

jaargang 19  
nr 917  
25 sept 2019

In dit nummer: Umicore, MP Evans, Anglo-Eastern Plantations, Normandie-Seine, Atlantique Vendée, FFP.

## Geduld.

Op verlof gaan buiten het hoogseizoen (juli-augustus) heeft zo zijn voordelen. Minder volk, goedkoper en je ontwijkt de ergste hitte in de Provence. Met schoolgaande kinderen is dat natuurlijk niet mogelijk maar eens ze wat ouder zijn openen zich nieuwe mogelijkheden. De combinatie van drukte en hitte heb ik overigens altijd al lastig gevonden.

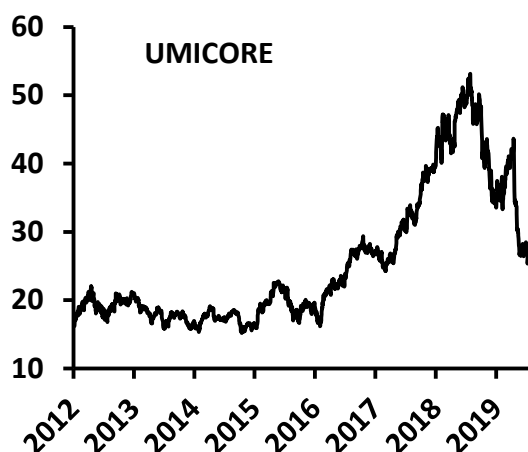
Bij beleggen is dit net hetzelfde. Onervaren beleggers kopen wanneer iedereen koopt of 'de beurs' er net een stevige stijging heeft opzitten. Of ze kopen het aandeel dat al weken of maanden aan het stijgen is en waar iedereen het over heeft. Veel kopers (drukke) en een oververhitte markt (hitte) kan je ook als belegger best mijden.

Het is veel beter een bedrijf rustig te leren kennen, je huiswerk grondig te maken en toe te slaan wanneer het minder druk is, lees: wanneer het bedrijf even uit de gratie is van de belegger. Als u een interessant verhaal hebt opgepikt, denk er dan goed over na. Bepaal voor jezelf hoeveel en aan welke prijs je wil investeren en wacht dan een goed moment af. Een algemene malaise op de beurs of een tijdelijke dip in de beurskoers van het aandeel dat je wil kopen of idealiter een combinatie van de twee.

Zo zien we **Umicore** (34,98 euro) terwijl we dit schrijven op de beurs een stevig spurtje trekken na de aankondiging van een grote deal met het Koreaanse LG Chem. Men tekende een overeenkomst om kathodemateriaal te leveren aan LG Chem vanuit de fabrieken in Polen, Korea en China. Het contract start in 2020 en gaat over 125.000 ton over een periode van vele jaren. LG Chem heeft zo de nodige grondstoffen om herlaadbare lithium-ion batterijen te produceren. Men bekijkt ook een samenwerking in recyclage met de Koreaan. Het materiaal dat Umicore zal leveren komt vooral uit de nieuwe fabriek in Polen. U zal zich herinneren dat het aandeel van de groep een stevige tik kreeg eerder dit jaar na een winstwaarschuwing en twijfels over de toekomstige afname van de productie.

Het moet ondertussen toch voor iedereen duidelijk zijn dat een verdere elektrificatie van het voertuigenpark onvermijdelijk is. We zien een bedrijf als Umicore met een uitstekend management en een grootaandeelhouder als **GBL** (86,64 euro) niet direct honderden miljoenen euro's investeren in fabrieken als men geen goed oog heeft op de uiteindelijke rendabiliteit van die investeringen. Dat er eens een minder jaar (2019) in een lange rij van successen zit, is niet meer dan normaal. Het contract met LG Chem bewijst dat de lange termijn zonnig oogt.

