



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## Commentaren op beursevenementen

Woensdag 15 mei 2019

### **Eiffage**

Onze Franse bouw- en concessiesgroep kende een heel vruchtbaar eerste kwartaal in 2019. De omzet steeg 15,9% tot 3,9 miljard euro. Op vergelijkbare basis en bij constante wisselkoersen kwam de omzetgroei uit op +11,6%. Vooral de bouwactiviteiten profiteerden van de relatief zachte winterperiode, dit in tegenstelling tot 2018. De koers/winstverhouding op basis van de schattingen voor 2019 bedraagt slechts 11,8. Het aandeel maakt deel uit van het infrastructuurverhaal.

### **Rothschild**

De Franse financiële groep Rothschild volgen we ten dele op, het heeft een interessant profiel en is een van de weinige beursgenoteerde groepen in adviesverlening bij overnames. In dit domein presteert de groep relatief goed. Daarnaast kent ze een zekere groei in vermogensbeheer. In het eerste kwartaal van 2019 namen de inkomsten 6% toe tot 443,9 miljoen euro, met dank aan een sterke prestatie in adviesverlening (+12% tot 292,5 miljoen euro). De fondsen onder beheer steeg van 66,5 miljard euro eind 2018 naar 69,6 miljard euro eind maart 2019.

Het aandeel noteert met een koers/winst van slechts 8,1 op basis van de gemiddelde analistschattingen voor 2019. De koers verdisconteert al duidelijk een groeivertraging en dus daling van de inkomsten uit adviesverlening bij overnames.

Zaterdag 11 mei 2019

### **Bam Groep**

De eerste 3 maanden van het jaar zijn traditioneel minder belangrijk voor bouwbedrijven door de winterperiode. Dit belette Bam Groep niet om opnieuw met wat slecht nieuws uit te pakken. Zo moest de groep op het problematische project Zeesluis Ijmuiden opnieuw een uitzonderlijke kost boeken. Alhoewel het bedrag beperkt was (3,6 miljoen euro), was de markt er niet mee opgezet, met een stevige koersdaling tot gevolg.

Desondanks houdt het bedrijf vast aan de jaardoelstellingen van een omzet van 7 miljard euro en een winstmarge voor belastingen van 2% tot 4%. Een blik op de gemiddelde winstschatting van de financiële analisten leert dat dit kan leiden tot een winst per aandeel van 0,48 euro, goed voor een nog steeds heel lage koers/winstverhouding van 7,8.

We kunnen ook nog melden dat de omzet in het eerste kwartaal van 2019 20% steeg tot 1,59 miljard euro, het orderboek steeg van 12,7 miljard euro eind 2018 naar 12,8 miljard euro eind maart 2019. De winst voor belasting daalde van 23,7 naar 16,8 miljoen euro. Ter vergelijking over het volledige jaar 2018 kwam de winst voor belasting uit op 153,2 miljoen euro. Het eerste kwartaal van 2018 stond dus voor slechts 15% van het jaarcijfer.

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## **Suez**

In onze presentaties over beleggen in infrastructuur haalden we elke keer het Franse Suez aan. Waterzuivering en –technologie (55% van groepsomzet) en afvalverwerking (45% van groepsomzet) zijn immers belangrijke infrastructuuractiviteiten en zullen in de nabije toekomst hun belang alleen maar zien toenemen. In het eerste kwartaal van 2019 werd de gunstige trend van 2018 (omzet +11,9%, EBIT +11,5%, winst +13,4%) verder gezet.

Zo nam de omzet 3,7% toe en steeg de bedrijfswinst 3,3%, dit op organische basis (zonder overnames). Vooral de internationale activiteiten (+4,5% interne omzetgroei) en watertechnologie en –oplossingen (+8,5% interne omzetgroei) deden het heel goed. Het segment watertechnologie en –oplossingen kreeg eind 2017 een meer dan voldoende kritische omvang door de overname van GE Water, dat zich richt op industriële afvalwaterstromen. GE Water werd geïntegreerd in de groep en de eerste positieve effecten beginnen zich duidelijk te manifesteren.

Met een koers/winstverhouding van 17,4 is het aandeel niet echt een koopje, maar daarnaast krijg je hiervoor een weinig cyclisch en volatiel aandeel met een bruto dividendrendement van 5%.

