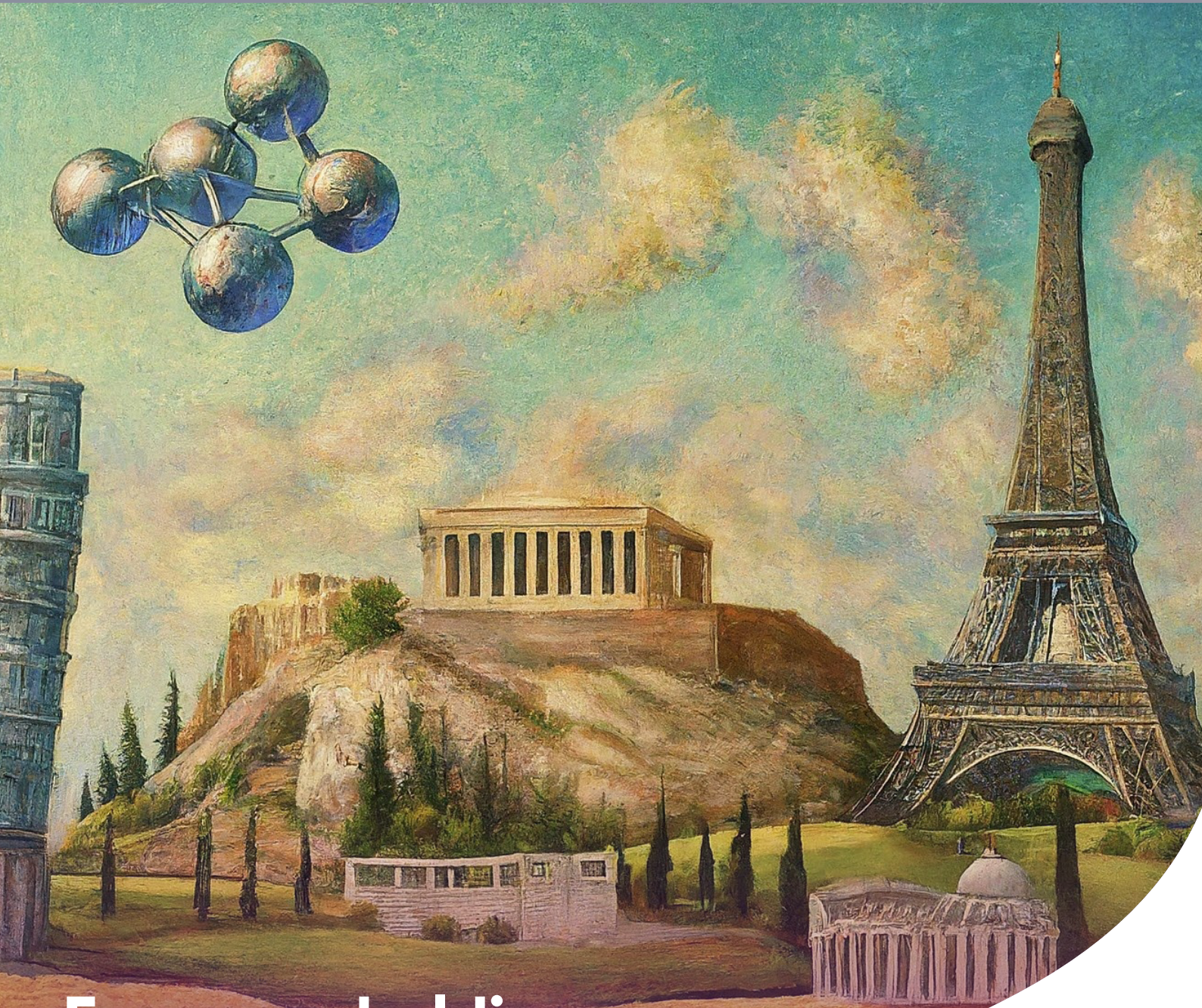




Europese holdings

Wonderwerken uit het oude continent

Deel I

22 oktober 2024

Door Tom Simonts, financieel-econoom bij KBC, Sharad Kumar, KBC
Securities-analist, samengebracht door Jo Elsocht, content manager bij
Bolero.

Bolero
Powered by KBC



In een 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)

-maatschappij zonder eigen werkzaamheden die een groot aantal aandelen bezit

Eu·ro·pa (o)

-een van de werelddelen

Het Van Dale-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 volgens sommigen 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 **Hal Trust** 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.

inhoudstafel

Mening van het analistenheir	4
Berkshire Hathaway	5
Geschiedenis	
Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Berkshire Hathaway	
Industrivärden AB	11
Geschiedenis	
Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Industrivärden	
Investor AB	16
Geschiedenis	
Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Investor	
Kinnevik	20
Geschiedenis	
Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Kinnevik	
Exor	24
Geschiedenis	
Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Sharad Kumar over Exor	

Mening van het analistenheir

De Europese holdings worden, op **Compagnie De l'Odé** na, aardig opgevolgd door analisten. **Prosus** telt zelfs 20 cijferaar 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.

Company	Country	Last price	Target price	% potential	Market cap (in million)	Currency
Peugeot Invest SA	France	74,0	135,0	82,4%	1.844	EUR
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	9,0	12,6	41,1%	1.650	EUR
Italmobiliare SpA	Italy	28,3	38,5	36,0%	1.203	EUR
Kinnevik AB	Sweden	79,5	106,7	34,3%	21.988	SEK
Eurazeo SE	France	73,1	93,7	28,1%	5.561	EUR
Wendel SE	France	92,0	116,9	27,1%	4.085	EUR
HAL Trust	Netherlands	117,0	145,0	23,9%	10.572	EUR
Exor NV	Netherlands	96,9	117,9	21,7%	21.399	EUR
Prosus NV	Netherlands	39,8	45,1	13,4%	99.006	EUR
Berkshire Hathaway Inc	United States of America	691.500,0	722.000,0	4,4%	992.428	USD
Investor AB	Sweden	311,9	324,2	3,9%	953.646	SEK
Industrivarden AB	Sweden	368,0	380,0	3,3%	158.313	SEK
Compagnie De l'odé SE	France	1.544,0			10.167	EUR

(source: Refinitiv Eikon)

Een aantal holdings die worden besproken zijn **familiale holdings**: zij worden gecontroleerd door een familie, die met eigen kapitaal en dus voor eigen rekening investeert.

