

Fundamentele waardecreatie Belgische bedrijven 2000-2010

Familiaal gecontroleerde bedrijven voeren de ranglijst aan

Jaarlijks berekenen we bij Value Square de waardecreatie over de afgelopen tien jaar van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die minstens ook tien jaar op de beurs noteren; dit jaar screenden we 88 Belgische bedrijven. We vergelijken hun prestaties met die van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van Warren Buffett, de beste belegger van de afgelopen decennia. Over de afgelopen 46 jaar - van eind 1964 tot eind 2010 - kon Buffett de boekwaarde per aandeel van zijn holding met 490409% doen stijgen of met 20,2% per jaar. Volgens Buffett geeft de evolutie van de boekwaarde een goed idee over de evolutie van de intrinsieke waarde. De afgelopen tien jaar steeg de boekwaarde van Berkshire Hathaway met 9,0% per jaar, een pak minder dan zijn lange termijngemiddelde, wat voornamelijk te maken heeft met de wet van de grote getallen. Hoe groter je bent, hoe moeilijker om de groei uit het verleden ook naar de toekomst door te trekken.

Van de 88 Belgische bedrijven presteerden er over de afgelopen tien jaar 24 beter dan Berkshire Hathaway. Op de jaarvergadering van Brederode merkte voorzitter Pierre Van der Mersch onlangs terecht op dat de prestatie van Buffett in euro vermoedelijk een pak minder zal zijn door de daling van de Amerikaanse dollar. En inderdaad de waardecreatie per jaar in euro bedraagt slechts 5,3% per jaar. Hierdoor doen 50 van de 88 Belgische bedrijven het beter dan Berkshire Hathaway.

De fundamentele waardecreatie beoordelen we aan de hand van de volgende formule: we bekijken de evolutie van de boekwaarde per aandeel en tellen daar de nettodividenden bij op die de aandeelhouders hebben gekregen. We maken een correctie voor kapitaalverhogingen. De analyse van deze fundamentele waardecreatie of het trackrecord is één van de zes pijlers waarop wij bij Value Square de kwaliteit van beursgenoteerde bedrijven beoordelen.

De fundamentele waardecreatie van alle Belgische bedrijven bedraagt over de afgelopen tien jaar gemiddeld 7% per jaar.

Dit is het vijfde jaar op rij dat we deze oefening doen voor de Belgische beurs. In 2006 won Van de Velde over de periode 1996-2006, in 2007 en 2008 won telkens Omega Pharma, in 2009 won Mobistar (gevolgd door Omega Pharma). Mobistar komt dit jaar niet voor in de rangschikking omdat het mobilfoonbedrijf tien jaar geleden een negatief eigen vermogen had ten gevolge van de afschrijving van de veel te duur betaalde UMTS-licentie en de intrestlasten door de zware schuldfinanciering. Heel soms kan de prestatie over een lange termijn van tien jaar een verkeerd beeld geven.

Dit jaar wordt de rangschikking aangevoerd door Texaf. Omega Pharma zakt van de tweede plaats vorig jaar naar de 14^{de} plaats vandaag. Het bedrijf uit Nazareth kon de afgelopen jaren zeer sterk groeien, maar kampt nu ook een beetje met de wet van de grote getallen. Men speelt nu in de Champions League samen met de grootste OTC-bedrijven in de wereld. Door de iets tragere groei en het kritische beleggerspubliek is de relatieve waardering van Omega Pharma op de beurs sterk gedaald. Eind de jaren negentig waren beleggers bereid voor Omega Pharma een aantal keer de omzet te betalen. Vandaag wil men nauwelijks 1 keer de omzet betalen. Nochtans heeft het niks te maken met een lagere rendabiliteit want de courante nettowinstmarge schommelt al jaren rond de 9%. Het is dan ook niet zo onlogisch dat referentie-aandeelhouder Marc Coucke een eventuele beursexit bestudeert.

