

**HENDRIK OUDE  
NIJHUIS KIJKT NET  
ALS WARREN  
BUFFETT GRAAG  
NAAR DE VOLGENDE  
WAARDERINGS-  
MAATSTAVEN:**



#### > RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

*Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door het geïnvesteerde kapitaal. De ROIC geeft aan in welke mate een bedrijf uitblinkt in het verdienen van geld. Bedrijven met een hoge ROIC hebben vaak een duurzaam concurrentievoordeel.*



#### > EARNINGS YIELD (EY)

*Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de beurswaarde waarbij een correctie is aangebracht voor eventuele schulden en cash. Omdat gerekend wordt met het bedrijfsresultaat en gecorrigeerd wordt voor de balanspositie is de Earnings Yield een betere maatstaf om de waardering van verschillende aandelen met elkaar te vergelijken dan de meer bekende koers-winstverhouding.*

## HAL TRUST:

# aantrekkelijke waardering biedt kansen

HAL Trust is een invloedrijke investeerder die bekendstaat om zijn gediversifieerde portefeuille van zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde bedrijven. De beurskoers noteert ruim onder de boekwaarde van de bezittingen. **Als HAL zijn flinke kaspositie goed benut en kan profiteren van de resultaten van enkele sterk presterende belangen, kan het aandeelhouders ook belonen.**

**D**e meest prominente deelneming van HAL Trust is baggerbedrijf Boskalis, dat een belangrijke pijler is van de portefeuille. Maritieme dienstverleners, die vrij cyclisch en behoorlijk kapitaalintensief zijn, spelen daarin sowieso een belangrijke rol.

#### BEURSGENOTEERD

Een van de belangrijkste beursgenoteerde deelnemingen betreft Koninklijke Vopak, 's werelds grootste onafhankelijke tankterminaloperator. Het belang van HAL is 48,2 procent. Daarnaast bezit de investeringsmaatschap-

pij een belang van 22,9 procent in SBM Offshore, een bedrijf dat actief is op de markt voor drijvende opslag- en productieplatforms. Ook bezit HAL een groot belang in Safilo (49,8 procent), een producent en distributeur van zonnebrillen en monturen die genoteerd staat aan de Euronext Milaan. Als laatste is er Technip Energies, een toeleverancier aan de energiesector die is genoteerd aan Euronext Parijs, waarvan HAL 15,1 procent van de aandelen bezit.

De beurswaarde van de investeringsmaatschappij zelf bedraagt circa 10 miljard euro. Dat is een fikse korting ten opzichte

van de nettovermogenswaarde die HAL Trust rapporteert: de waarde van alle investeringen bij elkaar volgens de eigen boekhouding, plus het geld dat de investeerder in kas heeft. Wat betreft de beursgenoteerde belangen kan HAL daarvoor simpelweg kijken naar de marktkapitalisatie van deze bedrijven. Op het moment van schrijven zijn deze deelnemingen samen goed voor zo'n 4 miljard euro.

#### CONSERVATIEF

De waarde van de niet-beursgenoteerde belangen is een stuk lastiger te becijferen. Boskalis is met afstand het belangrijkste bedrijf



binnen deze categorie. HAL lijkt de niet-beursgenoteerde belangen wel heel laag te waarderen. De waarde van 4,4 miljard euro die bijvoorbeeld aan Boskalis wordt toegekend ligt amper boven de overnameprijs van twee jaar geleden. Sindsdien zijn zowel de omzet als de winst van de baggeraar sterk toegenomen, terwijl de aandelen van beursgenoteerde concurrenten ook aanzienlijk meer waard zijn geworden.

Naast de beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde beleggingen, heeft HAL nog een cashpositie van zo'n 2,8 miljard euro per 31 maart 2024.

Uitgaande van de waarderingen die HAL zelf op de niet-beursgenoteerde belangen plakt, de actuele waarde van de beursgenoteerde belangen én de kaspositie, wordt de totale waarde van HAL op ongeveer 150 euro per aandeel becijferd. Dit lijkt echter conservatief. Waar-

schijnlijker is dat zowel Boskalis als de andere niet-beursgenoteerde belangen zo'n 50 procent meer waard zijn dan de door HAL vermelde boekwaarde, wat zou betekenen dat de werkelijke waarde rond de 190 euro per aandeel ligt.