We pikten Umicore na een lange afwezigheid omwille van 'te duur' terug op in de selectie in nummer 897 en profiteerden van de algemene malaise op de beurs en rond het aandeel om aan te vullen in nummer 900. Misschien was u wel nog geduldiger en kocht u op 12 juli aan een bodemkoers van 25,11 euro. Dan zit u al op een mooie winst. In elk geval, ook nu was het zaak het aandeel links te laten liggen wanneer het veel te duur was en terug op te pikken als het door wat tegenvallers uit de gratie viel en terug goedkoop noteerde.



We hanteren voor het aandeel een koopzone van 30 euro met een koersdoel van 40 euro. Het uitstekende management, de interessante 'groene' activiteiten en de familiale aandeelhouder (GBL) geven het een plaats in categorie 3 (weinig risico). Wat niet wil zeggen dat het koersverloop niet volatiel kan zijn.

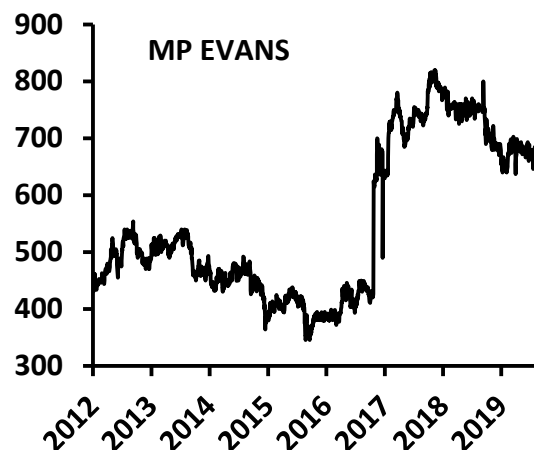
Bij de plantageaandelen is enig geduld ook noodzakelijk. **MP Evans** (646 pence) bijvoorbeeld is hoofdzakelijk actief in palmolie in Indonesië en dan mag je nog de juiste zaken doen, de resultaten hangen af van de palmolieprijs en daar heb je geen vat op. Die palmolieprijs herstelde ondertussen wat en noteert nu zo'n 570 dollar per ton (CIF Rotterdam). Eind vorig jaar noteerden we 450 dollar per ton dus dit is al een hele verbetering maar we zijn nog een eind verwijderd van de 700 dollar per ton waar we enkele jaren geleden vlot boven gingen. Veel bedrijven uit de sector rapporteren dan ook zwakke cijfers over de eerste jaarhalf of zelfs een verlies. Wanneer je de sector waardeert op basis van een bepaalde prijs per beplante hectare (deel in handen van de aandeelhouders) noteren veel bedrijven goedkoop. Je veronderstelt dan impliciet dat die palmolieprijzen wel zullen stijgen. Daar gaan we ook van uit. De vraag stijgt, vooral in Azië (India, China, Indonesië,...) en bij deze lage prijzen liggen de uitbreidingen stil wat op termijn tot een tekort zal leiden (en dus hogere prijzen). Noteer overigens dat bij hogere prijzen voor ruwe olie het interessanter wordt om palmolie te verwerken tot biodiesel.

MP Evans publiceerde overigens cijfers over de eerste jaarhalf waar we zo dadelijk op terug komen. Het bedrijf maakte enkele dagen voorheen ook de overname bekend van een bijkomend belang in sommige Indonesische filialen en dat leverde alweer wat interessante informatie op. Men kocht naar eigen zeggen het equivalent van 2.200 Ha oliepalmen voor 25,4 miljoen dollar. Dat zou dan gebaseerd zijn op een waardering van 9.500 dollar per hectare aangepast voor het werkkapitaal.

U moet weten dat bij wet een buitenlands bedrijf (zoals MP Evans) geen 100% van zijn Indonesische filialen kan bezitten. Een minimum van 5% moet in handen zijn van een Indonesische staatsburger. Bij MP Evans denken we dat de transactie betrekking had op 15% van Musi Rawas, Pangkatan en Simpang Kiri. MP Evans had in deze filialen al 80%, reken je alles uit dan geeft dit inderdaad een 2178,60 Ha extra (basis cijfers 31/12/18).