VALUE SQUARE

VERMOGENSBEHEER EN ADVIES

Rangschikking							"VALUE" CREATIE IN BELGIË LAATSTE 10 JAAR										
2010	2009	2008	2007	2006	ONDERNEMING	BW 2000	BW 2010	Som Div	Correctie	Totaal	Value Creatie/Jr	% dividend	Totale return	BW 2009	Wijz 09/10		
1	7	18	new		Texaf	0,22	140,76	6,93	0,00	147,68	91,3%	4,7%	65586%	132,92	5,9%		
2	20	2	new		EVS	1,54	4,51	10,21	0,00	14,72	25,4%	77,4%	858%	4,39	2,7%		
3	4	7	31	41	Sipef	4,50	31,07	3,83	1,00	33,89	22,4%	13,0%	653%	23,03	34,9%		
4	5	9	7	10	Colruyt	1,68	7,94	3,84	0,00	11,78	21,5%	38,1%	601%	7,94	0,0%		
5	3	5	4	1	Van de Velde	3,21	11,61	9,40	0,00	21,01	20,7%	52,8%	554%	10,19	14,0%		
6	6	20	20	32	Spadel	6,86	21,47	16,89	0,00	38,36	18,8%	53,6%	459%	33,37	-35,7%		
7	8	14	17	19	Lotus Bakeries	33,98	142,12	31,77	0,15	173,24	17,7%	22,4%	411%	130,39	9,9%		
8	13	19	14	16	Miko	10,18	43,24	5,92	0,00	49,26	17,2%	15,1%	387%	37,62	15,2%		
9	10	12	9	11	Ackermans & van Haaren	14,83	51,09	7,52	0,00	58,61	14,7%	17,2%	295%	47,63	7,3%		
10	17	23	18	40	CFE	10,39	35,60	5,72	1,75	39,57	14,3%	19,6%	281%	31,57	12,8%		
New					Cimescaut	239,88	822,24	91,25	0,00	913,49	14,3%	13,5%	281%	813,74	1,0%		
12	11	11	6	9	Melexis	1,55	2,21	3,56	0,00	5,76	14,0%	84,5%	271%	1,38	59,5%		
13	14	13	19	22	Duvel	8,20	21,59	5,75	0,00	27,34	12,8%	30,0%	233%	19,27	12,1%		
14	2	1	1	new	Omega Pharma	7,78	29,64	3,18	8,53	24,28	12,1%	19,3%	212%	28,27	4,8%		
15	12	15	12	12	UCB	8,26	25,03	6,57	5,98	25,62	12,0%	37,9%	210%	24,08	4,0%		
16	16	29	39	35	Nationale Bank v. België	2867,37	8170,47	627,90	0,00	8798,37	11,9%	10,6%	207%	7758,30	5,3%		
17	18	17	new		VPK Packaging	13,94	37,00	3,77	0,00	40,77	11,3%	14,1%	193%	35,08	5,5%		
18	24	21	46	44	Campine	8,47	17,03	7,10	0,00	24,13	11,9%	45,3%	185%	13,20	29,1%		
19	19	16	27	25	Rosier	82,81	181,00	48,15	0,00	229,15	10,7%	17,7%	32%	189,43	-3,4%		
20	39	26	11	13	Econocom	2,29	5,33	1,45	0,49	6,29	10,6%	36,3%	175%	3,41	56,5%		
21	21	45	49	-	Ter Beke	19,37	51,43	14,94	15,33	51,04	10,2%	47,2%	164%	47,79	7,6%		
22	33	30	35	31	Solvac	72,44	145,56	31,95	0,00	177,51	9,4%	30,4%	145%	109,67	32,7%		
23	15	new			Intervest Retail	24,30	40,40	19,11	0,98	58,54	9,2%	55,8%	141%	39,30	2,8%		
24	29	34	40	37	Moury Construct	66,82	110,47	48,89	0,06	159,30	9,1%	52,9%	138%	103,94	6,3%		
25	22	25	15	18	Berkshire Hathaway	40439,10	95453,00	0,00	0,00	95453,00	9,0%	0,0%	136%	84487,00	13,0%		
New					KBC	19,30	32,80	12,62	0,00	45,42	8,9%	48,3%	135%	28,40	15,5%		
New					Warehouse Estates	26,10	39,67	20,73	0,00	60,40	8,8%	60,4%	131%	39,69	0,0%		
New					CO.BR.HA.	522,17	1121,92	81,00	0,00	1202,92	8,7%	11,9%	130%	1021,91	9,8%		
28	27	37	38	33	Solvay	44,25	79,20	20,20	0,00	99,40	8,4%	36,6%	125%	74,70	6,0%		
29	9	8	23	15	Atenor	13,50	20,06	11,90	1,80	30,17	8,4%	71,4%	123%	23,38	-14,2%		
30	28	27	28	28	Flordienne	48,46	93,42	17,13	4,68	105,87	8,1%	29,8%	118%	79,55	17,4%		
31	31	31	37	39	Umicore	8,59	12,86	5,99	0,18	18,66	8,1%	59,4%	117%	11,21	14,7%		
32	36	35	33	24	D'lieteren	11,38	22,61	2,08	0,00	24,70	8,1%	15,6%	117%	18,60	21,6%		
33	41	42	43	42	Bekaert	15,41	26,61	6,48	0,00	33,10	7,9%	36,7%	115%	21,59	23,3%		
New					SABCA	19,21	37,74	3,48	0,00	41,22	7,9%	15,8%	115%	32,16	17,4%		
35	25	new			WDP	23,72	29,62	22,01	0,87	50,76	7,9%	81,4%	114%	29,26	1,2%		
36	34	new			Home Invest Belgium	36,94	54,68	22,65	1,63	75,70	7,4%	58,4%	105%	52,94	3,3%		