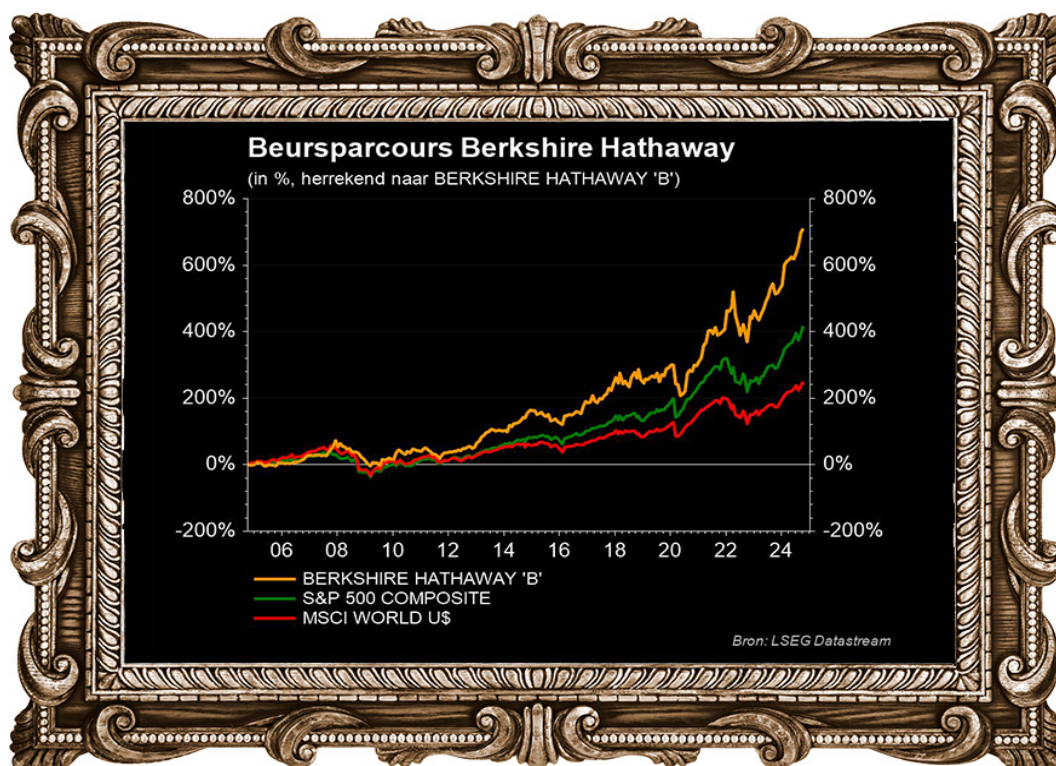
In een artikel uit 2022 berekende de krant De Tijd dat de familiale holdings vooral op lange termijn uitblinken. Het gemiddelde rendement bedroeg vorig decennium zowat **17% per jaar**, inclusief de geherinvesteerde dividenden, wat een pak beter is dan de EuroStoxx50 (+10%) of de MSCI World (+12%).

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.

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 4 mei 2024 woonden naar schatting 42 000 'gelovigen' de jaarlijkse algemene vergadering van Berkshire Hathaway, het "Woodstock voor kapitalisten" bij. Naast de cijfers keken de aanwezigen uit naar de parels van adviezen, die er gesprokkeld konden worden op de traditionele marathonsessie, waarin Voorzitter en topman **Warren Buffett**, voor het eerst zonder zijn overleden maatje **Charlie Munger**, en **Greg Abel** een hele rist vragen beantwoorden.

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 (vrachtreinen), voor in totaal ongeveer 44 miljard dollar.

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 700 000 dollar) en de kleine omvang van het personeel op het hoofdkantoor (ongeveer 25 mensen).

Ontmoeting met Charlie 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 net voor zijn overlijden bekleedde.

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."

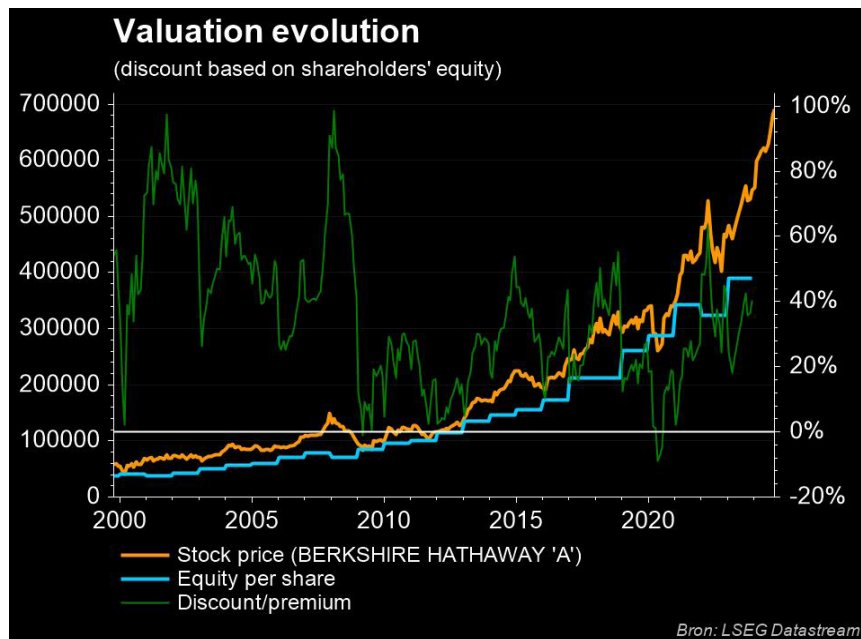
Charlie stierf op 28 november 2023 op een zucht van zijn 100ste verjaardag.

Beleggingsstrategie

Buffett zweert 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 aan een prijs die een veiligheidsmarge biedt.

