

• BELEGGEN IN INTERNATIONALE HOLDINGS

Brederode triomfeert in eerste editie van De Clash der Conglomeraten

De Waterloose Luxemburger Brederode is Wereldkampioen van de holdings geworden. Nadat de groep van Pierre van der Mersch (foto) in de eerste ronde het Spaanse Alba een pandoering had gegeven, liet ze in de finale de aan elkaar verwante groepen Prosus en Tencent achter zich. Berkshire Hathaway van Warren Buffett valt net naast het podium.

Welke van de 16 participatiemaatschappijen uit 16 verschillende landen wint de wedstrijd van Mister Market Magazine? Brederode!

16 holdings uit 16 verschillende landen kwamen aan de start van de Clash der Conglomeraten. In een eerste ronde vochten de deelnemers vorige week acht duels uit met rechtstreekse uitschakeling. U was de jury, en u stemde als volgt:

GBL – First Pacific: 58 – 6
Investor – Indus: 29 – 25
HAL Trust – Exor: 30 – 22
Tencent – Bolloré: 53 – 5
Prosus – Softbank: 54 – 4
Berkshire – Jardine: 33 – 16
Brederode – Alba: 45 – 7
AVI Global – Bonheur: 43 – 9.

Met de acht finalisten trokken we vervolgens naar drie experts en hun respectieve analistentteams, met de opdracht: **rangschik ze volgens uw aflopende voorkeur om tegen de huidige koers voor de lange termijn in te beleggen.** Tom Simonts (senior financial economist KBC), Sven Sterckx (lid directiecomité Dierickx Leys) en Marc Leyder (directeur beleggingsadvies Van Lanschot) hebben allen de ervaring, de kennis, een team en de grote goesting om er een weloverwogen top8 van te maken, rekening houdend met potentieel en risico over de lange termijn. Het resultaat van hun gewik en geweeg ziet u in deze tabel.

Brederode is de eindwinnaar, dankzij zijn toposities in de lijsten van Sven Sterckx en Marc Leyder. AVI Global is de favoriet van Tom Simonts, maar eindigde bij de andere twee helemaal laatst. Die moest daarom de duimen leggen voor de Chinees (Tencent), de Amerikaan (Berkshire) en de allemansvriend Prosus. De Amsterdamse Zuid-Afrikaan en de Waals-Brabantse Luxemburger (onze nummers 2 en 1 dit jaar) nemen we op in ons gloednieuwe **holdingportefeuille**, elk voor de helft van de waarde. **We houden ze bij tot minstens juli 2030, en vul-len jaar na jaar aan met de winnaars van de volgende edities.**

• 1. BREDERODE

Marc Leyder: 'Als holdingland bij uitstek, past het om een Belgische holding op nummer één te zetten. Sommigen beweren wel 'Wat je van ver haalt is lekkerder', maar als je in

	De punten van de eindjury			
	Tom Simonts	Sven Sterckx	Marc Leyder	Totaal
1. Brederode	6	15	15	36
2. Prosus	11	11	8	30
3. Tencent	8	8	6	22
4. Berkshire	3	4	11	18
5. AVI Global	15	1	1	17
6. Investor	4	6	4	14
7. GBL	2	3	3	8
8. HAL Trust	1	2	2	5

de achtertuin zo iets moois als Brederode kan plukken, doen wij dat met plezier. Trackrecord als een huis. Bovendien een gezond evenwicht tussen listed en private equity. Een holding die gerund wordt op basis van gezond verstand.'