37	37	6	new		Iris Group	16,08	32,58	3,22	2,89	32,92	7,4%	19,1%	105%	30,40	4,2%		
New					Wereldhave	51,49	71,40	32,06	0,00	103,46	7,2%	61,7%	101%	71,45	-0,1%		
New					Serviceflats	6126,48	7490,61	4696,18	0,00	12186,79	7,1%	77,5%	99%	7612,28	-1,6%		
New					Retail Estates	32,93	45,36	20,07	0,00	65,43	7,1%	61,7%	99%	43,07	10,5%		
41	38	10	new		Pair Daitz	10,28	17,14	3,10	0,00	20,39	7,0%	31,5%	97%	17,97	9,7%		
New					Leasinvest	53,13	68,92	34,57	0,00	103,48	6,9%	68,7%	95%	68,79	0,2%		
43	45	57	52	new	Kinopolis	13,44	22,48	3,68	0,00	26,15	6,9%	28,9%	95%	18,93	18,7%		
44	50	53	24	17	Compagnie Bois Sauvage	207,42	319,19	84,05	0,00	403,24	6,9%	42,9%	94%	268,33	19,0%		
45	44	50	45	new	Resilux	18,89	34,81	3,14	1,31	36,64	6,8%	17,7%	94%	27,62	26,0%		
New					Jensen Group	7,39	7,18	6,64	0,00	13,82	6,5%	103,2%	87%	6,20	15,9%		
47	32	24	10	5	NPM	30,01	50,03	5,09	0,00	55,12	6,3%	20,3%	84%	50,61	-1,1%		
48	40	41	21	3	Brederode	19,43	29,62	3,85	0,00	33,47	5,6%	27,4%	72%	27,05	9,5%		
49	35	38	8	new	Roularta	16,54	27,35	3,60	2,46	28,48	5,6%	30,1%	72%	24,71	10,7%		
New					Befimmo CVA	57,20	60,60	37,88	2,16	96,32	5,4%	96,8%	68%	58,87	2,9%		
New					Berkshire Hathaway in euro	42924,48	72024,06	0,00	0,00	72024,06	5,3%	0,0%	68%	58944,89	22,2%		
New					Comimmo	99,69	107,33	60,45	0,92	166,86	5,3%	90,0%	67%	111,10	-3,4%		
52	23	new			AB Inbev	9,51	16,36	3,23	3,13	15,45	5,0%	54,3%	62%	13,23	16,1%		
53	43	32	13	new	Sioen	5,24	5,81	1,59	0,00	8,40	4,8%	50,1%	60%	6,02	13,1%		
54	47	44	26	8	Sofina	78,57	106,98	10,65	0,00	117,63	4,1%	27,3%	50%	98,43	8,7%		
55	48	22	22	29	Saptec	63,25	81,48	10,96	0,00	92,44	3,9%	37,6%	46%	74,65	9,1%		
56	49	new			Intervest Offices	27,32	20,59	17,00	0,04	37,54	3,2%	166,3%	37%	21,39	-3,8%		
57	57	33	36	30	Picanol	5,27	5,59	1,58	0,00	7,17	3,1%	83,0%	36%	3,44	62,4%		
New					Fountain	16,19	15,29	5,93	0,00	21,22	2,7%	118,0%	31%	15,15	0,9%		
59	52	51	44	43	Immobel	57,90	41,78	33,73	0,00	75,51	2,7%	191,6%	30%	40,92	2,1%		
New					Deficom Group	28,82	13,49	23,64	0,00	37,13	2,6%	284,5%	29%	12,33	9,4%		
61	51	43	42	38	Tessenderlo	27,22	25,24	9,20	0,00	34,44	2,4%	127,4%	27%	25,37	-0,5%		
New					SVK (Scheepers Van Kerck)	621,53	724,53	60,63	0,00	785,15	2,4%	37,1%	26%	721,60	0,4%		
63	56	52	50	46	Rectibel	8,25	8,35	2,04	0,00	10,39	2,3%	95,1%	26%	7,80	7,2%		
64	53	46	41	34	Barco	36,33	33,24	11,65	0,00	44,89	2,1%	136,2%	24%	28,93	14,9%		
New					Belreca	74,41	77,64	14,18	0,00	91,81	2,1%	81,4%	23%	64,54	20,3%		
66	46	39	16	6	GBL	83,87	88,77	14,10	0,00	102,87	2,1%	74,2%	23%	94,40	-6,0%		
67	54	54	29	21	Dexia	7,37	4,84	3,41	0,00	8,26	1,1%	383,7%	12%	5,78	-16,1%		
68	49	30	23	Ageas	9,86	3,19	7,55	0,56	10,18	0,3%	2350,4%	3%	3,37	-5,4%			
69	55	48	48	36	Delhaize	55,24	49,91	9,90	4,15	55,66	0,1%	2327,8%	1%	43,96	13,6%		
New					Catala	134,23	91,67	40,37	0,00	132,04	-0,2%	-1836,7%	-2%	111,64	-17,9%		
71	42	28	32	26	GIMV	68,10	47,09	18,38	0,00	65,47	-0,4%	-700,4%	-4%	43,73	7,7%		
72		55	51		Sofimac (ex systemat)	7,78	4,88	1,60	0,00	6,48	-1,8%	-122,9%	-17%	5,81	-16,0%		
New					Beluga	14,83	4,58	6,80	0,00	11,38	-2,6%	-196,9%	-23%	4,73	-3,2%		
74	59	56	47	45	Agfa-Gevaert	11,21	6,01	2,31	0,00	8,22	-2,0%	-79,8%	-26%	5,78	4,0%		
New					Neufcour	17,84	13,10	0,00	0,00	13,10	-3,0%	0,0%	-27%	12,19	7,5%		
76	61	new			PinguinLutosa	12,83	11,82	0,19	2,89	9,11	-3,4%	-5,0%	-29%	11,49	2,8%		
New					Ibt-Bebig	1,02	2,14	0,00									