Berkshire Hathaway staat eerder sceptisch ten opzichte van investeringen in risicovolle, hoogrenderende 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, het beursklimaat van dien aard is dat er makkelijk participaties te gelde kunnen worden gemaakt, 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 277 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 zet door **af en toe eigen aandelen in te kopen**. Ook dat creëert aandeelhouderswaarde als 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.

Tom Simonts over Berkshire Hathaway

Enkel en alleen al omwille van de ondertussen 94-jarige Warren Buffett en wijlen Charlie Munger 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 met een premie ten opzichte van zijn intrinsieke waarde blijft noteren.

Opvolging Buffett

Dé hamvraag is of opvolger **Greg Abel** in die illustere voetsporen kan treden. Maar net zoals dat met Albert Frère, de patriarch van de Brusselse holding GBL, het geval was, telt de portefeuille méér 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 **200 miljard dollar waard**, goed 72% van de totale portefeuille. De 10 grootste investeringen maken zelfs 90% van het totaal uit.

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.

...maar recent vooral verkopen

Dat neemt niet weg dat Berkshire al sinds oktober 2022 zijn grootste investeringen aan het afbouwen is. Het verkooptempo werd in 2024 zelfs nog wat opgevoerd, onder meer door de halvering van het belang in Apple (meer dan 389 miljoen aandelen) in het tweede kwartaal. Daarnaast werden de posities in **Bank of America**, de Chinese EV-fabrikant **BYD** en oliegi-gigant **Chevron** aanzienlijk verkleind, terwijl er amper nieuwe aankopen werden gedaan.

Het tweede kwartaal was al het zevende opeenvolgende kwartaal waarin Buffett en zijn team meer effecten hebben verkocht dan gekocht, met een nettoverkoop van aandelen van 131,63 miljard dollar sinds 1 oktober 2022. De kaspositie bedraagt daardoor zo'n 277 miljard dollar, goed voor zowat 25% van de hele groep en het hoogste peil in minstens 24 jaar.

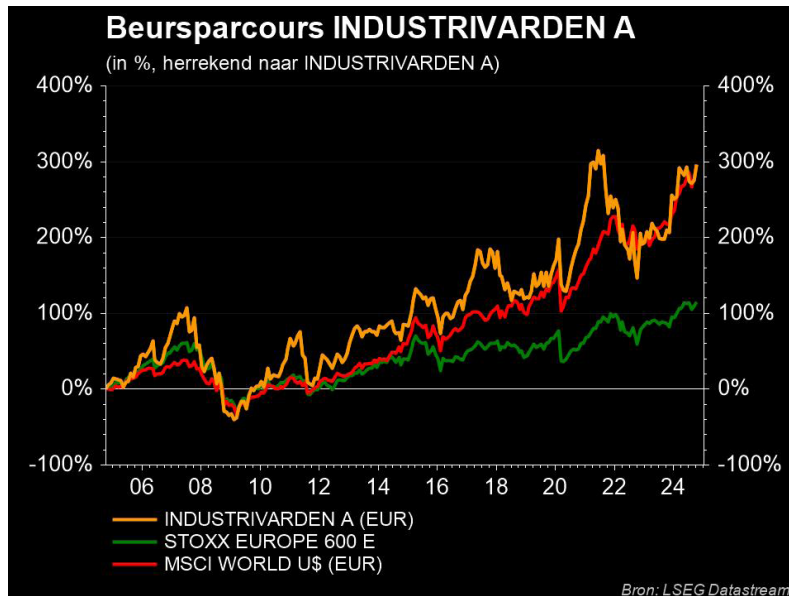
Waardering

Qua waardering valt er niet veel te zeggen over Berkshire. Buffett zelf noemt de boekhoudkundige winst "betekenisloos" omdat schommelingen in de marktwaaarde 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 aandeel wordt tegenwoordig verhandeld rond 1,65x de boekwaarde tegenover een langetermijngemiddelde van 2,1x. **Met 4% 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?

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 portfolio bedrijf 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 Zweedse

mijnbouwbedrijf **Boliden** en Zweedse 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**, mijnbouwgi-gigant **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 ingenieursbedrijf **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 balans hebben en nog potentieel hebben om verder te ontwikkelen.

Holdings	June 30, 2024					
	No. of shares	Ownership stake, %		Market value		Share of value
		Capital	Votes	SEK mn	SEK/share	
Volvo A	166,600,000	9.3	27.9	46,048	120	32
Volvo B	21,600,000			5,856		
Sandvik	179,900,000	14.3	14.3	38,211	88	24
Handelsbanken A	228,200,000	11.5	11.7	23,037	53	14
Essity A	33,257,000	10.2	29.7	8,996	45	12
Essity B	38,400,000			10,422		
SCA A	33,300,000	10.9	29.5	5,235	28	8
SCA B	43,600,000			6,826		
Skanska A	12,667,500	7.7	24.5	2,417	14	4
Skanska B	19,500,000			3,721		
Ericsson A	86,052,615	2.6	15.1	5,705	13	4
Ericsson B	1,000,000			66		
Alleima	51,200,000	20.4	20.4	3,523	8	2
Other				476	1	0
Equities portfolio				160,537	372	100
Net debt				-4,490	-10	
Net asset value				156,047	361	
Debt-equities ratio				3%		

Dividenden

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

Dividends	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	5,75 SEK	6,25 SEK	2 SEK	6,75 SEK	7,25 SEK	7,75 SEK
Yield	2,60%	1,84%	2,43%	2,49%	2,50%	2,60%

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.

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 (32% van de intrinsieke waarde), Sandvik (24%), Handelsbanken (+14%), Essity (12%) en in mindere mate Svenska Cellulosa (8%), Ericsson (4%) en Skanska (4%).

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 vooruitziend: de schuldgraad schurkt momenteel met 3% tegen het laagste niveau ooit aan.