## **Dinsdag 23 april 2019**

### **Ageas**

In de afgelopen werkten we aan een update van onze mening over Ageas, op basis van de resultaten van 2018. Feit is dat de resultaten van de verzekeringsactiviteiten een daling van 17% kenden, van 960 naar 797 miljoen euro. Dit was het gevolg van een combinatie van cijfers van 2017 die door meerwaarden heel positief gekleurd waren (bv. 75 miljoen euro meerwaarde op verkoop Italiaanse activiteiten en goede financiële resultaten in China), terwijl er in 2018 enkele negatieve zaken zich manifesteerden (bv. stormschade in België, afwaarderingen op Chinese aandelen en wegvallen bijdrage uit Italië). Een blik op de heel sterke prestatie van de Chinese beurzen begin dit jaar, doet ons vermoeden dat de Chinese verzekeringsresultaten in het eerste kwartaal van 2019 heel goed zullen zijn.

Om ons een idee te vormen over de huidige waardering van Ageas, maken we gebruik van een bijzondere aanpak. We trekken eerst de netto cash positie af van de beurswaarde. Die netto cash bedroeg eind 2018 een miljard euro (1,7 miljard euro minus 0,7 miljard voor de Fortisschikking). Per aandeel rest dan een waarde van 41,52 euro. Als we uitgaan van een jaarlijkse winst uit de verzekeringen van 750 miljoen euro of 3,80 euro per aandeel, impliceert dit dat het aandeel vandaag met een koers/winstverhouding van 10,9 noteert. Vorig jaar was dat nog 10,2, maar toen gingen we uit van een winst uit verzekeringen van 800 miljoen euro. Door de verkoop van de Italiaanse en ook de Luxemburgse verzekeringsactiviteiten dalen ook de resultaten.

### **Albioma**

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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

In het eerste kwartaal van 2019 realiseerde onze Franse groep actief in alternatieve energie een omzetgroei van 11% tot 115,9 miljoen euro. Het grootste segment dat alle biothermische centrales omvat in de Franse overzeese gebieden (86% van het totaal) zag de omzet 9% stijgen door de toevoeging van 2 nieuwe centrales. De zonne-energie activiteiten kenden een omzetgroei van 27%, deels door de installatie van nieuwe panelen, deels door de overname van Eneco Frankrijk. De Braziliaanse activiteiten profiteerden van de toevoeging van 3 centrales eind 2018 en realiseerden een omzetgroei van 56%. Het bedrijf bevestigt de vooruitzichten voor 2019. Het aandeel noteert met een koers/winst van 15,4 voor 2019.

## **Green Reit**

Twee weken geleden pakte onze Ierse vastgoedgroep met verrassend nieuws uit. De beheerder stelde de verkoop van het bedrijf voor en dit na een analyse van de strategische opties. De koers reageerde positief met een stijging van ongeveer 10%. Maar aan de huidige koers van 1,71 euro, noteert het nog met een discount van 7%. We begrijpen de demarche van de beheerder niet goed, want de groep bezit nog een heel belangrijke grondreserve voor logistieke projecten. Maar logistiek is niet echt een kernactiviteit, kantoren zijn dat wel.

## **Donderdag 24 januari 2019**

## **Medicx Fund**

Vandaag kondigde Primary Healthcare Properties (PHP) de overname aan van zijn sectorgenoot Medicx Fund en dit via een omruilbod. De verhouding werd vastgesteld op een aandeel Medicx Fund tegen 0,77 aandelen PHP. We verwelkomen dit bod op Medicx Fund, omwille van de overnamepremie en ook omdat we niet zo gelukkig waren met de gang van zaken bij Medicx Fund. Initieel keerde het stevast een dividend uit dat substantieel hoger lag dan het courant resultaat, met de belofte dat het courant resultaat snel zou stijgen tot het niveau van dat dividend, maar dat is nooit gelukt. Het gevolg was dat de raad van bestuur besliste om de knip in het dividend te zetten, met een belangrijke koersdaling tot gevolg.