katoenplantages werden vernield en de Chinese concurrenten verkochten hun stoffen aan een lagere prijs dan de inkoop prijs van katoen. Vermits Texaf heel wat schulden had, was men bijna failliet. Het eigen vermogen zakte van 8,88 miljoen euro in 1999 naar 72.000 euro eind 2000. Filiaal Utafrica werd toen veroordeeld door een Londense rechtbank tot de terugbetaling van een schuld (en boete) van meer dan 30 miljoen euro aan een filiaal van de Wereldbank. Twee weken later werd president Laurent- Désiré Kabila vermoord.



Villa's met zwembad in Congo gebouwd door Texaf

Cobepa - de eigenaar van Texaf - besliste in 2002 zich terug te trekken en verkocht haar Congolese textieldochter via een management buy-out aan de gedelegeerd bestuurder Philippe Croonenberghs, die vandaag bijna 70% van de aandelen in handen heeft. Sindsdien gaat het veel beter met Texaf. De CEO investeerde volop in vastgoed (appartementen, villa's met zwembad, commerciële ruimtes en kantoren) in de hoofdstad Kinshasa. Het immobiliënpark van Texaf is sterk rendabel. Men verhuurt er appartementen aan 4000 euro per maand, wat een pak duurder is dan in Knokke. Er staan nog heel wat projecten op stapel, maar de financiering is een groot probleem. Een 100% deelneming in de grootste zandsteengroeve van Kinshasa draagt voor 40% bij tot de groepscashflow. Op termijn wil de CEO evenwel terug de oorspronkelijke landbouwactiviteiten nieuw leven inblazen. Politicus Herman De Croo is onafhankelijk bestuurder bij Texaf. Dominique Moorkens (Alcoba) neemt er het voorzitterschap waar. Bernard de Gerlache de Gomery is er ook bestuurder. Deze laatste is tevens bestuurder bij plantageholding **Sipef**. Net als Texaf stijgt Sipef de laatste jaren steevast in deze rangschikking van Belgische waardescheppers. Sipef stijgt een plaatsje van 4 naar 3. De boekwaarde ging in 2010 35% hoger te danken aan de goede operationele resultaten en de toename van de waarde van de biologische activa van haar palmolieplantages in Indonesië en Papoea-Nieuw Guinea. Palmolie blijft een zeer rendabele business aan palmolieprijzen boven de 1000 USD/ton.

