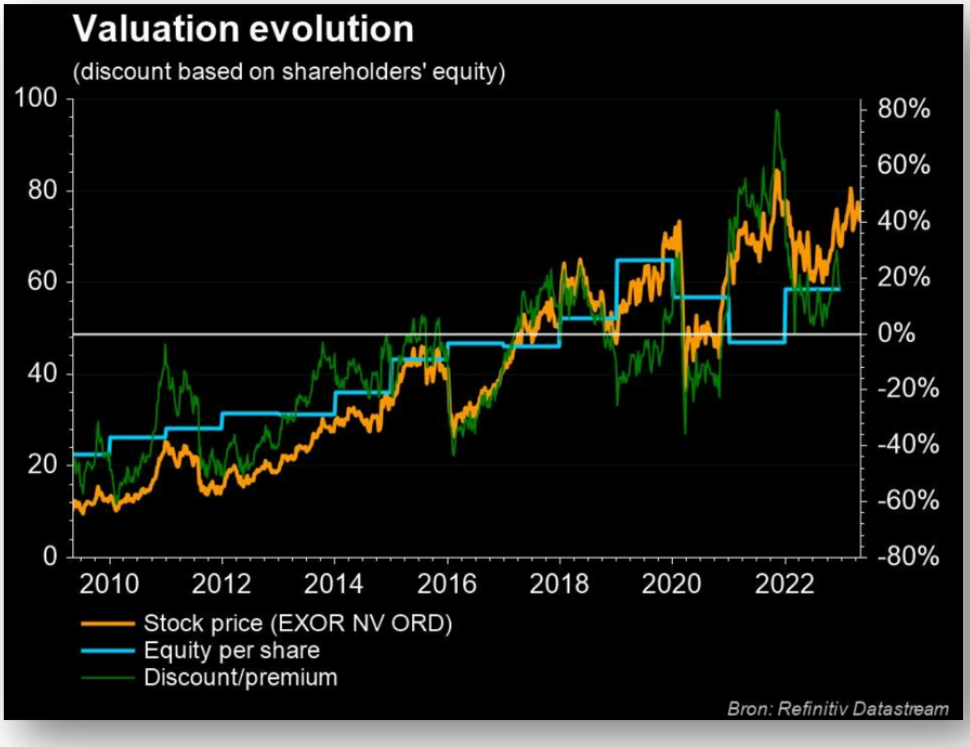
Exor's 2022 Annual Report includes comments on the performance and valuation drivers of companies (botl listed and private) and investments.

L= Listed Company; P= Private Company.

Dividenden

De dividenden blijven de laatste jaren op z'n minst gelijk of groeien jaarlijks.

Dividends	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	€ 0,06	€ 0,07	€ 0,07	€ 0,07	€ 0,09	€ 0,10	€ 0,11	€ 0,13
Yield	**1,73%**	**1,19%**	**1,16%**	**1,14%**	**1,57%**	**1,29%**	**1,32%**	**1,79%**



© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Tom Simonts over Exor

De portefeuille van Exor is grotendeels overwogen in cyclisch gevoelige activiteiten, waarbij de **automobielsector tekent voor het grootste sectorgewicht**. Zeker in tijden waarin vraagtekens worden gesteld bij de sterkte van de onderliggende economie, met name in Europa, zijn dat risico's die beleggers niet zomaar willen lopen. Die onzekerheid vertaalt zich in een geschatte korting ("discount") van zowat 35% ten opzichte van de potentiële huidige waarde van de hele portefeuille. Dat cijfer wordt net zoals bij KBC Securities berekend door de beurskoersen van de beursgenoteerde participaties te vervangen door koersdoelen.

Hoge korting

De cyclisch gevoelige portefeuille is de facto minder cyclisch dan het lijkt. Het gewicht van het belang in **Ferrari** bedraagt ongeveer **25% van de volledige intrinsieke waarde.** Maar diens blootstelling aan vermogende particulieren in combinatie met een record orderboek maakt een topjaar 2023 mogelijk, waarbij de marges na een eerder pover 2022 opnieuw het niveau van de andere luxemerken moeten kunnen bereiken.