Actief beheer

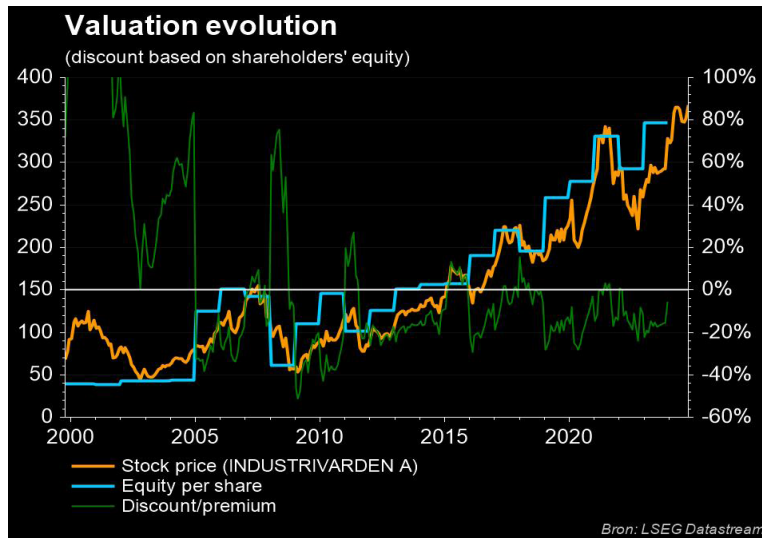
Ook met de **diversificatie** van de portefeuille is er niets mis, zelfs integendeel: het belang in Essity is eerder contracyclisch, net zoals de belangen in telecommateriaal, terwijl er via Volvo AB, het moederbedrijf van Volvo Trucks, een optie genomen wordt op economische groei.

Industrivärdens management **beheert die portefeuille actief**, door occasioneel de bestaande belangen uit te breiden of af te bouwen. Gedurende de eerste negen maanden van 2024 werden er voor 3,8 miljard kroon aandelen ingekocht, waarvan 1,3 miljard kroon in Sandvik, 1,2 miljard in Volvo, 0,8 miljard in SCA, 0,5 miljard in Essity en 0,1 miljard in Alleima.

Om die werkwijze goed te begrijpen zoomen we kort in op Volvo, waar het Chinese Zhejiang Geely Holding Group ("Geely" voor de vrienden) in april dit jaar zijn volledige 5,9% belang (klasse B aandelen) voor zo'n 14,1 miljard Zweedse kronen (1,3 miljard dollar) verkocht. Geely houdt wel vast aan zijn langetermijnstrategie en dus houdt het nog steeds 88,5 miljoen A-aandelen aan om zo de tweede grootste investeerder in Volvo te blijven. Industrivärden besteedde 268 miljoen kroon om een deel van de B-aandelen, die Geely verkocht, in te slaan.

Lage Korting

Zonet, op 17 oktober, berekende de groep de intrinsieke waarde per 30 september 2024 op zo'n 377 Zweedse kronen per aandeel, zowat 9% meer dan op het einde van 2023. Inclusief dividend levert dat 17% totaalrendement op voor de A-aandelen, wat min of meer gelijkloopt met de prestatie van de Stockholm Stock Exchange.

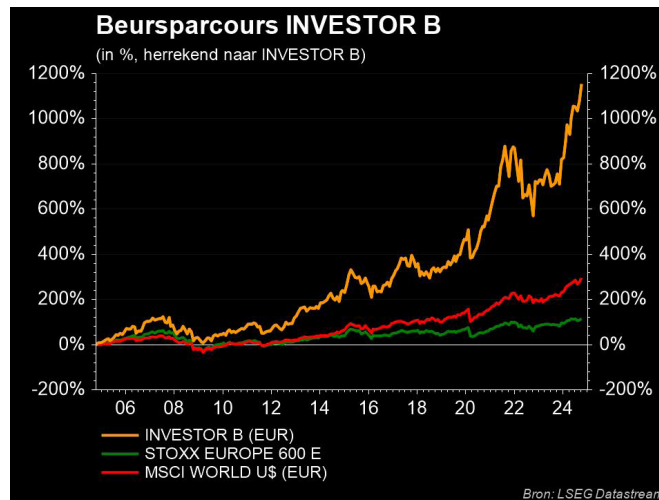


Het aandeel noteert vandaag daarom aan korting van amper 2% ten opzichte van de door analisten geschatte intrinsieke waarde, op basis van een slotkoers van 363,20 Zweedse kronen. En dat is ver onder het vijfjaarsgemiddelde van 10%. Tegenover die kleine korting staan niet meteen duidelijke aanwijzingen 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 weet je dat natuurlijk nooit.

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 380 Zweedse kronen**, wat amper 4,1% opwaarts potentieel oplevert.

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:

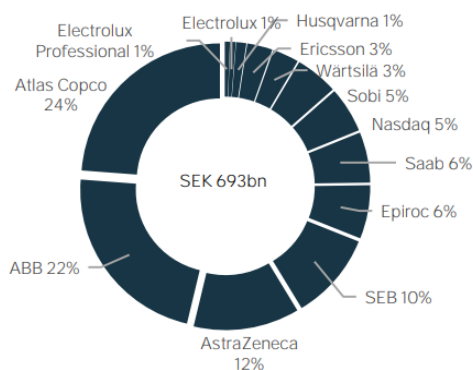
- 1) de **aangroei van de intrinsieke waarde**, door het investeren in en ontwikkelen van kwaliteitsbedrijven;

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 juni 2024:

Listed Companies, value distribution, June 30, 2024



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	2020 Jun	2020 Nov	2021 May	2021 Nov	2022 May	2022 Nov	2023 May	2023 Nov	2024 May	2024 Nov
	9 SEK	/	10 SEK	1 SEK	3 SEK	1 SEK	3,3 SEK	1,3 SEK	3,6 SEK	1,2 SEK
Yield	1,75	/	2,60%	1,68%	2,19%	2,25%	2,15%	2,20%	1,20%	0,40%

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 één aandeel goed voor één stem. Je moet al tien B-aandelen bezitten om aan één stem te komen. Die laatste zijn wel iets meer liquide.

Tom Simonts over Investor

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, omdat de groep gecontroleerd wordt door de **gewiekste Wallenberg-familie**.

Die denkt op lange termijn als eigenaars die controle vereisen 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.