EVS bekleedt de tweede plaats net zoals in 2007 en 2008. EVS is het enige pure technologiebedrijf in de top 10. Met zijn digitale beeldproductiesystemen is EVS quasi 'incontournable' voor alle respectabele televisiestations die sportwedstrijden op een hoogkwalitatieve manier willen uitzenden. Als u tijdens een live-sportwedstrijd naar vertraagde beelden kijkt (voetbal, tennis, ping-pong, enz..) dan is de kans meer dan 80% groot dat deze tv-beelden geproduceerd werden door EVS-servers.

Dat **Colruyt** en **Van de Velde** opnieuw in de top 10 prijken is bijna voor niemand nog een verrassing. Beide bedrijven noteren al 5 jaar onafgebroken in de top 10 van deze rangschikking. Colruyt is de primus in voedingsdistributie in België. Het behaalt de hoogste marges in zijn sector in een moeilijke markt door een focus op lage kosten. Het geeft vele (ook buitenlandse) concurrenten het nakijken. Ook Van de Velde slaagt erin om in een moeilijke markt blijvend marktaandeel te winnen. Er valt goed geld te verdienen door de frustraties van vrouwen over hun lichaam en borsten te verminderen door hen lingerie aan te bieden van een hoge kwaliteit zowel op vlak van pasvorm, mode en snit. Deze service kan het best geboden worden via de zelfstandige winkelier in het pashokje.

Spadel, de marktleider in het merkensegment van de natuurlijke mineraalwaters (Bru, Spa) in de Benelux, blijft op de zesde plaats hangen. Het bedrijf kampt de laatste tijd met heel wat concurrentie van kraantjeswater en niet-merkwater. Daarom blijft het verder investeren - ook in zijn merken. Het bedrijf had eind 2009 een berg cash (equivalent aan 2/3^{de} van het eigen vermogen) en keerde een uitzonderlijk dividend van 14 euro uit aan de aandeelhouders.

We blijven in de voedingssector met plaats 7 en 8. **Lotus Bakeries** probeert de consument te verleiden met lekkere speculooskoekjes en -pasta. Daar hoort ongetwijfeld een lekkere kop **Miko**-koffie bij.

Investeringsmaatschappij **Ackermans & van Haaren** (AVH) is evenmin weg te slaan uit de hoogste regionen. Al vijf jaar bekleedt AVH ongeveer de 10^{de} plek in deze rangschikking. We zien dan ook weinig redenen waarom het aandeel met een korting zou moeten noteren tegenover zijn intrinsieke waarde. Luc Bertrand & Co deden de boekwaarde per aandeel toenemen met 14,7% per jaar in de afgelopen tien jaar. De sterkste stijger uit de top 10 is **CFE**. De waardecreatie bij deze aannemingsmaatschappij - met als referentie-aandeelhouder het Franse Vinci - is vooral te danken aan baggergroep DEME. DEME is voor 50% in handen van CFE en 50% in handen van AVH. DEME domineert samen met het Aalsterse De Nul en de Nederlandse bedrijven Boskalis en Van Oord de baggermarkt in de wereld. DEME creëert land voor de toekomst. Dit is nodig ter ondersteuning van een groeiende wereldeconomie die nood heeft aan energie en infrastructuur (zowel op land als in zee). Door de stijgende zeespiegel en ter voorkoming van overstromingen en tsunami's is er een grote nood aan kustbescherming.

Een dikke proficiat aan alle bedrijfsleiders uit de top 10 ! Door hard te werken met een visie op de lange termijn hebben zij hun plaats in deze rangschikking niet gestolen, maar terecht zeer hard verdiend. Wat opvalt is dat met uitzondering van CFE alle bedrijven uit de top 10 een familiale aandeelhouder hebben.

