

Hal. Slechts éénmaal per jaar, bij de publicatie van de jaarcijfers, laat de onderneming weten wat de geschatte (markt)waarde hiervan is. Op 25 maart weten we wat dat betreft meer.

Volgens de voorlopige jaarcijfers is de nettovermogenswaarde van Hal het afgelopen jaar gestegen van 3.341 miljoen (€ 52,58 per aandeel) tot 4.666 miljoen euro (€ 73,40 per aandeel). In dit laatste getal zijn de niet-beursgenoteerde belangen tegen boekwaarde meegenomen. Eind december 2008 bedroeg het positieve verschil tussen de geschatte (markt)waarde en de boekwaarde van de niet-beursgenoteerde beleggingen 1.174 miljoen euro (€ 18,47 per aandeel). Volgens Hal is dit bedrag het afgelopen jaar gedaald, omdat het resultaat van de niet-beursgenoteerde belangen in 2009 is afgenomen.

Beleggers betalen momenteel circa 74 euro per aandeel Hal, wat impliceert dat de markt de waarde van de niet-beursgenoteerde belangen tegen Hal's boekwaarde heeft verdisconteerd. Dat lijkt wat negatief, maar is niet geheel onverklaarbaar. Hal spreekt zelf over een concentratierisico. De optiek-retailactiviteiten maken namelijk ruim drie kwart van de niet-beursgenoteerde investeringen uit. In het jaarverslag 2008 rekent de investeerder voor dat een daling van de brilverkoop met 10 procent, ceteris paribus, een negatief effect op de winst vóór belastingen zal hebben van ongeveer 100 miljoen euro, een enorm bedrag afgezet tegen de totale brutowinst van 438,3 miljoen euro over 2008. Beleggers hebben dit risico waarschijnlijk voor ogen.

De verkoop van brillen is niet alleen sterk gecorreleerd met de vergrijzing, maar eveneens met het consumentenvertrouwen en dat laatste is tanende. Toch vallen de laatste verkoopcijfers nog mee. Over de eerste negen maanden 2009 is zelfs sprake van een beperkte autonome omzetgroei, terwijl het bedrijfsresultaat van de optiek-retailondernemingen in deze periode met circa 10 procent is gedaald tot 192 miljoen euro. Daar komt bij dat analisten over het algemeen van mening zijn dat Hal haar niet-beursgenoteerde belangen te conservatief waardeert. En dat zou dan met name voor de optiekketens gelden. Hal hanteert hier normaliter een multiple voor van acht keer het bedrijfsresultaat. In Europa zijn nog slechts twee optiekketens beursgenoteerd: de Duitse Fielmann en het Italiaanse Luxottica. In geen van beide bedrijven heeft Hal een belang. Deze optiekketens kennen



hogere multiples dan de prijs waartegen de brillenzaken bij Hal in de boeken staan. Een multiple van ruim 10 zou meer in lijn liggen met deze branchegeenoten. Dat is interessant, want Hal zou op termijn best eens een beursgang van haar optiekketens kunnen overwegen.

VERKLAARBARE DISCOUNT

Al met al lijkt de beurskoers van Hal dus een aardige discount te kennen ten opzichte van de feitelijke intrinsieke waarde. Meerdere redenen kunnen hiervoor worden aangedragen. Ten eerste het genoemde concentratierisico. De grote afhankelijkheid van de optiekketens spreekt niet iedereen aan. Op de aandeelhoudersvergadering 2008 vroeg de VEB al naar de mogelijke impact van nieuwe ontwikkelingen op medisch gebied op de verkoop van brillen en gehoorapparaten. Hal zei de ontwikkelingen in nieuwe technieken te volgen, waar de belegger het dan maar mee moest doen.

Een tweede reden is de gebrekkige verhandelbaarheid van de stukken. De familie Van der Vorm controleert via de vehikels De Zwarte Bergen (41%) en Blanca Flor Corporation (27%) al 68 procent van de uitstaande aandelen. De derde grootaandeelhouder is Hans Melchers (17%), oprichter van Melchemie. Daarmee bedraagt de free float slechts iets meer dan 14 procent en dat nodigt niet uit om met groot geld arbitrage toe te passen tussen de koersontwikkeling van Hal en die van Vopak en Boskalis.

De macht van de grootaandeelhouders

kwam kortgeleden nog tot uiting in het voorstel het dividend voortaan in aandelen uit te keren in plaats van de gebruikelijke contanten. "Aandeelhouders die gezamenlijk 68% van Hal bezitten hebben al aangegeven voor stockdividend te opteren", zo werd medegedeeld. Voorts spreekt het hoge black-boxgehalte het aandeel parten. Inzicht in de waarde van de niet-beursgenoteerde belangen is erg beperkt, terwijl we hier toch over ruim de helft van de nettovermogenswaarde spreken.

Een ander nadeel is dat er zelden of nooit sprake is van synergie-effecten tussen de verschillende investeringen. Alleen bij de optiekketens lijkt dat wel het geval, maar Hal is daar bewust vaag over. Aangenomen mag worden dat Pearle en Grandvision integratie kennen op het gebied van inkoop, it, design en dergelijke. De in het algemeen geringe synergie tussen de verschillende beleggingen maakt het wel logisch dat de beurskoers van Hal een disagio doet ten opzichte van de intrinsieke waarde. Een minpunt is voorts dat het management van Hal zelf geen directe controle heeft op het wel en wee van de bedrijven waarin wordt belegd. Gaat het onverhoopt de verkeerde kant op bij bijvoorbeeld Ahrend of Boskalis, dan is het voor Van der Vorm en zijn collega Groot niet eenvoudig om snel bij te sturen. Met dergelijke grote belangen is het tevens lastig verkopen. De huidige slechte economische omstandigheden zorgden er bijvoorbeeld voor dat Hal weinig heeft kunnen desinvesteren. Analisten van Kempen zijn van mening dat Hal best af zou willen van "niet-kernbeleggingen" als Ahrend, Intersafe, Pontmeyer en Mercurius.

Hal maakt overigens nadrukkelijk melding van een managementinformatiesysteem om haar performance en die van de niet-beursgenoteerde deelnemingen maandelijks te volgen. Dit systeem omvat een aantal rapportages, zoals portefeuilleanalyse, budgettering, rapportage van gerealiseerde en verwachte resultaten, balans- en kasstroominformatie, alsmede operationele kengetallen. Het is de doelstelling van Hal dat de financiële verslaggeving, zowel voor interne als externe doeleinden, compleet, accuraat, valide en tijdig is. Misschien moet de onderneming deze informatie toch nog wat meer met de buitenwereld delen, zodat de beurskoers mogelijk meer in lijn komt te liggen met de intrinsieke waarde. Hal snijdt zich feitelijk zo in de eigen vingers en dat strookt niet met de doelstelling van maximalisatie van aandeelhouderswaarde. ■