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 kronen steeg het A-aandeel op 31 december 2015 naar 312,60 kronen.

Inclusief de herinvesteringen van uitbetaalde dividenden zou de waarde per aandeel echter 10 492,10 kronen zijn, wat overeenkomt met een **gemiddeld jaarlijks totaal rendement 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.

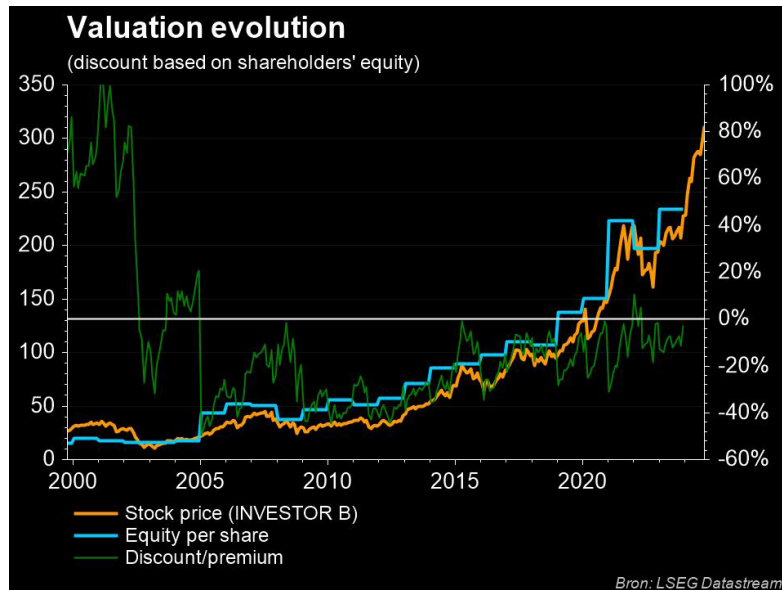
Top 2024 in de maak!

De aandelenkoers (A-aandelen) is dit jaar al met 32,7% gestegen, wat een heel pak beter is dan de 8,2% winst voor de nationale OMX Stockholm 30 Index. Een topjaar, dus, en dat zien we ook in andere cijfers: de holding deed in 2024 beter dan 81% van de Zweedse beursgenoteerde aandelen, zodat de **marktwaaarde** doorsteeg met 23,6 miljard Zweedse kronen en aandikte **tot 95,8 miljard Zweedse kronen**, zo'n 9,2 miljard dollar.

Dat is te danken aan forse winst voor ABB, de grootste participatie, die zijn marktwaaarde de voorbije twaalf maanden zag stijgen met 50,6%. Ook Atlas Copco, de tweede grootste participatie, deed met een beurswinst van 28% een aardige duit in het zakje.

Korting lager dan gemiddeld

Dat alles maakt dat het aandeel niet noteert aan een forse discount. Vandaag bedraagt die korting immers minder dan 10%, wat iets minder is dan het vijfjaarsgemiddelde 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.

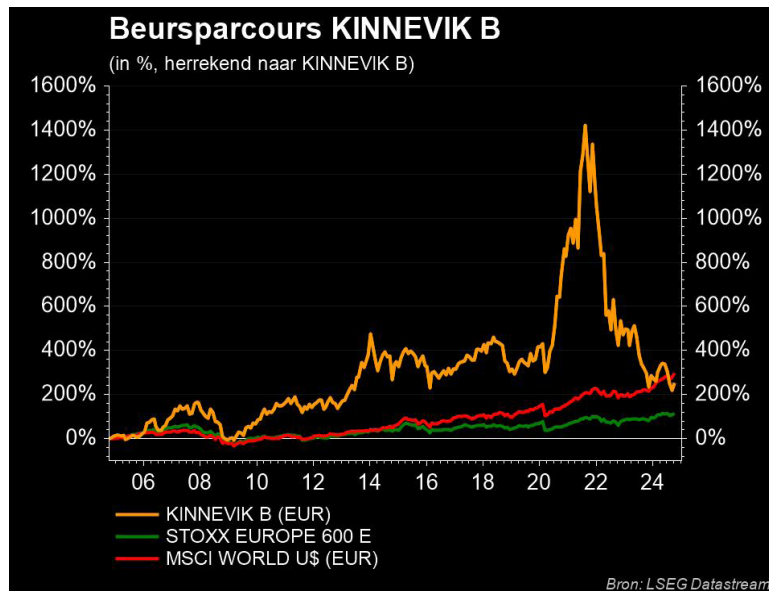


Ook de onderliggende waardering lijkt niet erg agressief te zijn, omdat vooral de cyclische bedrijven al een tijdje eerder tegenwind dan meewind ondervinden. Kwaliteit kost geld. Dat is bij Investor niet anders. Op basis van het gemiddelde koersdoel van analisten van ongeveer 324 Zweedse kronen per aandeel, **ligt er 'amper' 4,5% 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.

Kinnevik AB

(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.

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 **gezondheidszorg, 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.

Ten Largest Growth Assets

By Fair Value

SEKm	Ownership	Fair Value	% of Growth Portfolio
Spring Health	12%	3 855	14%
Pleo	14%	2 921	11%
Cityblock	9%	2 491	9%
TravelPerk	14%	2 275	8%
Betterment	12%	1 462	5%
H2 Green Steel	3%	1 282	5%
VillageMD	3%	1 092	4%
Mews	8%	1 043	4%
Instabee	15%	958	4%
Recursion	4%	943	4%
Ten Largest Assets		18 322	68%

Dividenden

Tot 2020 was Kinnevik een regelmatige dividendbetaler. Maar **sinds dan bleef 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 de aandelen in 2021 onder de aandeelhouders verdeeld werden dankzij een succesvolle beursgang.

In april 2024 besliste de Raad van Bestuur tot een herziening van de kapitaalstructuur, waardoor er tot een buitengewoon cashdividend van 23 Zweedse kronen per aandeel werd besloten. Het dividend werd afhankelijk gemaakt van het succesvol afronden van de tweede stap van de desinvestering van **Tele2**, wat ondertussen het geval is en wat de balans substantieel aandikte.