Een tweede element dat ons minder zinde, was de beslissing om de domicilie van het fonds over te brengen van de Kanaaleilanden naar Groot-Brittannië en om het Britse REIT-statuuat aan te vragen. De achterliggende reden was dat Medicx Fund op haar Britse activiteiten vennootschapsbelasting zou moeten gaan betalen en daarom werd het fiscaalvriendelijke REIT-statuuat aangevraagd en bekomen in oktober 2018. Voor Belgische beleggers impliceert dit dat er naast de Belgische roerende voorheffing nu ook Britse roerende voorheffing van 20% verschuldigd is. Alleen op Britse REITs moet die roerende voorheffing betaald worden, aandelen zijn hiervan vrijgesteld. Bedrijven/fondsen gedomicilieerd op de Kanaaleilanden moeten ook geen roerende voorheffing inhouden.

Binnen enkele weken zullen we dus aandelen PHP kunnen ontvangen in de plaats van onze aandelen Medicx Fund. Aangezien PHP ook de REIT-status heeft, is ook hier Britse roerende

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

voorheffing verschuldigd. Of we nadien de aandelen PHP bijhouden niet, moeten we nog onderzoeken.

## **Donderdag 17 januari 2019**

### **Affine -> Tour Eiffel**

Sinds meerdere jaren hebben we de Franse vastgoedgroep Affine in portefeuille. Het aandeel noteerde met een belangrijke discount, had een aantrekkelijk bruto dividendrendement en een lage waardering in termen van koers/courant resultaat. In de voorbije 2 jaren was er daarenboven een zekere turnaround in de maak en doken er regelmatig overnamegeruchten op. De turnaround verliep traag, de overname kwam er wel. Société de la Tour Eiffel bood zich aan via een omruilbod, waarbij 3 aandelen Affine omgeruild konden worden voor een aandeel Tour Eiffel. Er werd geen overnamepremie geboden, de beurskoersen noteerden bijna op de voorgestelde omruilverhouding. Die verhouding impliceerde een discount van 30% op de intrinsieke waarde van Affine tegenover een discount van 10% voor Tour Eiffel.

Na deze eerste tegenvaller moest de belegger ook nog de beurscorrectie van de tweede helft van 2018 verwerken, waarbij middelgrote en kleine Franse aandelen het extra te verduren hebben gekregen. Zodoende noteert het aandeel nu met een discount van 30% tegenover de intrinsieke waarde, het bruto dividendrendement is opgelopen tot 8,1%, de ratio koers/courant resultaat bedraagt 12. Gelet op deze relatief lage waardering verkiezen we onze aandelen Tour Eiffel te behouden.

### **Atenor**

Atenor haalde de voorbije weken meermaals de pers door een opeenvolging van transacties, verkopen evenals nieuwe investeringen. Er werden mooie meerwaarden gerealiseerd, in die mate dat het management voorop stelt dat het resultaat over 2018 zo'n 50% hoger kan liggen dan in 2017. Een snelle berekening leert dat het resultaat per aandeel op minstens 6 euro kan uitkomen!

Ondanks de verschillende verkopen nam de pijlpijn toe. Eind juni 2018 bestond deze uit 18 projecten in 6 landen met een ontwikkelingspotentieel van 800.000 m<sup>2</sup>. Eind 2018 was dat 22 projecten in 7 landen met een oppervlakte van 855.000 m<sup>2</sup>.

### **Banken -> Crédit Agricole**

Banken deden het in 2018 bijzonder slecht. Zo zien we dat Franse bankenindex over de afgelopen 12 maanden 26% verloren heeft. sinds begin dit jaar is er een stijging van 6,5%, de hemel lijkt terug wat op te klaren. Een blik op de waardering van bijvoorbeeld het Franse Crédit Agricole leert dat de koers/winst op basis van de analistenschattingen voor 2019 slechts 7,1 bedraagt. De markt heeft vorig jaar dus duidelijk overdreven.

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

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



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

Vrijdag 2 november 2018

## Immo Mechelen City Center

Eerder deze week liet de beheerder van het vastgoedcertificaat weten dat het een huurder heeft gevonden voor de resterende vrije ruimte, van iets minder dan 3% van het geheel. De nieuwe huurder zal voor de 390 m<sup>2</sup> op jaarbasis 57.405 euro betalen (is 147 euro/m<sup>2</sup> wat heel aanvaardbaar is). De huurder kan wel genieten van huurvrije periodes: in elk van de eerste 3 jaren krijgt het 4 maanden huur gratis. Dat betekent dus een bijkomende huuropbrengst van 38.270 euro in de eerstvolgende 3 jaren. Per certificaat schatten we de impact op een bijkomende 1,25 euro resultaat en dus coupon (eerstvolgende coupon geschat op 49,60 euro). Al bij al is de impact beperkt, maar niettemin positief voor dit Mechelse kantoorgebouw.