Zelfs het belang in de meer prijsgevoelige bedrijven **Stellantis** en **CNH** (producent van industriële technologieën voor de bouw en landbouw) verdisconteert via een neerwaartse druk op de beurskoersen al heel wat van die risico's. Ferrari, Stellantis en CNH, die samen meer dan driekwart van de intrinsieke waarde van uitmaken, krijgen van de analisten trouwens koersdoelen mee die boven de huidige koersen liggen.

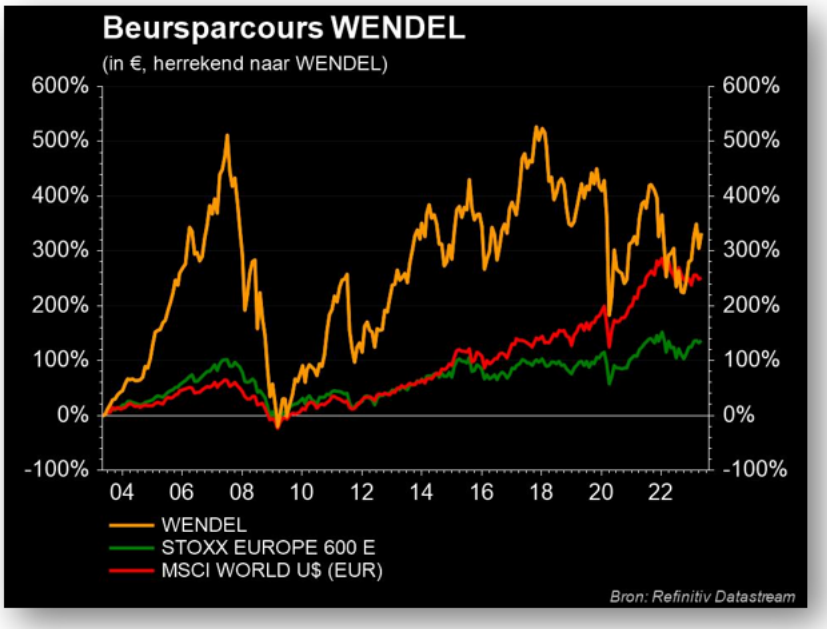
Verkoop van PartnerRe

Tot slot dient ook de huidige korting bekeken te worden in het licht van de verkoop van PartnerRe, die midden 2022 werd afgerond. De deal leidde tot een **kasinstroom van zo'n 7,7 miljard euro**, waarvan reeds 2,2 miljard euro herbelegd werd (grotendeels in Institut Mérieux, een wereldwijde holding in de gezondheidszorg) en fondsen. De groep heeft nog 795 miljoen euro cash op reserve.

Alles bij elkaar lijken beleggers op dit moment niet veel liefde te hebben voor een bedrijf dat sterk gefocust is op een beperkt aantal sectoren en daar al jarenlang hoge ogen mee gooit. Het gemiddelde koersdoel van de analisten bedraagt zowat **32% aan opwaarts potentieel,** waarmee ook zij aangeven dat **het sentiment overdreven negatief** is. Samen met de groei die verwacht wordt voor de "Grote Drie" vertaalt zich dat voor langetermijnbeleggers in een erg **interessant instapmoment.**

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

Wendel (ISIN-code: FR0000121204)



Geschiedenis

De geschiedenis van Wendel begint, volgens de eigen website, in 1704 wanneer ene Jean-Martin de Wendel de **smederijen van Hayange** (in Frankrijk net onder Luxemburg) kocht. Van 1704 tot 1870 profiteren de smederijen van de grote uitvindingen die de ontwikkeling van de ijzer- en staalproductie versnellen: het smelten van ijzer met cokes, het algemene gebruik van hoogovens en walserijen en de ontwikkeling van de spoorwegen.