Sven Sterckx:

'Wie 25 jaar geleden investeerde in Brederode, behaalde een rendement van 11,8% op jaarbasis. Dat is fors beter dan de Bel20 (+7,2%) en zelfs de Amerikaanse S&P500 (+9,9%). Wat ons zeer sterk aanspreekt, zijn de durf en de visie van het management. Zo zat Brederode net voor de financiële crisis van 2008 voor liefst één derde in bank- en verzekeringsaandelen, waaronder Dexia, Fortis en Royal Bank of Scotland. In de tweede jaarhelft van 2008 liquideerde het zonder pardon alle financiële participaties. De holding slikte een groot verlies. Maar de veel zwaardere verliezen die nog in het verschiep lagen, werden door de tijdige verkoop vermeden. We koesteren een diepe bewondering voor het management dat zulke stoutmoedige en radicale – maar correcte – beslissingen durfde te maken.'



Tom Simonts: 'De lange traditie en het indrukwekkende netwerk geven Brederode een toegangsticket tot de 'betere' fondsen, zoals dat dan heet. De liquide middelen worden geïnvesteerd met een lage omloopsnelheid en met het oog op cash returns. Die cash wordt versluisd naar private equity. Dat alles zit netjes verpakt in een Luxemburgs vehikel dat via een Nederlandse Stichting (STAK) wordt aangestuurd. Fiscaalvriendelijk, met delistingpotentieel.'

● 2. PROSUS

Simonts (foto rechts): 'Prosus bestaat uit een belang van 31% in Tencent en wordt zelf gecontroleerd door Naspers (de voormalige Nationale Persgroep van Zuid-Afrika). Tel daarbij een kasreserve van 5,4 miljard dollar én investeringen in wereldwijde consumentenplatformen, en je hebt het grootste Europese technologiebedrijf in handen. Bekende deelnemingen zijn Delivery Hero (22%), dat op zijn beurt voor 11% in Just Eat Takeaway zit. Verder de chatdienst MessageBird (dat naar de beurs komt), een belang van 28% in het Russische Mail.ru, 5% in Ctrip en 80% in Emag. Voor de lange termijn is Prosus mijn favoriet.'



Sterckx: 'Via Prosus kunnen beleggers onrechtstreeks investeren in Tencent, met een korting van om en bij de 30%. Het eventuele succes van een van de kleinere bedrijven geldt dan als extra bonus.' Sterckx vernoemt ook nog het Braziliaanse iFood, het fintechbedrijf PayU en het Indiase Swiggy.

Leyder: 'Prosus noteert sinds vorig jaar in Amsterdam. Het treintje komt daar moeizaam op gang, maar ik denk dat de afsplitsing van Naspers uiteindelijk de juiste zet zal blijken.'

● 3. TENCENT

Sterckx: 'Deze reus is een Chinese variant van Facebook, met focus op sociale netwerken en online advertising. Anders dan Facebook verdient Tencent het grote geld met (online) games. Als we kijken naar de trackrecord op de beurs, schieten superlatieven tekort. Sinds 2004 won de koers op jaarbasis een slordige 50%. Gezien de enorme machtspositie is het bedrijf uitstekend gepositioneerd om nog geruime tijd verder te groeien. Nadeel is het hogere risico,

waaronder de minder doorzichtige financiële rapportering, een mogelijke overheidsinmenging en de juridische aandeelhoudersstructuur.'

Simonts: 'Tencent is een absolute parel, maar evenzeer het grootste deel van de portefeuille van Prosus. Het is dus zo'n beetje kiezen tussen de twee. De consument en de gebruiker

waar Tencent's bedrijfsmodel schatplichtig aan is, moet en zal te allen tijde te vriend worden gehouden. Superapp WeChat is incontournable en dé motor voor nog een heel lange tijd. WeChat weet alles, speelt dat ook door in een China waar privacy niet het anker is dat het in Europa wel is. En via WeChat kan je betalen. De Chinese onlinebetaalmarkt was in 2018 33.400 miljard dollar groot, 52% meer dan een jaar eerder. Ze is verdeeld tussen Alipay (Alibaba, 55%) en WeChat (Tencent, 40%). De waarde van de fintechactiviteiten van Tencent wordt geschat op 123 miljard dollar, zo'n 21% van de totale marktwaarde. De rest zit zeer breed verdeeld, met focus op muziek en vooral gaming. Tencent kent de consument als geen ander en weet: die wil betalen, gamen en spenderen. Een robuuste marktpositie, *future proof*, mee met de trends, zoals onder meer virtual reality. Ik ben fan.'