## Coface

Onze Franse kredietverzekeraar publiceerde cijfers over het 3<sup>e</sup> kwartaal. De bedrijfswinst steeg 22% tot 63,1 miljoen euro, de netto winst ging een beperkte 1,7% hoger. De inkoop van eigen aandelen ten bedrage van 30 miljoen euro werd afgerond en die aandelen zullen vernietigd worden. Het bedrijf kondigde een nieuwe schijf inkopen aan ten bedrage van 15 miljoen euro (toch wel beperkt gezien de beurswaarde van 1,4 miljard euro), de koers reageerde heel positief op dit nieuws.

## Overnamebiedingen

De voorbije weken waren diverse aandelen uit ons universum het voorwerp van een overnamebod. We overlopen deze kort:

- **Global Graphics:** we vinden de geboden 4,25 euro per aandeel aan de magere kant, zeker daar we rekening houden met een verdere verbetering van de resultaten in de volgende kwartalen. We verwijzen naar het verslag beschikbaar op onze website.
- **Banimmo:** de Patronale kocht het belang in Banimmo over van hoofdaandeelhouder Affine aan 3,30 euro en moet daarom wettelijk een bod doen op alle aandelen aan die prijs. Zij willen het aandeel wel op de beurs houden, wat ook zal gebeuren. De boekwaarde bedraagt immers 4,8 euro, de intrinsieke waarde ligt boven de 5 euro. Niet ingaan op het bod dus.
- **Selectirente:** de niet-beursgenoteerde hoofdaandeelhouder van Selectirente wordt volledig overgenomen en de overnemer wil tevens de minderheidsaandeelhouders van Selectirente uitkopen. Een onafhankelijk rapport leverde een waardering op van 89 euro, in lijn met de intrinsieke waarde. We gaan op het bod in, het is wel nog niet gestart.

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## Marktsituatie

Natuurlijk kregen we de afgelopen weken veel vragen over de gebeurtenissen op de beurzen. Terecht, want de daling bedroeg ongeveer 10% en dit op een relatief korte tijd. Ondertussen werd al een deel van het geleden verlies goed gemaakt. Wat de oorzaken betreft, zien we gewoon een samenloop van elkaar versterkende omstandigheden. We geven een overzichtje:

- nieuwe renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank en de boodschap dat er nog verhogingen zullen volgen. De Amerikaanse rente op lange termijn steeg in zekere mate, terwijl ze voordien relatief stabiel bleef
- eerste gevolgen van de handelsoorlog door de acties van Trump
- een mindere economische groei in Europa
- de automobielsector die waarschuwde voor een tragere verkoop
- minder goede cijfers van enkele Amerikaanse technologiebedrijven
- kwartaalresultaten die bij enkele bedrijven tegenvielen voor de meest uiteenlopende redenen (wisselkoersen, hogere grondstoffenprijzen,... )

Het geheel van deze elementen vormde een sterk negatieve cocktail die de beurzen niet onberoerd liet. Het was een top/down beweging, dus macro-economisch geïnspireerd. We weten dat er een zekere correlatie is tussen economische groei en small caps, de tegenvallende prestatie van heel wat Europese small caps is hierdoor te verklaren.

We gaan er wel van uit dat het ergste achter de rug is, de beursprestaties van 1 en 2 november lijken dit te bevestigen. Dit betekent natuurlijk niet dat alles nu terug rozegeur en maneschijn is. Het is nu uitkijken naar de volgende set van kwartaalcijfers en we hopen dat de bedrijven in onze selectie zich daar kunnen aan aantrekken en dit vanuit een bottom/up benadering. We blijven in onze selecties oog hebben voor relatief defensieve aandelen, met nu iets minder focus op vastgoed en iets meer oog voor infrastructuur.

Voorals na 2019 toe (2<sup>e</sup> helft) zijn we voorzichtig, de afbouw van de monetaire stimulus zal zich dan geleidelijk aan laten gevoelen en we vrezen dat dit een grotere impact kan hebben dan de correctie van afgelopen maand. Daarenboven zal dan de kans op herstel minder groot zijn dan vandaag.