Met de invoering van het "Thomas-proces" dat de productie van staal uit Lotharingse ertsen mogelijk maakte, behoorden de familiebedrijven - Les Petits-Fils de François de Wendel & Cie (opgericht in 1871) en Wendel & Cie (opgericht in 1880) - tot de **belangrijkste staalproducenten van Europa**.

In de 20e eeuw, **hard getroffen door twee wereldoorlogen** die de Lotharingse productiefaciliteiten verwoestten, herstelde de Wendel-groep zich en begon opnieuw te groeien. In 1975 produceerde het 72% van het ruwe staal in Frankrijk.

In 1974 leidde de plotselinge **stijging van de olieprijzen** tot een algemene economische crisis. De Franse staalindustrie werd geconfronteerd met een ernstige inzinking. Vaste staalprijzen en investeringen in modernisering wurgden de industrie financieel. Op dat moment besloot de regering de Franse staalindustrie te nationaliseren, waardoor Wendel gedwongen werd te reorganiseren.

Alle niet-staalactiva werden samengevoegd in een nieuwe entiteit: Compagnie Générale d'Industrie et de Participations (CGIP). In 1977 kreeg de industriële

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

groep een nieuwe impuls en **begon te diversifiëren** naar nieuwe technologie- en dienstensectoren, zoals **IT-diensten, kwaliteitscontrole en gezondheidszorg**. In 2002 fuseerden Marine-Wendel en CGIP tot Wendel Investissement, dat in 2007 omgedoopt werd tot Wendel.

Sinds 1977 investeerde Wendel in een groot aantal succesvolle industriële ondernemingen, waaronder **Bureau Veritas** (wereldleider in testen, inspectie en certificering), Saint-Gobain, Capgemini, CarnaudMetalbox (Crown Holdings Inc.), BioMérieux, Reynolds, Stallergenes, Wheelabrator Allevard, Valeo, Afflelou, Editis, Deutsch Group, Legrand en Allied Universal.

Beleggingsstrategie

Op 16 maart 2023 kwam Wendel met nieuwe strategische doelstellingen. Zo wil het, onder meer, een actief portefeuillebeheer en investeringsbeleid implementeren met de intentie om **binnen twee jaar ongeveer 2 miljard euro in aandelen te investeren in West-Europa en Noord-Amerika** en tegelijkertijd de financiële flexibiliteit van Wendel te optimaliseren.