Leyder: 'Dit is één groot succesverhaal. Met Tencent speel je in op de Aziatische en de digitale trein, toenemend betalingsverkeer en consumptie in China en omstreken. Wij verkiezen dus Tencent via Prosus.'



● 4. BERKSHIRE HATHAWAY

Leyder: 'Statler en Waldorf' zijn natuurlijk oud en gaan eertlang moeten uitchecken, maar ik zou erop rekenen dat de opvolging is gewaarborgd. De afgelopen tijd was de prestatie van Berkshire niet top, maar dat zal wel keren. Ze hebben hopen cash gereedstaan om volop te gaan shoppen als de bodem van de beurs nog eens goed zou scheuren. Buffett en Munger hebben directe open lijnen met de Amerikaanse centrale bank en mensen zoals Bill Gates.'

Sterckx: 'Nu Berkshire één van de grootste bedrijven ter wereld is, is het niet evident om nog sterk te outperformen, zelfs niet voor een kanjer als Buffett (foto onder). Maar degelijkheid primeert hier op een potentieel hoger maar riskanter rendement. En het aandeel noteert goedkoop.'

Simonts: 'Op de lange termijn is de visie van het management op de keuze van het jachtterrein belangrijker dan de keuze van het wapen op de keuze van de diersoort. De hoogte van de discount of premie is in dat kader irrelevant. Indien de gedoodverfde opvolgers van Buffett, Greg Abel en Ajit Jain, in dezelfde savanne blijven jagen als de grootmeester zelf, is de kans groot dat de premie zal verdampen. Berkshire kan dan een performant fonds worden, zonder witte olifanten of groene konijnen. (...) De keuze voor Apple is hoopgevend, omdat het blijk geeft van modernisering. Maar van de drie bij Berkshire die Apple kochten, bleef enkel oude Warren zitten (...) Het woord 'Berkshire' kan je niet uitspreken zonder een nederige toon aan te slaan, maar meer dan een kopie van de S&P500 zit er niet in de komende decennia. Tenzij de 100 miljard dollar aan overtollig kapitaal wordt uitgekeerd.'

● 5. AVI GLOBAL

Simonts: 'Via een hele reeks tentakels zit de groep de facto geïnvesteerd in 'de wereldeconomie'. Waarom zelf de moeite nemen om te kiezen als je kunt kiezen voor mensen die kiezen? Deze speler is misschien onbekend, maar potent is hij des te meer. (...) Het gemiddelde jaarlijkse rendement bedraagt 11,6% sinds juni 1985, en de tot vorig jaar als 'British Empire Trust' gekende holding is 'still going strong'. Van alle laureaten is dit de enige groep waar intrinsieke waarde en discount irrelevant zijn. Het aandeel lijkt duur, maar dat is de prijs van veiligheid en de prijs van luiheid. Want dat is de groep: liever laten investeren dan zelf te investeren.'

Leyder: 'AVI Global is een beetje een ratjetoe van vanalles. Het zit in holdings als Exor en Jardine Strategic, maar ook in Pershing Square van Bill Ackman en heel wat Japanse belangen. Japan is niet een geprefereerde markt en we hebben het niet zo voor Ackman. Er zitten wel mooie namen tussen (Wendel, Pargesa, Investor AB en Kinnevik, maar ook een Sony), maar ik word er niet warm van. Onbekend maakt mogelijk onbemind.'

Sterckx (foto boven): 'Over welke periode je het ook bekijkt, vinden we het trackrecord niet overweldigend. Daarom eindigt het op de laatste plaats in onze rangschikking.'