Noteer dat we bij een analyse van bedrijven uit de sector altijd kijken naar de hectares die toebehoren aan de aandeelhouders (deel groep) en niet naar de totale oppervlaktes. U zal begrijpen dat 50% van 10.000 Ha niet hetzelfde is als 95% van diezelfde 10.000 Ha en de transactie die MP Evans deed toont ook aan dat men voor die minderheidsbelangen ook echte dollars moet op tafel leggen. De 9.500 dollar per Ha waarvan sprake is minder dan de schattingen die je in het jaarverslag van MP Evans voor de respectievelijke plantages kan terugvinden (14.500, 16.000 en 12.600 dollar per Ha).

We noteerden eerder al dat die schattingen gebeuren op vraag van MP Evans en wiens brood men eet, diens woord men spreekt. Het gaat overigens ook over minderheidsbelangen en er is een correct verschil tussen de waarde van een meerderheids- en een minderheidsbelang. De 9.500 dollar per Ha is in elk geval een goede referentie en ligt in lijn met onze (voorzichtige) 10.000 dollar per Ha die we eerder al hanteerden in vorige analyses van bedrijven uit de sector. Het ligt overigens dichtbij het bedrag waaraan MP Evans zelf gewaardeerd wordt op de beurs.



Over naar de cijfers over de eerste jaarhalf. De eigen productie aan oliepalmvruchten steeg met 6%, de plantages van de groep zijn vrij jong. Men kocht 1% meer van derden zodat de totale productie 4% hoger lag dan in de eerste jaarhalf van 2018.

De gemiddelde palmolieprijs daalde evenwel tot 528 dollar per ton. Ook de prijs voor palmpitolie daalde gevoelig: van nog 1.030 dollar per ton in de eerste jaarhelft van vorig jaar naar 605 dollar per ton. De bedrijfswinst verschrompelde dan ook van 10,701 tot 1,040 miljoen dollar. Van een netto cashpositie evolueerde de groep richting een beperkte netto financiële schuld (30,061 miljoen dollar eind juni) wat de financiële kosten deed stijgen. Na nog wat belastingen dook het uiteindelijke resultaat (deel groep) licht in het rood tot een verlies van 0,884 miljoen dollar. Zoals gezegd vooral te verklaren door de lagere palmolieprijs en in vergelijking met sectorgenoten valt dit resultaat nog mee.

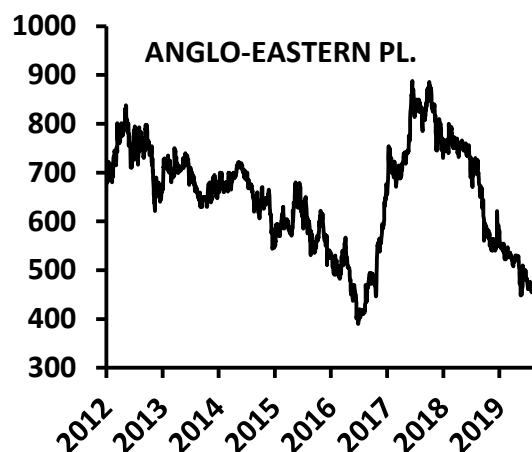
Na de aankoop van de bijkomende percentages in reeds bestaande plantages (gefinancierd met schulden) blijft men uitkijken naar nieuwe terreinen. De schuldpositie loopt dus verder op en misschien wordt het tijd om de resterende participaties in Maleisië te gelde te maken. Dit zijn oude plantages die ondertussen bouwgrond zijn en eind vorig jaar op 88,886 miljoen dollar geschat werden.

We herinneren ons dat bij het bod van Kuala Lumpur Kepong op MP Evans (aan 740 pence per aandeel) er discussie was over de waarde van die belangen in Maleisië. We veronderstellen dat men die dus eerst te gelde zal maken en dan pas openstaat voor een bod van de Maleisische sectorgenoot. Kuala Lumpur Kepong heeft zelf ook last van de lage palmolieprijs en daarom zien we een nieuwe overnamepoging niet onmiddellijk gebeuren. De hele sector wacht op betere palmolieprijzen.