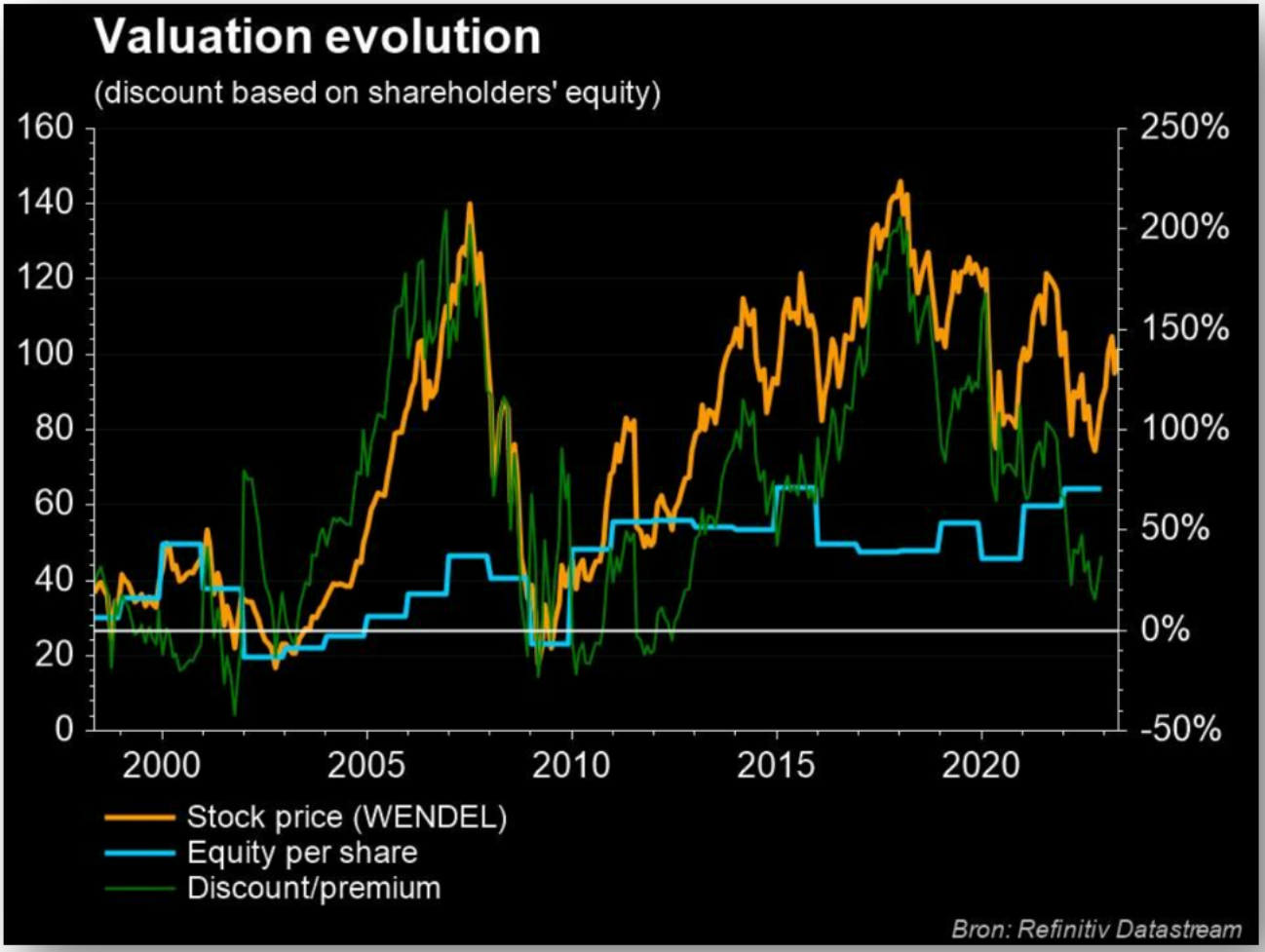
Er zal ook geïnvesteerd worden **in niet-beursgenoteerde bedrijven**, waarbij Wendel prioriteit geeft aan meerderheidsbelangen. Wendel zal zich actiever inzetten bij het managementteam van Bureau Veritas om de waardecreatie er te versnellen.

Dividend

Wendel streeft naar een gemiddeld dividend van ongeveer 2% van de intrinsieke waarde, dat minimaal stabiel zou moeten blijven. Verder legt Wendel zichzelf als doel een gemiddeld dubbelcijferig aandeelhoudersrendement op.

Dividends	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	€ 2,15	€ 2,35	€ 2,65	€ 2,80	€ 2,80	€ 2,90	€ 3,00	€ 3,20
Yield	**2,14%**	**1,74%**	**2,16%**	**2,37%**	**3,17%**	**2,56%**	**3,78%**	**3,21%**

© 2023 - Alle rechten voorbehouden



Tom Simonts over Wendel

Wie kijkt naar het Franse Wendel, kan er niet om heen dat het een **geconcentreerde portfolio** heeft met belangen in enkele grote en middelgrote ondernemingen. Het belang in Bureau Veritas alleen al is goed voor iets meer dan de helft van de portefeuille en de **drie grootste investeringen tekenen voor 80% van de portefeuille**. En al die belangen zijn dan ook nog eens beursgenoteerd, wat behoorlijk wat fluctuaties kan opleveren in de koers én de onderliggende waarde van het aandeel.

Nieuwe CEO

Anders dan wat we gewoon zijn familiebedrijven, is de historiek van de groep eerder turbulent dan feeëriek te noemen. Dat blijkt ook het feit dat Laurent Mignon op 2 december 2022 als CEO aan het hoofd van de groep kwam te staan. De man moet een **nieuwe en meer ambitieuze ontwikkelingsstrategie brengen**, met een duidelijke focus op groeigerichte investeringen en activarotatie.