Dividend:	2017	2018	2019 mei	2019 nov	2020	2021	2022	2023	2024
	8 SEK	8,25 SEK	4,25 SEK	4 SEK	8,27 SEK	/	/	/	23 SEK
Yield	3,12%	2,55%	4,52%	3,04%	1,99%	/	/	/	25,84%

Tom Simonts over Kinnevik

Na de verkoop van Tele2 tekende de **private growth-portefeuille** van zo'n 26 miljard Zweedse kronen voor zowat de gehele investeringsportefeuille, aangevuld met een netto cashpositie van zo'n 12 miljard Zweedse kronen. Dat is enerzijds een positief element omdat niet-genoteerde activa altijd occasionele meerwaarde kunnen opleveren.

Anderzijds is de waardering van die niet-beursgenoteerde portefeuille onzeker in het huidige macro-economische klimaat, waar ook de grote private-equitygroepen voorzichtig zijn in het zoektocht naar nieuwe prooien.

Deals

Hét grote nieuws van 2024 was natuurlijk de verkoop door Kinnevik van haar belang in Tele2 AB aan de Europese telecommunicatiegroep Iliad en diens voorzitter Xavier Niel (via NJJ Holding). De deal werd aangekondigd op 26 februari 2024. De resterende 6,5 miljoen Tele2 A aandelen moeten nog eens 637 miljoen Zweedse kronen opleveren.

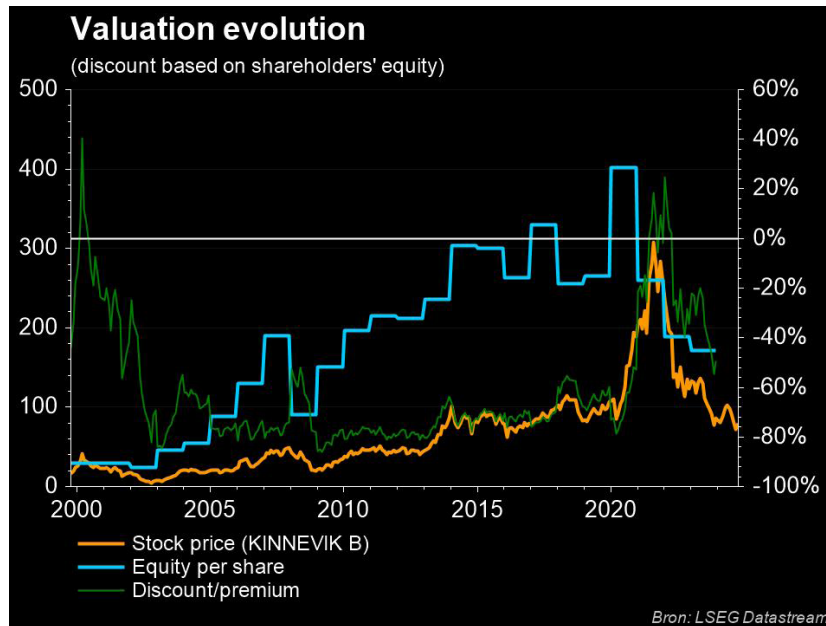
Maar er was ook **minder goed nieuws**. In juli 2024 werd de investering van 3,56 miljard Zweedse kronen in de digitale kruidenierswinkel **Mathem** en zijn Noorse tegenhanger en eigenaar **Oda** afgeschreven. Mathem staat nu in de boeken aan 0 Zweedse kronen, terwijl Oda wordt gewaardeerd op 198 miljoen Zweedse kronen. "Een enorme teleurstelling"; zo liet CEO Ganey zich over beide investeringen ontvallen, ondanks dat Oda "logistieke oplossing van wereldklasse ontwikkelde". Samen met Mathem moeten ze die oplossing kunnen opschalen om te worden. Wordt vervolgd, met andere woorden.

In september 2023 nam Kinnevik deel aan kapitaalverhoging van 1,5 miljard euro bij **H2 Green Steel**. Kinnevik tekende in voor 75 miljoen euro. Met dat geld wil het staalbedrijf een fabriek bouwen in het Zweedse Boden, die operationeel zou moeten zijn in 2025. Dat is veelbelovend in een industrie die naar schatting voor zo'n 8% van de werelduitstoot van CO2 tekent.

Waardering en discount

Kinnevik waardeerde in het tweede kwartaal van 2024 de waarde van zijn niet-beursgenoteerde belangen met 7% af, na een afwaardering van 5% procent in het eerste kwartaal en 15% afschrijvingen in 2023.

Ook in het derde kwartaal daalde de officiële intrinsieke waarde met 5% omdat het belang in **VillageMD** volledig op nul werd gezet door de toegenomen onzekerheid rond de acties van controlerende aandeelhouder Walgreens. Aan de investeringskant pompte de groep vorige kwartaal wel 1,26 miljard Zweedse kronen in nieuwe belangen, waaronder 836 miljoen in **Spring Health**, 231 miljoen in Aira en een verplichte 149 miljoen in het bijna ter ziele gegane **Oda**.



Aan een koers van zo'n 75 Zweedse kronen (voor het B) aandeel wordt het aandeel verhandeld tegen een korting van iets meer dan 40% op de intrinsieke waarde. Dat lijkt veel, maar het is minder dan het gemiddelde van de voorbije vijf jaar. Hier spelen onder meer factoren mee zoals de **blijvend onzekere waarderingsomgeving voor de privéactiva**, want die blijven ook na de verkoop van Tele2 het grootste deel van de portefeuille uitmaken. Beleggers vragen zich nu vooral af hoe de grootste posities in de grotendeels niet-genoteerde portefeuille op korte termijn te gelde gemaakt kunnen worden. Als dat al kan, aan een dergelijke waardering.

Analistentag op 23 oktober

Kinnevik zal op 23 oktober 2024 een Capital Markets Day (lees: analistentag) organiseren in Stockholm tussen 9u en 15u. Het management zal de **strategie** van het bedrijf en de plannen voor **kapitaalallocatie** uit de doeken doen. Ook mag je je verwachten aan presentaties van verschillende van Kinneviks belangrijkste bedrijven waarin wordt geïnvesteerd door hun respectievelijke oprichters en CEO's. Een educatief evenement, dus, met focus op de kernbedrijven (Cityblock, Mews, Pleo, TravelPerk en SpringHealth). Maar het benadrukt ook het stellige voornemen om de communicatie en de transparantie van zijn participaties te verbeteren.