● 6. INVESTOR AB

Sterckx: 'Investor AB is de Zweedse holding, gesticht door de familie Wallenberg, die aanzienlijke participaties aanhoudt in Scandinavische kwaliteitsbedrijven en via de raden van bestuur invloed wil uitoefenen: SEB, Atlas Copco, het Zwitserse ABB, Ericsson, Husqvarna,... In de afgelopen 15 jaar realiseerde dit aandeel een jaarlijks gemiddelde return van



15,6%, dividenden inbegrepen. Indrukwekkend.'

Leyder: '80% zit in genoteerde bedrijven. De rest van de portefeuille bestaat uit 'Patricia Industries' (eigen holding, niet-beursgenoteerde bedrijven actief in de medische sector), alsook een 18,1%-belang in EQT. EQT investeert in private equity, maar ook in infrastructuur, onroerend goed en bedrijfsobligaties. Het ging in september 2019 naar de beurs, en is op slechts enkele maanden nagenoeg in waarde verdubbeld.'

Simonts: 'Investor is de 'grande dame' van deze lijst. Het heeft amper schulden en noteert aan een korting van ongeveer 15% ten opzichte van zijn intrinsieke waarde. Het aandeel van de vleesgeworden Zweedse oerdegelijkheid presteert op de heel lange termijn véél beter dan de markt. Investor zou bestand moeten zijn tegen de grillen van de tijd. De familiecultuur is stevig ingebed.'

● 7. GBL

Leyder: 'Tot de 'strategische deelnemingen' (75-80% van de portefeuille) behoren Total, Umicore, Pernod Ricard, Imerys en Adidas. Daarnaast zijn er de kweekvijverinvesteringen zoals GEA (10-15%) en Sienna Capital: deelnemingen in private equity of specifieke thema's. Het zijn vooral de laatste twee onderdelen die potentieel bieden.'

Sterckx: 'In 2012 werd Albert Frère opgevolgd door zijn schoonzoon Ian Gallienne en de voormalige financieel directeur van GDF Suez, Gérard Lamarche. Sindsdien waait er



een frisse wind. Er werd geïnvesteerd in bedrijven met meer toekomstpotentieel, zoals SGS en Adidas. GBL lijkt terug op de goede weg. Tegen een korting van 30% lijkt het aandeel ons niet oninteressant.'

Simonts: 'Veel te weinig technologie, e-commerce, betaalverkeer, halfgeleiders, enzovoort... GBL schiet te veel met scherp en te weinig met hagel. Slow growth staat gelijk aan low return. Het enige voordeel is dat GBL kan gekocht worden aan een forse korting. GBL had eigenlijk moeten verliezen van First Pacific, dat met straatlengtes voorsprong mijn voorkeur zou krijgen.'

● 8. HAL TRUST

Leyder (foto onder): 'Er zitten diverse belangen in de portefeuille die op zich een hoger dan gemiddeld risico inhouden, waaronder SBM Offshore, Boskalis en Vopak. Over de afgelopen 10 kalenderjaren was het trackrecord in orde, maar de laatste 5 jaar waren teleurstellend.'

Sterckx: 'HAL Trust investeert ook in niet-genoteerde bedrijven zoals FD Mediagroep en Coolblue. De afwikkeling van de verkoop van GrandVision aan EssilorLuxottica is niet alleen zeer significant maar zal ook nog een tijd op zich laten wachten, wat iets te veel onzekerheid oplevert.'

Simonts: 'HAL is het geesteskind van Martijn van der Valk. Die is een kanjer, al houdt hij zich deze dagen helaas enkel bezig met zeilen in Monaco. Ervan uitgaande dat de verkoop van GrandVision aan Luxottica doorgaat, wordt het HAL-vehikel gereduceerd tot een massieve berg cash. En dat zonder de visionaire Martijn om een herbelegging te zoeken. HAL moest in de eerste ronde de duimen leggen voor Exor, hetgeen spijtig is.'