Zonder te oordelen over 's mans kunde, is verandering en vernieuwing meer wel dan niet een vorm van een moeilijk te berekenen risico, ook al kan het relatief **snel leiden tot desinvesteringen en anders opkuisoperaties in de portefeuille**. Hoewel

© 2023 - Alle rechten voorbehouden

dat op korte termijn verborgen waarde kan ontsluiten, zal elke activiteit in die zin leiden tot de vraag waar de groep vanaf hier naar toe gaat. Dat gezegd zijnde, zou een meer actieve "buy-and-build"-strategie welgekomen zijn.

Hoge korting

De intrinsieke waarde klokte eind maart 2023 af op 172,5 euro, terwijl de beurskoers schommelt rond 100 euro. Ook hier is de korting dus erg groot, al viel ze terug van 48% per einde 2022 naar 42% per eind maart 2023. Die hoge korting kan verklaard worden door het **concentratierisico**. Net zoals dat bij het oude GBL het geval was, verdient dit aandeel ook een forse korting **omdat de portefeuille door beleggers gemakkelijk rechtstreeks gerepliceerd kan worden op de beurs**. De schuldgraad is daarnaast ook beperkt tot zowaar 6%, waardoor beleggers geen zicht hebben op hefboomeffecten bij desinvesteringen of iets in die aard.

Veel van de gemaakte bedenkingen zitten via de hoge discount al verweven in de waardering. Maar de nieuwe CEO en de vooralsnog onbekende richting waarin de groep evolueert, maken dat het opwaarts potentieel om tot aan het **gemiddelde koersdoel van 124 euro** te komen niet hoog genoeg is. Er zijn betere, veiligere en voorspelbaardere alternatieven.

Disclaimer

Deze publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero) wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is niet bedoeld als een specifiek en persoonlijk beleggingsadvies, een aanbieding of een uitnodiging tot een aanbieding, om de hierin vermelde financiële producten te kopen of te verkopen, noch onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied.

De dienstverlening die Bolero verschaft, is niet op beleggingsadvies gebaseerd. Bolero is het orderuitvoeringsplatform van KBC Bank N.V. waarmee transacties in 'niet-complexe' financiële producten (in de zin van MiFID II) doorgaan op basis van 'loutere uitvoering' ("execution only"). Bolero voert geen 'passendheidstoetsing' uit bij transacties in niet-complexe financiële producten. De belegger die van deze dienstverlening gebruik maakt, beschikt dus niet over de bescherming van de toepasselijke gedragsregels. Transacties in 'complexe' financiële producten (in de zin van MiFID II) kunnen pas uitgevoerd worden na een succesvolle passendheidstoetsing. Transacties via Bolero gebeuren altijd op initiatief van de belegger.

Bij het uitvoeren en/of doorgeven van transacties van beleggers houdt Bolero geen rekening met de daarmee verband houdende fiscale, juridische of boekhoudkundige aspecten van deze transacties, verstrekt zij geen advies met betrekking tot dergelijke aspecten en kan zij daarvoor derhalve niet aansprakelijk worden gesteld.

Beleggen in financiële producten houdt risico's in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Deze publicatie kan bijdrages bevatten van KBC Securities NV (https://research.kbcsecurities.com/portal/portal.html#!/disclosures), KBC Asset Management NV (https://www.kbc.be/particulieren/nl/juridische-info/documentatie-beleggen.html#aandelen) en KBC Economics (https://www.kbc.com/nl/economics.html). Voor de externe bronnen raadpleegt Bolero verschillende nieuwssites. De bijdragen worden geselecteerd op basis van recente, concrete gebeurtenissen en publicaties. De redactie wordt verzorgd door Tom Simonts, Steven Vandenbroeke (KBC Economics) en door Johan Elsocht, Jens Meersman, Ellen Van Tongelen en Philippe Delfosse (marketing team Bolero, KBC Bank NV). KBC Bank staat onder toezicht van de FSMA.

© 2023 - Alle rechten voorbehouden