Deze lijst is geen koopaanbeveling, maar wel een bewijs van waardecreatie uit het verleden. Prestaties uit het verleden bieden geen garantie voor prestaties naar de toekomst. Beleggen in aandelen blijft equivalent aan het nemen van risico's die eigen zijn aan ondernemerschap.

Tenslotte nog een woordje over de Belgische holdings. Zij zakken quasi allemaal verder in de rangschikking. Vermits hun boekwaarde door de toepassing van IFRS aangepast wordt aan de reële waarde van hun beursgenoteerde activa zijn zij onderhevig aan de capriolen van de beurs. U weet dat de beurs niet efficiënt is en dat aandelen soms te duur en soms te goedkoop noteren. Over de afgelopen tien jaar creëerde GIMV niet de beste resultaten als we deze vergelijken met vele andere holdings of investeringsmaatschappijen. Dit heeft hoofdzakelijk te maken met het grote gewicht (38,45%) in het jaar 2000 van de beursgenoteerde participaties én het feit dat de beurzen over de afgelopen tien jaar gemiddeld niet zo goed presteerden. Barco was in 2000 goed voor een gewicht van 21% in de totale intrinsieke waarde van Gimv en noteerde toen op 79,9 euro. Per 31/3/2011 noteerde Barco aan 54,28 euro of 32% lager dan tien jaar geleden. Gimv verkocht wel 2/3 van zijn participatie in Barco aan institutionele investeerders in 2004 aan 66,50 euro. Vroeg of laat zal Barco -dat al heel lang bij Gimv in portefeuille zit- verkocht worden. We willen hier ook de mindere prestatie van Gimv nuanceren. Over de afgelopen 30 jaar genereerde Gimv een gemiddelde return van 12,2%. Tien jaar is lang, maar zelfs dan nog steeds een momentopname, met voor Gimv een ongelukkige startwaarde en een 71^{ste} plaats op onze rangschikking van waardecreatie.

In NPM kan u niet meer beleggen. Voor vele beleggers is dit met spijt in het hart. Wie 23 jaar geleden aandelen NPM kocht had daar een gemiddelde jaarlijkse return op van 12,5%. Albert Frère is zijn imperium grondig aan het herstructureren en aan het voorbereiden voor de volgende generatie. In dit kader haalde hij zijn Belgische topholding van de beurs. Gérald Frère gaat vroeger op pensioen dan zijn vader Albert. We hopen dat de schoonzoon Ian Galienne niet vroeger op pensioen zal gaan dan schoonpapa Albert en dat hij de prestaties van GBL sterk verbetert, want met een gemiddelde fundamentele return van slechts 2,1% per jaar over de afgelopen tien jaar kan de belegger niet echt tevreden zijn. Maar hoop doet leven. Vele NPM-aandeelhouders hebben hun centen geherinvesteerd in GBL in de hoop in de toekomst een even succesvol parcours als dat van NPM te kunnen herhalen.

Patrick Millecam
Gedelegeerd Bestuurder Value Square
www.value-square.be

© VALUE SQUARE ASSET MANAGEMENT

Disclaimer

Deze tekst kan analyses van bedrijven, marktinformatie of financiële informatie bevatten maar mag geenszins worden gezien als een specifiek of persoonlijk beleggingsadvies. Voor een persoonlijk advies dient u altijd contact op te nemen met uw relatiebeheerder. De informatie die u langs deze weg ter beschikking wordt gesteld is niet opgesteld overeenkomstig de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied. Eventuele aanbevelingen zijn derhalve niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen. Deze informatie geeft enkel de analyse weer van het asset management van Value Square op de daarin weergegeven datum. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van dergelijke informatie kan niet worden gegarandeerd. De informatie kan ook op elk ogenblik wijzigen. Vroegere rendementen bieden geen enkele garantie op toekomstig rendement.

Copyright

U mag deze informatie alleen afdrucken of opslaan op een elektronische drager voor uw persoonlijk gebruik. U mag de informatie, inclusief Disclaimer en Copyright, niet wijzigen of deels verwijderen. Voor elk publiek of commercieel gebruik dient vooraf de schriftelijke toestemming van Value Square te worden bekomen.