## 7 oktober

### Global Graphics

Vrijdagavond raakte bekend dat Congra een cashbod op alle aandelen Global Graphics zal doen aan een prijs van 4,25 euro. Congra is een vennootschap van Guido Van der Schueren, die tevens voorzitter is van de raad van bestuur van Global Graphics. Hijzelf bezit reeds 14,18% van Global Graphics en heeft zich ook verzekerd van de 16,67% in handen van Johan Volckaerts

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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

(belang van Andlinger voorheen). De biedprijs zou aanvaard geweest zijn door de onafhankelijke bestuurders van de vennootschap.

In het verleden hebben we nooit een koersdoel op het aandeel Global Graphics geplakt, door de onvoorspelbaarheid en volatiliteit van de resultaten. Gelet op de evolutie van de voorbije kwartalen zou een hogere waardering wel op zijn plaats zijn, mocht de trend van de cijfers aanhouden wel te verstaan. Ondertussen zijn enkele partijen gestart met het organiseren van het verzet. Nuttig om weten is dat het bedrijf op 10 oktober de cijfer over het 3<sup>e</sup> kwartaal zal presenteren. Wordt zeker vervolgd.

## **VGP**

Bij de herplaatsing van aandelen VGP in oktober 2017 en na de bijhorende beleggerspresentatie, kwamen we tot de conclusie dat een belegging in VGP relatief aantrekkelijk kon zijn. Dat is ook zo gebleken. We noteren ondertussen meer dan 20% hoger. We herbekeken de berekeningen die we toen deden om een goed beeld te krijgen van de waardering, vooral op basis van een regressie-analyse met een grote groep Europese sectorgenoten, waarbij het rendement op eigen vermogen afgezet werd tegenover de koers/boekwaarde. Gelet op het hoge rendement op eigen vermogen dat VGP realiseerde in de eerste helft van 2018 (geannualiseerd), mag het aandeel tot 3 maal het eigen vermogen noteren. Eind juni 2018 kwam dat het eigen vermogen per aandeel uit op 27,21 euro, het theoretische koersdoel komt hiermee uit op 81,63 euro.

## **Dinsdag 2 oktober**

### **Selectirente**

De Franse risicokapitaalgroep Tikehau Capital heeft aangekondigd dat het Sofidy wil overnemen. Na afronding van deze transactie zal Tikehau ook een bod lanceren op alle aandelen van Selectirente, waarvan Sofidy 28,6% aanhoudt. Over de overnameprijs wordt nog onderhandeld. Ondertussen is de notering geschorst. We kunnen dus niet anders dan wachten. Ter info, de intrinsieke waarde van Selectirente eind 2017 bedroeg 88,25 euro. We kunnen ons moeilijk inbeelden dat het bod minder dan de intrinsieke waarde zal bedragen, maar het is natuurlijk altijd mogelijk.

## **Maandag 24 september**

### **Green Reit**

Onze Ierse vastgoedgroep maakte vorige week de resultaten van het boekjaar 2017/18 bekend. Het courant resultaat per aandeel steeg 11% van 4,8 tot 5,3 eurocent, het dividend wordt verhoogd van 5 tot 5,3 eurocent. Het belangrijkste financiële cijfer is de intrinsieke waarde per aandeel, dat aangroeide van 1,669 tot 1,803 euro. Het aandeel noteert vandaag dus met een discount van 11,2%. Het lage rendement op het eigen vermogen ligt aan de basis van die discount. Dat laag rendement is deels het gevolg van de te lage schuldgraad, die nu nog verder

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

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



gedaald is door de verkoop van een winkelcentrum. Winkelvastgoed vertegenwoordigt nu minder dan 1% van de portefeuille, de schuldgraad is gedaald tot slechts 15,5%. Hiermee is de groep zeker voorbereid op de ontwikkeling van zijn pijplijn van 600 miljoen euro projecten, te vergelijken met de omvang van de portefeuille van 1,424 miljard euro.