### AANDEELHOUDERSSTRUCTUUR

De familie Van der Vorm bezit circa 68 procent van de aandelen van HAL, 17 procent van de aandelen was in handen van ondernemer Hans Melchers en de rest – zo'n 15 procent – is in handen van andere minderheidsaandeelhouders. Na het overlijden van Melchers afgelopen najaar bezit zijn dochter nu het belang, maar zij is veel minder betrokken bij HAL.

Gezien de huidige, ogenschijnlijk lage beurswaarde, kan een gesprek met de tweede grootste aandeelhouder interessant zijn. HAL zou een prijs kunnen bieden die boven de actuele beurswaarde ligt, wat voor de Melchers-erfgenaam aantrekkelijk kan zijn gezien de lage verhandelbaarheid van haar aandelen. Dit zou HAL ook in staat stellen een deel van de aanzienlijke kaspositie van 2,8 miljard euro aan het werk te zetten. Voor de aandeelhouders zou het een aantrekkelijke deal zijn, aangezien de bezittingen vermoedelijk minstens 150 euro

per aandeel waard zijn terwijl de beurskoers rond de 118 euro noteert.

### GEEN PARELTJES

HAL verkocht GrandVision, het bedrijf achter optieketen Pearle, enkele jaren geleden zeer succesvol voor een miljardenbedrag aan het Italiaanse EssilorLuxottica. Maar soortgelijke substantiële parels zijn in de portefeuille van de Rotterdamse investeringsmaatschappij nu niet meer te vinden. Webwinkel Coolblue had een paar jaar geleden naar de beurs kunnen gaan tegen een waarde van 3 tot 6 miljard euro. Vanwege een stagnerende omzet, flinke margedruk en een fors hogere rente zijn beleggers over dit soort bedrijven nu echter veel minder enthousiast. HAL waardeert het 49-procentsbelang in Coolblue momenteel op een bescheiden 253,5 miljoen euro.

Ondanks het ontbreken van nieuwe kroonjuwelen in de portefeuille, blijft HAL Trust een solide keuze dankzij de korting op de nettovermogenswaarde en de sterke kaspositie. Door de lage verhandelbaarheid zou een relatief klein bedrag besteed aan aandeleninkoop al volstaan om de beurskoers op te tillen naar een niveau in de buurt van de door HAL geraamde waarde.

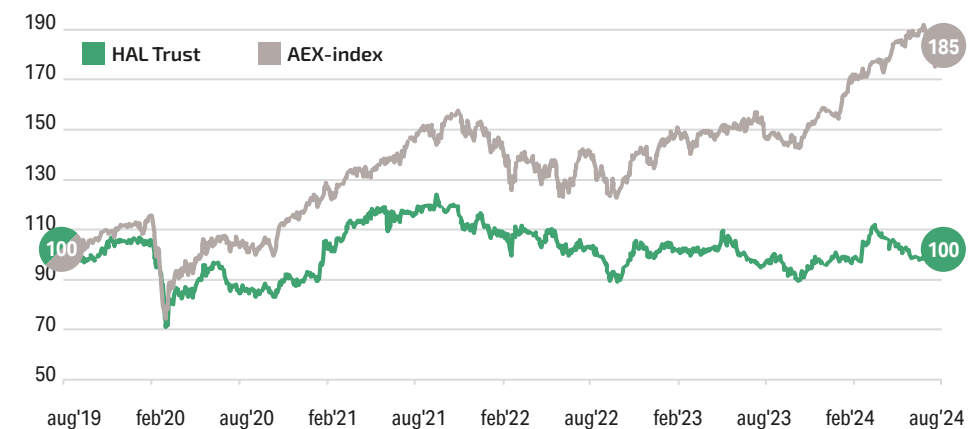


### OVER DE AUTEUR

*Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van waardebeleggen en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett – zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk' (beterinbeleggen.nl)*

*De auteur bezit geen aandelen HAL Trust.*

### HAL KWAM DE AFGELOPEN VIJF JAAR NAUWELIJKS VAN ZIJN PLAATS



Bron: Bloomberg