We zijn geen koper meer van MP Evans aan de huidige koersen. Het aandeel hoort door de stevige financiële positie en de familiale controle in categorie 3 (weinig risico) al houden we die schuldpositie in het oog. Wie wou heeft al lang winst van tafel genomen, de koers blijft goed ondersteund omdat het bedrijf eigen aandelen blijft inkopen. Voor de selectie wachten we rustig de hernieuwde interesse van Kuala Lumpur Kepong af, die volgt wel als de palmolieprijs terug stijgt.

In dezelfde sector publiceerde ook **Anglo-Eastern Plantations** (458 pence) zijn cijfers over de eerste jaarhelft. Ook hier daalde de omzet gevoelig (-27%) tot 97,863 miljoen dollar. De eigen productie aan oliepalmvruchten (FFB) daalde met 1% tot 470.300 ton, van derden kocht men 15% minder. Die derden zijn dikwijls kleinere boeren, die gaan als eersten op de rem staan qua meststoffen en dergelijke bij lagere palmolieprijzen en zien ook hun productie dalen. De productie aan palmolie in de fabrieken daalde dan ook tot 182.600 ton (195.500 ton in eerste jaarhelft 2018) en in combinatie met de lagere palmolieprijs heb je de verklaring voor de lagere omzet en winst.

De bedrijfswinst daalde van 21,661 miljoen dollar tot een verlies van 0,251 miljoen dollar (na aanpassing waarde biologische activa). Het bedrijf heeft redelijk wat cash en verdient hier nog een interest op. Na belastingen blijft er evenwel een verlies (deel groep) van 1,483 miljoen dollar tegenover nog een winst van 12,246 miljoen dollar vorig jaar. Noteer dat dit alles na afschrijvingen van 8,511 miljoen dollar is.



Het bedrijf staat op stevige financiële benen. De netto cashpositie eind juni bedroeg 84,061 miljoen dollar, weliswaar een daling ten opzichte van de situatie eind vorig jaar (92,931 miljoen dollar) maar er zijn allicht veel sectorgenoten die jaloers zijn op de situatie van het bedrijf. Zelfs als de palmolieprijs laag blijft is er geen financieel probleem.

Qua uitbreidingen doet het bedrijf zijn best maar het gaat langzaam. Een detailanalyse leert dat de eigen plantages met 469 Ha konden aangroeien. Vooral in Bengkulu en Kalimantan heeft men nog wat ruimte om te groeien. In Kalimantan allicht omdat men daar de jongste jaren ook werk maakt van de zogenaamde 'plasma' arealen, dit zijn plantages die men aanlegt voor rekening van lokale boeren.

Qua waardering noteert Anglo-Eastern Plantations minder dan 2.500 dollar per hectare wat zeer goedkoop is. Het bedrijf heeft geen geld nodig en wordt niet of amper opgevolgd, het aandeel is ook vrij illiquide en de hoofdaandeelhouder (Madam Lim) is naar verluidt 'een beetje speciaal'. Maar dit neemt niet weg dat het aandeel aan de huidige koers goedkoop noteert en koopwaardig is al gaan we allicht maar een stijging zien van de beurskoers als ook de palmolieprijs aantrekt. We hanteren een koersdoel van 1.000 pence voor het aandeel (categorie 3, weinig risico). De handel in het aandeel is illiquide, men moet dus altijd met een limiet werken. Maar dat is een gouden regel bij al uw financiële transacties.

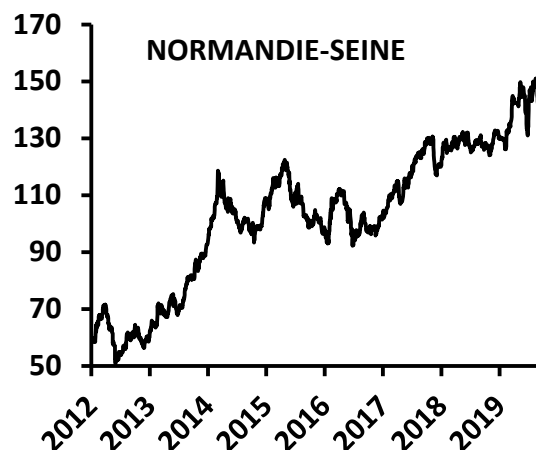
## Banken.