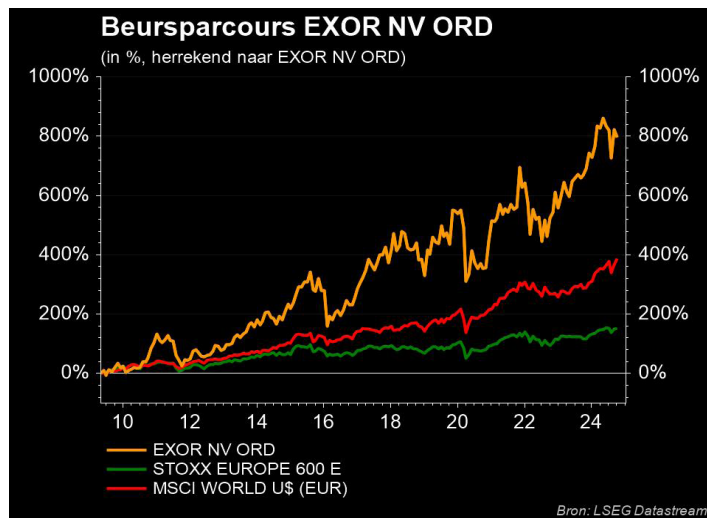
Koersdoel

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 van ongeveer 100 Zweedse kronen laat vandaag zo'n **34% opwaarts potentieel**. Da's veel, maar niet genoeg voor een portefeuille die nog rijping behoeft.

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.

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%.

NET ASSET VALUE (NAV)

€ million	Asset Type	31/12/2023	31/12/2022	Change vs. 31 December 2022	
				Amount	%
Companies		34,233	24,278	9,955	41.0 %
Ferrari	L	13,562	8,896	4,666	52.5 %
Stellantis	L	9,505	5,961	3,544	59.5 %
CNH Industrial	L	4,066	5,491	(1,425)	(26.0%)
Philips	L	2,937	—	2,937	n.a.
Iveco	L	598	408	190	46.6 %
Juventus	L	542	510	32	6.3 %
Other companies ^(a)	P	3,023	3,012	11	0.4%
Investments		2,836	1,766	1,070	60.6%
Lingotto ^(b)	L/P	2,099	1,185	914	77.1%
Ventures ^(c)	P	737	581	156	26.9%
Others		2,750	6,443	(3,693)	(57.3%)
Reinsurance vehicles	P	802	622	180	28.9%
Other assets ^(d)	P	463	378	85	22.5%
Liquidity ^(e)		1,395	5,349	(3,954)	(73.9%)
Treasury stock ^(f)		90	94	(4)	(4.3)%
Gross Asset Value		39,819	32,487	7,332	22.6 %
Gross Debt		(4,286)	(4,234)	(52)	1.2 %
Bonds and bank debt		(3,682)	(3,625)	(57)	1.6 %
Financial liabilities ^(g)		(604)	(609)	5	(0.8%)
Other liabilities		(20)	(20)	—	— %
Net Asset Value (NAV)		35,513	28,233	7,280	25.8 %
NAV per Share in Euro^(h)		162.36	122.34	40.02	32.7 %

L= Listed Company; P= Private Company.

Dividenden

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

Dividends	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 0,07	€ 0,07	€ 0,09	€ 0,10	€ 0,11	€ 0,44	€ 0,46
Yield	1,16%	1,14%	1,57%	1,29%	1,32%	0,50%	0,50%

Sharad Kumar over Exor

KBC Securities-analist Sharad Kumar volgt sinds kort Exor, dat in september '22 van Euronext Milaan naar Euronext Amsterdam verhuisde, op. Exor presenteerde onlangs halfjaarcijfers waarin de **netto-actiefwaarde per aandeel** (NAVps) met 8,8% steeg tot 178,51 euro.



De motor

De beursgenoteerde participaties zijn de Italiaanse luxeautobouwer **Ferrari** (voor 22,9% in het bezit van Exor), de Franse autobouwer **Stellantis** (14,9%), het Nederlandse technologiebedrijf **Philips** (17,5%), het Amerikaans-Italiaanse producent van machines en leverancier van financiële diensten voor de landbouwsector **CNH Industrial** (26,9%), de Italiaanse bouwer van onder meer voertuigen voor verschillende sectoren **Iveco Group** (27,1%), **Clarivate** (9,3%), een Brits-Italiaans analysebedrijf en de Italiaanse voetbalclub **Juventus** (63,8%).

De turbo

Exor houdt zowel meerderheids- als minderheidsparticipaties aan in verschillende private bedrijven. De bekendste zijn **Institut Mérieux** (Exor bezit 10% van IM), een Franse familieonderneming die kanker en infectieziekten bestrijdt, het Franse luxebedrijf **Christian Louboutin** (24%), de Amerikaanse aanbieder van personenvervoeroplossingen Via **Transportation** (18,2%) en het Britse mediabedrijf **The Economist** (34,7%).

Andere bedrijven zijn: **Casavo** (Europees vastgoedplatform, 12,1%), **Nuo** (investeringsfonds in Italiaanse bedrijven, 50%), **GEDI** (Italiaans mediabedrijf,

100%), **Lifenet Healthcare** (Italiaans gezondheidsbedrijf, 44,7%), **Welltec** (Deens toeleverancier van energiebedrijven, 47,6%) en **tagenergy** (Europees groene-energiebedrijf, 14,2%).

De booster

Exor Ventures investeert momenteel ongeveer 700 miljoen dollar in een honderdtal bedrijven uit verschillende sectoren en verschillende regio's. Enkele voorbeelden van investeringen zijn **Neuralink** (neurotechnologiebedrijf opgericht door Tesla-CEO Elon Musk) en **Mistral AI** (Frans bedrijf gespecialiseerd in artificiële intelligentie producten).