## **Patrimoine & Commerce**

Afgelopen week kreeg het aandeel heel wat verkoopdruk te verwerken en in combinatie met een lage liquiditeit, leidde dit tot een koersdaling. Op de huidige koers levert dit een belachelijk lage koers/winst (koers/courant resultaat in feite) van 8,2% op. Het bruto dividendrendement bedraagt 6,5%. Woensdag publiceert de groep de volledige halfjaarresultaten, eerder meldde het al dat de huurinkomsten in de eerste jaarhelft met 4,1% gestegen waren.

## **Dinsdag 11 september**

### **Animalcare**

Sinds begin september steeg de koers 32%. De hausse startte na de publicatie van een uitgebreid artikel aangevuld met onze cijfergegevens in het VFB-magazine. Op 4 september kondigde het bedrijf dan aan dat ze haar Belgische groothandel in dierengeneesmiddelen verkoopt. In omzet is deze activiteit goed voor 26% van de groepsomzet, maar vertegenwoordigt ze minder dan 3% van de EBITDA. De verkoopprijs bedraagt 2,42 miljoen GBP en kan oplopen tot 2,65 miljoen GBP. Het betreft onderliggend 0,3 miljoen GBP en de terugbetaling van groepsvoorschotten.

De markt ziet deze transactie duidelijk gebeuren, getuige het sterke koersherstel. Hierdoor is de koers/winstverhouding voor het lopende boekjaar gestegen tot 17, wat niet meer zo goedkoop is, maar toch voldoende om het aandeel in portefeuille te houden. We verwachten wat initiatieven op overnamevlak later dit jaar en dat zou de koers naar nog hogere niveaus moeten kunnen tillen.

### **Produce Investments**

Iets minder dan 2 jaar geleden namen we deze Britse aardappelproducent op in onze selectielijst bij koersen tussen 195 en 200 GBPpence. Kort nadien biechtte de groep problemen op met haar boekhoudsystemen en voorraadwaardering, waarna de CFO de baan moest ruimen. Eerder dit jaar kwam de groep dan met slecht nieuws m.b.t. het lopende oogstseizoen. De koers was ondertussen gedaald tot 142 GBPpence.

Vandaag raakte bekend dat er een financieringsgroep een bod zal uitbrengen aan 193 GBPpence. Alhoewel de biedprijs in de buurt ligt van onze aankooprijzen, zouden we toch ingaan op het bod.

## **Zaterdag 8 september**

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

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





# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## **Texaf**

Het netto resultaat van Texaf kende een explosief herstel in de eerste helft van 2018. Van slechts 0,376 miljoen euro vorig jaar, ging het naar 7,441 miljoen euro dit jaar. voor een belangrijk deel lagen uitzonderlijke elementen aan de basis van die ommekeer. In 2017 was er een bijzondere afschrijving van 3,417 miljoen euro op de steengroeve Carrigres, dit jaar was er dan weer een uitzonderlijke meerwaarde van 1,378 miljoen euro, een gevolg van de overdracht van een terrein aan de Congolese staat. Van de 7,065 miljoen euro verbetering van het netto resultaat, was 4,795 miljoen euro afkomstig van deze uitzonderlijke elementen.

De resterende 2,370 miljoen euro verbetering was een combinatie van een beter operationeel resultaat (+0,350 miljoen euro), een beter financieel resultaat (+0,500 miljoen euro) en een positieve impact van 2,400 miljoen euro uit uitgestelde belastingen. In negatieve zin was er een toename van de belastingen met 0,900 miljoen euro. Het resultaat per aandeel kwam uit op 2,10 euro, 1,71 euro zonder de uitzonderlijke elementen en 0,73 euro zonder de impact van de uitgestelde belastingen.

Het belangrijkste van al voor Texaf, is de evolutie van de vastgoedportefeuille. Zo stijgen de huurinkomsten met 4%, maar is er de negatieve impact van de hogere belastingen. Nuttig om weten is dat er in de tweede jaarhelft de bouw van 36 woningen voltooid werd, 28 ervan zijn al verhuurd.

In een ruim gespreide portefeuille verdient Texaf nog steeds een klein plaatsje. In een moeilijke economische en politieke omgeving presteert het heel sterk. Volgens analyses verzameld door Texaf m.b.t. de waarde van het vastgoed, is het aandeel sterk ondergewaardeerd. We verwachten niet dat die onderliggende waarde snel naar boven zal komen, maar het biedt wel een zeker comfort voor de belegger.