De Europese centrale bank (ECB) verlaagde de depositorente overigens tot -0,50%. Let op het minteken, eerder bedroeg die rente -0,40%. Er komen ook maatregelen om de impact voor de financiële instellingen te beperken. Onder bepaalde voorwaarden gaan ze die strafrente niet moeten betalen als ze geld bij de ECB stallen. Wees maar zeker dat ze die voorwaarden zullen voldoen en dus niets gaan proberen betalen aan de ECB terwijl ze hun (vooral institutionele) klanten gaan duidelijk maken dat ze mogen betalen voor hun deposito's zoals zichtrekeningen.

Daarnaast gaat men ook terug activa kopen. Vanaf 1 november gaat men terug 20 miljard euro per maand aan vastrentende activa kopen. Eind december 2018 was dit programma stopgezet en sindsdien kocht de ECB niets meer in. Lang heeft die inactiviteit dus niet geduurd. En men blijft papier dat op vervalddag komt herbeleggen.

Ook de Amerikaanse centrale bank (FED) verlaagde rente met 0,25% tot een vork van 1,75% tot 2,00%. De Amerikaanse economie draait goed, er was uit die hoek niet echt nood aan een renteverlaging. De aanhoudende kritiek van president Trump heeft zijn effect gehad en met de renteverlaging kan de tegenwind van de handelsoorlog met China gecounterd worden. Over een heropstart van de aankoop van vastrentend papier is nog niets beslist. Misschien moet Trump nog eens wat tweeten en dan kan ook de FED dit programma terug activeren.

De hele westerse wereld is zoals we eerder al schreven onderweg richting een Japans scenario. Lees: een (heel) lange periode van lage (korte en lange) rentevoeten. Wie een cash rendement zoekt op zijn beleggingen moet vooral naar aandelen kijken.



Voor financiële instellingen is het omgevingsklimaat dus niet gunstig. Er zijn tekenen dat men risicovollere activiteiten aan het opzoeken is om het rendement op peil te houden maar gemakkelijk zal dit niet zijn. En ondertussen zaait men de kiem voor verliezen in de toekomst. Financiële instellingen blijven dus categorie 1 (hoog risico).

U heeft nog de cijfers van **Normandie-Seine** (145,50 euro) en **Atlantique Vendée** (158,50 euro) te goed, de twee regionale banken van **Crédit Agricole** (10,97 euro) in de selectie. Normandie-Seine is bijvoorbeeld actief in Haut Normandie en claimt in die regio een marktaandeel van 28,6% in kredieten.

Die kredieten stegen overigens met 7,2% tot 13,1 miljard euro. De deposito's stegen ook met 5,5% tot 16,4 miljard euro of een marktaandeel in de regio van 26,85%. De lage rente drukt de operationele resultaten, dat wordt deels gecounterd door hogere opbrengsten op de beleggingen waaronder de investering in La Boétie, de overkoepelende holding boven Crédit Agricole waarin elke regionale bank voor een paar procenten participeert. Als het dividend van Crédit Agricole stijgt (zoals het geval was over boekjaar 2018, dividend uitgekeerd in 2019) stijgen de resultaten van La Boétie en kan ook deze niet genoteerde holding meer dividend uitkeren aan zijn aandeelhouders.