Net Asset Value Table – Post 1H FY24 Results									
Name of Company/Investment	Valuation Method	Stake (%)	Stake (m sh.)	Last Price (€)	NAV (€m)	% of NAV	KBCS TP ⁽¹⁾	TEV (€m)	% of TEV
Listed Assets					33,893.8	89.4%		38,285.6	89.6%
Ferrari NV	Share Price	22.9%	44.4	413.9	18,388.7	48.5%	423.7	18,822.3	44.0%
Stellantis NV	Share Price	14.9%	449.5	12.4	5,586.9	14.7%	19.4	8,734.7	20.4%
Royal Philips NV	Share Price	17.5%	164.6	29.5	4,853.6	12.8%	27.8	4,581.9	10.7%
CNH Industrial NV	Share Price	26.9%	337.1	10.0	3,361.1	8.9%	12.4	4,171.8	9.8%
Iveco Group NV	Share Price	27.1%	73.4	9.0	659.8	1.7%	14.0	1,028.1	2.4%
Juventus FC SpA	Share Price	63.8%	241.9	2.5	614.3	1.6%	2.0	483.8	1.1%
Clarivate PLC	Share Price	9.3%	67.3	6.4	429.5	1.1%	6.9	462.9	1.1%
Private Assets	Fair Value	Varied	Varied	NA	3,085.0	8.1%	NA	3,281.4	7.7%
Lingotto	Fair Value	Varied	Varied	NA	2,350.0	6.2%	NA	2,492.7	5.8%
Ventures	Fair Value	Varied	Varied	NA	784.0	2.1%	NA	799.3	1.9%
Reinsurance Vehicles & Other	Fair Value	NA	NA	NA	1,184.0	3.1%	NA	1,261.5	3.0%
Gross Asset Value (GAV)					41,296.8	108.9%		46,120.4	107.9%
Net Cash/(Net Debt) at Holding Level					(3,386.0)	-8.9%		(3,386.0)	-7.9%
Net Asset Value (NAV) & Target Equity Value (TEV)					37,910.8	100.0%		42,734.4	100.0%
No. of shares outstanding (as m)					221.0			221.0	
No. of treasury shares (for remuneration, resale, collateral, etc.; as m)					-			-	
No. of treasury shares (available for cancellation; as m)					6.9			6.9	
No. of shares outstanding (net of treasury shares; as m)					214.0			214.0	
Net Asset Value (NAV) & Target Equity Value (TEV) - Per Share					177.1			199.7	
Last close price (as Cps)					97.2			97.2	
Implied discount or (premium) - NAVps or TEVps (vs) last close price					45.1%			51.3%	
2-year average discount or (premium)					47.4%			47.4%	
5-year average discount or (premium)					43.8%			43.8%	
Target Price					120.0				
Recommendation					Buy				
Implied premium or (discount) - target price (vs) NAVps & TEVps					(47.6%)			(66.4%)	
Implied upside or (downside) potential - last close price (vs) target price					23.5%			23.5%	
Listed portion of total portfolio (as %)					82.1%			83.0%	

Source: Exor, KBC Securities

Data updated as of 01 Oct 2024

⁽¹⁾ For stocks that are not covered by KBCS, "KBCS TP" is the average TP set by other brokers.

Source: Exor, KBC Securities, Data as of 1st October 2024

In de achteruitkijkspiegel

De financiële prestaties van Exor zijn solide, zegt Sharad Kumar. Over het tweede kwartaal meldt het bedrijf een omzetstijging met 15%, wat aantoonde dat Exor goed gepositioneerd is om te profiteren van markttrends. Daarnaast heeft Exor **nieuwe obligaties uitgegeven** ter waarde van 650 miljoen euro met een jaarlijkse vaste coupon van 3,75%. Het bedrijf heeft ook zijn belang in Clarivate vergroot tot 10,1% en zijn belang in Philips verhoogd tot 17,5%.

KBC Securities over Exor

Sharad gelooft dat Exor goed gepositioneerd is voor toekomstige groei. Met een aantal veelbelovende projecten in de pijplijn en een sterke balans, ziet Sharad veel potentieel voor verdere waarde stijging. Exor heeft ook aanvullende investeringen gedaan in TagEnergy en heeft deelgenomen aan de kapitaalverhoging van Juventus. Het bedrijf heeft ook de **herstart van de aandeleninkoopprogramma's** aangekondigd voor de resterende 250 miljoen euro.

Volgens Sharad is Exor een uitstekende investeringsmogelijkheid, daarom geeft hij een **'Kopen'-aanbeveling** met een **koersdoel van 120 euro**, wat neerkomt op een opwaarts potentieel van ongeveer 23,5%.

Year To:	2020A	2021A	2022A	2023A
Sales & operating income	26,792.0	33,617.0	41,844.0	44,742.0
Profit/loss from operating activities	177.0	2,764.0	3,951.0	4,878.0
Net Profit (group share)	(30.0)	1,717.0	4,227.0	4,194.0
Diluted EPS	(0.13)	7.80	18.10	18.38
Dividend per share (€)	0.43	0.43	0.44	0.46
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.5	0.5
Net asset value per share (NAV)	102.08	132.41	122.34	162.36
P / NAV (x)	(35.1%)	(40.3%)	(40.4%)	(44.7%)
Cash & cash equivalents	35,561.0	7,905.0	11,577.0	8,678.0

Source: KBC Securities

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.

Dit dossier is gebaseerd op een publicatie van Tom Simonts, financieel-econoom bij KBC Securities en Sharad Kumar, analist bij KBC Securities, gereguleerd door de Belgische financiële toezichthouder FSMA. Meer informatie rond de oorspronkelijke publicatie vindt u op de KBC Securities-website en/of <https://www.kbc.be/particulieren/nl/juridische-info/documentatie-beleggen.html#aandelen>. Op de coverpagina van dit dossier leest u wie verantwoordelijk is voor de samenvatting ervan. Deze persoon is gereguleerd door de FSMA en verklaart financiële instrumenten van het sommige besproken bedrijven in het bezit te hebben.