## **Kas Bank**

Kas Bank publiceerde tegenvallende resultaten, wat verrassend omdat we dachten dat het bedrijf verder zou evolueren zoals in 2017. Het netto resultaat daalde van 8,5 naar 5,1 miljoen euro. De opbrengsten daalden van 53,6 naar 51,8 miljoen euro, de kosten stegen van 42,4 naar 45,4 miljoen euro. Het interimdividend wordt verlaagd van 0,33 euro naar 0,21 euro. Het bedrijf meldt dat het haar investeringen voor de transformatie versneld doorvoert. Het probleem is wel dat we niet direct kunnen inschatten wat dit voor de toekomstige winst betekent, want het bedrijf geeft ook aan dat de consolidatie van haar klanten tot een dalende omzet leidt.

Door de onzekerheid zijn we vandaag geen koper meer.

## **BAM/Wereldhave**

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

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



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

De laatste dagen worden we geconfronteerd met een geleidelijke en continue daling van de beurskoersen van BAM en Wereldhave. De publicatie van hun halfjaarresultaten ligt al een tijdje achter de rug en die halfjaarresultaten waren eerder geruststellend en zeker geen aanleiding voor de koersdaling van de laatste dagen. De verklaring voor de zwakke prestatie van beide aandelen kan misschien te maken hebben met het feit dat ze deel uitmaken van de Nederlandse AMX-index, de index van middelgrote aandelen.

	Return 1/1/18
AEX	-1,1%
AMX	-7,9%
BEL 20	-8,5%
BEL Mid	4,1%
CAC 40	-1,1%
CAC Mid & Small	-0,6%
DAX	-7,4%
MDAX	-0,6%

Om het een en ander in het juiste perspectief te plaatsen, hebben we de prestaties sinds begin dit jaar van enkele beursindices opgelijst. Van 4 landen (NL, B, F en D) geven we de prestatie weer van de hoofdex, alsook van de index met middelgrote aandelen. De AMX doet het inderdaad niet zo goed, maar de prestatie ervan ligt in lijn met deze van de Bel 20 en van de Duitse DAX-index. Iets meer in detail merken we dat de AMX in het eerste kwartaal van dit jaar de hausse van de markt miste, maar in augustus de volle laag kreeg.

## Vrijdag 24 augustus

### **Sipef**

Sipef moest tegenvallende halfjaarcijfers (daling courante winst van 27,1 naar 17,6 miljoen USD) opbiechten, een gevolg van de sterker dan verwachte daling van de palmolieprijs. De prijsdaling is van die aard dat de positieve impact van de hogere palmolieproductie (+6,7%) volledig teniet gedaan wordt. Sipef heeft al 66% van de geschatte productie van 2018 verkocht aan 715 USD/ton, vorig jaar op hetzelfde tijdstip had het 74% van de jaarproductie van 2017 verkocht aan 760 USD/ton. Maar de laatste weken ging de palmolieprijs nog sterker achteruit, tot 550 USD/ton. Op een ogenblik dat de productie herstelt na het el nino – effect in 2016, heft India ('s werelds grootste importeur van plantaardige oliën) importtaksen op palmolie. De Indonesische regering zou wat soelaas kunnen brengen door terug biodiesel toe te laten, gelet op de hoge petroleum-prijzen, maar een beslissing blijft uit.

Op termijn is er wel beterschap in het vooruitzicht. Zo merkt Sipef op dat diverse grotere plantages nagelaten hebben om de voorbije jaren voldoende heraan te planten om hun productie op korte termijn te kunnen optimaliseren. Op iets langere termijn komt dat de opbrengst niet ten goede, want oudere bomen brengen minder voort. Bij Sipef leeft dan ook de overtuiging dat in 2019 of 2020 het aanbod kan dalen, met hogere palmolieprijzen tot gevolg.

We berekenden dat een verschil van 10 USD/ton in de palmolieprijs een winstimpact heeft van 0,22 euro per aandeel. Bij een koers/winstverhouding van 10, is dat dus 2,20 euro per 10 USD/ton. Als de palmolieprijs niet snel herstelt van dat lage niveau van 550 USD/ton, dan ziet het er voor de volgende maanden en voor begin 2019 helemaal niet goed uit. We zijn dus zeker geen koper van het aandeel vandaag.

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

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



Gert De Mesure

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

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