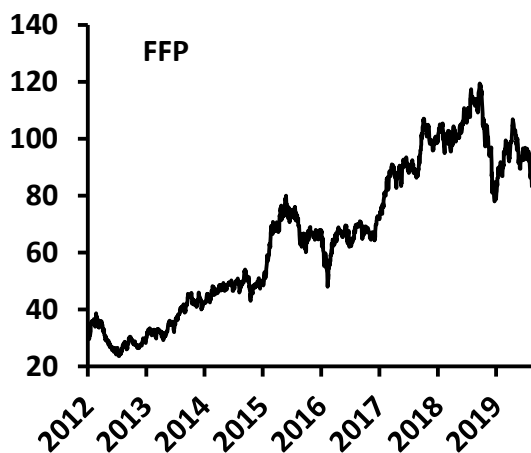
Op niveau van de moedermaatschappij daalde het resultaat per saldo met 6,2% tot 57,1 miljoen euro of 9,43 euro per aandeel. Op geconsolideerde basis daalde het netto resultaat met 1,7% tot 51,2 miljoen euro of 8,45 euro per aandeel. Duur kan je de huidige koers niet noemen. We hanteren een koopzone van 100 euro voor het aandeel met een koersdoel van 160 euro.

Bij Atlantique Vendée zie je een gelijkaardige evolutie al kon de geconsolideerde winst hier nog nipt (+0,7%) stijgen tot 69,4 miljoen euro of 9,42 euro per aandeel. Het bedrijf publiceerde geen cijfers op niveau van de moedermaatschappij maar die zullen ook wel in de lijn liggen van de geconsolideerde cijfers. Aangezien Crédit Agricole een belangrijke participatie is van de regionale banken (via La Boétie) kijken we ook altijd eens naar de cijfers van dat bedrijf. De winst per aandeel daalde daar met 14,1% tot 0,40 euro in het tweede kwartaal. Over de hele eerste jaarhelft was dit 0,63 euro (-9,8%). Gelet op de lage rentevoeten is dat nog een redelijke prestatie.

Noteer evenwel dat de regionale kassen zoals Normandie-Seine of Atlantique Vendée zich vooral beroepen op het coöperatieve karakter van hun activiteit en niet zeer aandeelhoudersvriendelijk zijn. We hanteren een koopzone van 100 euro voor Atlantique Vendée met een koersdoel van 160 euro, het aandeel hoort zoals gezegd in categorie 1.

## Holding.

We werken verder de resultaten over de eerste jaarhelft van de bedrijven in de selectie af en presenteren één van de volgende weken naar goede gewoonte een overzicht van de selectie. Van de holdings heeft u nog enkele resultaten te goed, we behandelen nu **FFP** (97,10 euro). Dit is een beursgenoteerd vehikel van de familie Peugeot die onder andere via FFP nog altijd aandeelhouder is van de gelijknamige autoproducent **Peugeot** (22,92 euro). Er zitten ondertussen een pak andere investeringen in FFP al blijft Peugeot zelf de grootste participatie. Eind juni was het 9,3% belang in Peugeot goed voor een waarde van 1,827 miljard euro wat 36% was van de totale waarde van de activa (5,119 miljard euro).



De overige participaties waren eveneens samen zo'n 1,824 miljard euro waard. Hierin genoteerde belangen in bedrijven als Lisi, SEB, Safran, Orpéa, SPIE en enkele niet genoteerde participaties. U ziet dat de holding een voorkeur heeft voor Franse bedrijven die zelf ook dikwijls een familiale aandeelhouder hebben. FFP beperkt zich tot een belang van enkele procenten in die bedrijven.

Daarnaast is FFP steeds meer een investeerder in private equity. Dit doet men via gespecialiseerde fondsen en een participatie in de specialist **IDI** (42,50 euro) die in een verder verleden nog in de selectie zat. Daarnaast is men steeds vaker actief als co-investeerder in dit soort bedrijven. Samen is private equity goed voor 19% van de activa.

Men heeft ook belangen in wat vastgoed via fondsen of eigen bedrijven en via een participatie in het beursgenoteerde **Immobilière Dassault** (62,50 euro). Samen is het vastgoed goed voor 8% van de bruto activa. Na aftrek van de financiële schulden (724 miljoen euro) bedroeg de intrinsieke waarde eind juni 4,395 miljard euro of 176,4 euro per aandeel.

