

HAL: ONDERGEWAARDEERDE BLACK BOX

TEKST: JASPER JANSEN

Door nauwelijks inzicht te geven in de waarde van haar vele belangen is Hal structureel ondergewaardeerd.

Investeringsmaatschappij Hal is in de meest uiteenlopende sectoren actief en lijkt dan ook sterk op een lappendeken. Handel in hout (Pontmeyer), laminaat en wijn, kantoorinrichting (Ahrend), uitgeverij (FD Media Groep), scheepvaart, brillen (Pearle, GrandVision en het Chinese Redstar), gehoorapparaten, verzekeringen, incassobureaus, enzovoort. De drie grootste belangen zijn samen al meer waard dan het geheel.

WERELDWIJDE OPTICIEN

Voortgekomen uit de op 18 april 1873 opgerichte Nederlandsch-Amerikaanse Stoomvaart-Maatschappij, heeft Hal – afgezien van een belang in rederij Anthony Veder – volledig afscheid genomen van zijn scheepvaartactiviteiten. Ruim de helft van de omzet komt nu uit de exploitatie van 4.000 optiekwaken in 37 landen. Bij elkaar genereerden deze winkels in het eerste kwartaal van dit jaar een bedrijfsresultaat van 56 miljoen euro tegen 61 miljoen euro in dezelfde periode vorig jaar. De omzet steeg met 5 procent tot 486,2 miljoen euro

dankzij acquisities in Rusland, Engeland, Spanje en Chili.

De waarde van deze ketens is te beoordelen aan de hand van de multiples van een beursgenoteerde branchegenoot: de beurswaardering in verhouding tot behaalde financiële resultaten. Zo waardeert de Duitse beurs de kleinere concurrent Fiellman op 10,6 keer het bedrijfsresultaat en 1,9 keer de omzet. Uitgaande van een stabiele omzet- en winstontwikkeling – niet ongebruikelijk in de vrij defensieve optieksector – zijn genoemde kwartaalcijfers te vertalen naar jaarcijfers en dan blijken Hal's optiekwaken op basis van de Fiellman-multiples al gauw minstens 2,4 miljard euro waard.

Verder is de waarde van Hal's belangen in de beursgenoteerde ondernemingen Boskalis (31,75%) en Vopak (47,74%) samen ongeveer 1,5 miljard euro. Met een eigen beurswaarde van ongeveer 3,5 miljard euro blijft Hal dus zo'n 400 miljoen achter bij zijn drie grootste belangen. Gecorrigeerd voor de netto schuldpositie van 124 miljoen euro, bedraagt de onderwaardering rond 275 miljoen euro. Deze discount impliceert

dat beleggers alle andere activiteiten van de investeringsmaatschappij negatief waarderen.

GEEN CIJFERMATIGE INFORMATIE

De onderwaardering is grotendeels te verklaren doordat Hal over de niet-beursgenoteerde belangen vrijwel geen cijfermatige informatie geeft. Het hoofdkantoor zetelt in Curaçao, waardoor corporate-governance-regels slechts in overeenstemming hoeven te zijn met de zeer beperkte Antilliaanse wetgeving. Zo rapporteert Hal van zijn geconsolideerde private deelnemingen – meer dan 50 procent van de aandelen – weliswaar de omzetcijfers, maar de winstcijfers alleen als het zo uitkomt. De winstcijfers van de minderheidsdeelnemingen blijven sowieso onder de pet en zolang de omzet beneden de 10 miljoen euro blijft, wordt helemaal geen informatie vrijgegeven.

Ook de beperkte verhandelbaarheid in stukken Hal en de positie van de kleine aandeelhouder kan de negatieve waardering verklaren. De familie Van der Vorm heeft 45 procent van de aandelen in handen en de drie grootste aandeelhouders bezitten bij elkaar 70 procent. Combineer de slechte governance met de beperkte zeggenschap van kleine aandeelhouders en de discount van het fonds wordt steeds duidelijker.

Het moet voor grootaandeelhouder en bestuursvoorzitter Martijn van der Vorm een van de eenvoudigste manieren zijn om aandeelhouderswaarde te creëren en de discount weg te werken: simpelweg de governance in lijn brengen met de code-Tabaksblad voor goed ondernemingsbestuur. Dat dit nog niet gebeurt is, zou wel eens met de ontransparante beloningsstructuur te maken kunnen hebben. “De beloning bestaat uit een vaste beloning en een variabele beloning waarbij de omvang door de raad van commissarissen wordt samengesteld” is de enige zin in het jaarverslag die over de beloning gaat. ‘Tabaksblad’ zou dit niet pikken. ■

ZIJN DEZE DEELNEMINGEN 275 MILJOEN EURO NEGATIEF WAARD?

BEDRIJF	BELANG	OMZET	EBITDA	ACTIVITEIT
	(€ mln)	(€ mln)	(€ mln)	
PontMeyer NV	59,7%	411	12	Houtleverancier voor de bouw
Broadview NV	97,4%	199	29	Producent krassenbestendig laminaat
Ahrend NV	80,0%	274	6	Kantoorinrichter
Audionova BV	95,8%	165	14	Verkoper hoortoestellen
Mercurius Groep BV	100,0%	135	nb	Uitgeverij en communicatiespecialist
Intersafe Trust BV	95,5%	127	nb	Distributeur van veiligheidskleding industriële sector
Anthony Veder NV	64,2%	89	13	Scheepvaartonderneming
Delta Wines BV	63,0%	87	nb	Importeur en distributeur van wijn
Orthopedie Investments BV	89,0%	45	nb	Productie en verkoop van orthopedische hulpmiddelen
Lensmaster BV	81,0%	42	nb	Optiek en retail onderneming
Sports Timing BV	100,0%	20	nb	Ontwikkeling en productie van tijdmetingapparatuur
Flight Simulation BV	70,0%	15	nb	Pilotentrainingsprogramma met full flight simulatoren
Nationale Borgmaatschappij n.v.	47,5%	62	nb	Verzekeringsmaatschappij
FD Media Groep BV	46,8%	59	nb	Financieel Dagblad en Business News Radio
Investing BV	12,1%		38	Incassobureau
Private-equitypartnerships	nb	nb	nb	Investering in vijf private-equitypartners
Boekwaarde onroerend goed	€ 72,6 mln			