Die intrinsieke waarde is de belangrijkste graadmeter voor de gang van zaken bij een holding als FFP. Voor de volledigheid geven we ook de netto winst (deel groep), die steeg van 86 tot 103 miljoen euro. Die gepubliceerde winst steeg vooral dankzij het hogere dividend dat men van Peugeot mocht ontvangen. In de eerste jaarhelft verkocht men de investering in het Zwitserse DKSH en verhoogde men het belang in Tikehau Capital Advisors. Het vastgoed kreeg een hoger gewicht in de portefeuille door de investering in Signa Prime Selection (5% belang), actief in Duitsland, Oostenrijk en Noord-Italië. Zo doet men geografisch voorzichtig enkele passen en verdubbelt men het gewicht van vastgoed in de portefeuille. Men deed ook twee nieuwe co-investeringen (China, Verenigde Staten).

FFP zit zeker niet op het niveau van bijvoorbeeld **Sofina** (192,40 euro) maar doet het niet onaardig en zijn grootste participatie (Peugeot) noteert goedkoop. Het aandeel noteert met een stevige discount op de intrinsieke waarde, de familiale aandeelhouders hebben dan ook de grote meerderheid (80%) van de aandelen in handen. We hanteren een koopzone van 80 euro voor het aandeel met een koersdoel van 125 euro. Voor een eerste positie mag u zeker wat meer betalen dan die 80 euro. Het aandeel hoort door de familiale controle en stevige financiële positie in categorie 3 (weinig risico).

Tot volgende week, nummer 918 moet donderdag 3 oktober in uw bus zitten. Tot dan!

Kristoff Van Houte

Meer info op [www.kroffinvest.be](http://www.kroffinvest.be).

Grafieken: [www.visionexpert.be](http://www.visionexpert.be).

Op woensdagavond tussen 18u30 en 20u kan u terecht voor telefonisch advies op 053/43.00.13. Vragen kan u ook stellen via [kroff@kroffinvest.be](mailto:kroff@kroffinvest.be).

Suggesties en reacties altijd welkom: Kroff Invest, Herststraat 25, 1761 Borchtlombeek fax 053/430013 of e-mail [kroff@kroffinvest.be](mailto:kroff@kroffinvest.be) met vermelding van abonneenummer (staat op briefomslag).

Een goede aandelenportefeuille bestaat uit minimum 10, liefst 20 aandelen uit verschillende sectoren.

Cashindicator: =

Koers op dinsdagavond van aangehaalde bedrijven in euro, tenzij anders vermeld:

Farma: Tubize 57,40

Vastgoed: Atenor 74,40 / Banimmo 3,46 / Texaf 35,20 / Wereldhave 20,04

Financieel: CA Atlantique 158,50 / CA Normandie 143,00 / KBC Ancora 40,72 / NN Group 32,27

Landbouw: AEP 454,00 pence / Camellia 96,50 pond / MP Evans 646 pence / Sipef 43,5 / Socfinaf 10,40 / Vranken 21,60

Gespreide holding: AVI Global (oude naam British Empire) 747 pence / Bolloré 3,75 / Bonheur 199,0 NOK / Brederode 69,60 / FFP 97,10 / First Pacific 3,08 HKD / GBL 86,70 / Gimv 55,90 / JM 55,20 \$ / Luxempart 52,00 / Sofina 192,40 / Wendel 122,60

Chemie: Corbion 26,48 / Recticel 7,89 Solvac 120,00 / Tessengerlo 28,85 / Umicore 35,00

Basismaterialen: Arcelor Mittal 12,78 / Bekaert 25,98 / Deceuninck 1,885 / Etex 13,20

Auto: Renault 54,46

Diverse: Boskalis 19,48 / Concordia Maritime 10,80 SEK / Econocom 2,41 / Euronav 7,785 / EVS 22,5 / Roularta 12,75 / Ter Beke 124,00 / Velcan 7,06 / Vivendi 24,94

Goud: 1.522,10 \$ per ounce