

Bussum, 11 mei 2016



Beste aandeelhouder, beste belegger, beste relatie,

Graag sturen wij u dit bericht naar aanleiding van de actualiteit: een artikel dat op 3 mei jl. is geplaatst over Value8 op de website van Follow The Money. In dat artikel van de hand van oud-analist Roel Gooskens, is de indruk gewekt dat Value8 knoeit met de boekhouding en dat de CEO van Value8 (ik ken hem persoonlijk) het bonter maakt dan Joep van den Nieuwenhuyzen in de jaren '80. En dat Value8 in strijd handelt met twee belangrijke beginselen: het voorzichtigheidsbeginsel en het realisatiebeginsel.

Vrij land

Dat zijn nogal harde aantijgingen, die – even los van de inhoud – een reactie vergen. Nederland is een vrij land en mensen mogen hun eigen mening hebben. Dat geldt ook voor analisten en oud-analisten. Normaal gesproken volgt een analist een onderneming al langere tijd, heeft hij of zij contact met het bestuur en produceert de analist een rapport met een daaraan gekoppeld advies. Kopen, houden, verkopen eventueel voorzien van een koersdoel. Die analist doet zijn werk en vormt zich ten behoeve van zijn werkgever en klanten een oordeel over het aandeel. Een dergelijke analyse is er nu niet.

Geen wederhoor, (nog) geen gesprek

Oud-analist Gooskens heeft een opiniërend artikel geschreven dat door ftm is geplaatst. Dat is geen financiële analyse, maar media. In dit geval was hoor- en wederhoor een goed principe geweest. Dat heeft niet plaatsgevonden. De oud-analist heeft geen vragen willen stellen, is nooit bij Value8 op bezoek geweest en heeft zijn stellingen niet bij de onderneming willen of durven verifiëren. Dat is jammer. De uitnodiging voor een gesprek en nadere toelichting is uitgegaan en staat nog open.

Los van de oorsprong van het artikel: het gaat natuurlijk om de feiten. De vragen die zijn opgeworpen: sjoemelt Value8 met de cijfers, zijn de resultaten te hoog weergegeven, is Value8 eigenlijk verlieslatend en is De Vries de nieuwe Joep? Het korte antwoord luidt viermaal “nee”.

Volgens de oud-analist is Value8 een participatiemaatschappij die zelf zijn eigen deelnemingen en bedrijven waardeert en bij de beursgenoteerde belangen de beurskoers als waardering hanteert, terwijl die koersen door gebrek aan liquiditeit geen goede maatstaf zijn.

Dat is evident onjuist.

Value8 is een beursgenoteerde holding

Laten we beginnen met Value8 zelf. Value8 is geen participatiemaatschappij of investeringsmaatschappij. Value8 is een beursgenoteerde holding met eigen bedrijven (waarin wij een meerderheidsbelang houden) die zijn onderverdeeld over vijf groeiclusters. Het verschil is dat wij deze bedrijven op lange termijn willen laten groeien, zónder de expliciete wens te hebben die bedrijven te verkopen en de waarde stijging te realiseren.

Die eigen bedrijven, waarin Value8 een meerderheidsbelang heeft, vormen het overgrote deel van onze business. Onze bedrijven behaalden in 2015 259 miljoen euro omzet (en 120 miljoen euro zonder Source) om met 814 medewerkers. Dat gebeurt in de sectoren Healthcare (o.a. Eetgemak en Kersten), Food (o.a. Prika en Keesmakers), Dedicated Financial Services (AmsterdamGold, IEX, BK Group), Internet & Technology (GNS Brinkman, Axess, AquaServa) en Business Services (zakelijke dienstverlening: Source & Proud). Deze bedrijven hebben goede marktposities en de managers van deze bedrijven zijn hard aan het werk om die marktpositie te versterken en omzet en winst te verbeteren.

Niet alles zit mee

Met onze bedrijven gaat het per saldo goed, maar natuurlijk zit niet alles mee. Voor Kersten was 2015 – ondanks een hogere omzet - een moeilijk jaar. We hebben dat eerlijk aan onze aandeelhouders gecommuniceerd. In ons jaarverslag en in de eerdere berichtgeving. Bij Kersten hebben we ingegrepen en er wordt hard aan verbetering gewerkt. Ook voor Prika was 2015 een overgangsjaar: we hebben nieuw management aangesteld, kosten gereduceerd en de basis van de onderneming aanzienlijk versterkt. Maar in 2015 levert dat een negatieve bijdrage. We zien dat als investering in de toekomst, maar dat loopt wel via onze resultatenrekening.

Groei voor overgrote deel Value8-bedrijven

Het overgrote deel van de bedrijven heeft in 2015 wel groei laten zien. Eetgemak, onze bereider van zorg- en dieetmaaltijden, wist – net als voorgaande jaren – omzet en resultaat gestaag te verbeteren. In de financiële hoek groeide de omzet van BK Group en wisten we een mooie positie in online beleggingsinformatie op te bouwen door de combinatie van IEX en Belegger te realiseren. Het Technology-cluster deed heel veel beter dan in 2014 dankzij operationele verbeteringen bij GNS Brinkman en Axess en de nieuwe aanwinst AquaServa. Tenslotte stegen ook bij Source (de grootste binnen zakelijke dienstverlening) omzet en resultaat.

Van de bedrijven waarin we een meerderheid houden (tussen 50,1% en 100%), maakt Value8 géén eigen waardering. Dit zijn de Value8-bedrijven. Van deze bedrijven worden de cijfers door Value8 geconsolideerd: omzet en resultaten worden geconsolideerd op basis van de IFRS grondslagen van waardering en resultaatsbepaling.

Wij zijn van mening dat de meeste van onze bedrijven in 2015 in waarde zijn gestegen. Maar die waarde stijging wordt niet geboekt: alleen het resultaat wordt toegevoegd. Dat betekent dat – als je uitgaat van het geconsolideerde eigen vermogen van deze bedrijven – dit per saldo naar onze mening aanzienlijk lager ligt dan de werkelijke waarde die wij aan deze ondernemingen zouden toekennen. Ofwel: onze bedrijven staan voor een lager bedrag op de balans dan wat wij ze waard vinden. Dat is het gevolg van de toepassing van IFRS en de consolidatie van onze bedrijven.

Geen detailcijfers per onderneming

Dan is er de vraag over de winstgevendheid. Onze bedrijven zijn MKB of MKB-plus ondernemingen die concurreren met bedrijven die vaak niet transparant zijn. Het leveren van gedetailleerde resultatenrekeningen per bedrijf zou de concurrentiepositie (kunnen) schaden, zou inzicht geven in marges en strategie en tot winst- en waardedaling kunnen leiden. Dat willen we niet. We kunnen over 2015 ter indicatie wel de bandbreedte per cluster geven.

We kijken daar in eerste instantie naar de operationele winstgevendheid: de EBITDA, ofwel earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Belangrijkst is de cluster “Healthcare” met een EBITDA tussen 4 en 5 miljoen euro. Twee andere clusters – Internet&Technology en Business Services – realiseren elk een EBITDA tussen 1 en 2 miljoen. Dedicated Financial Services zit tussen 0 en 1 miljoen, maar op

genormaliseerde basis hoger, terwijl Food vooral door eenmalige posten een negatieve EBITDA toont.

Aanzienlijke kosten

Het simpele rekensommetje van de Gooskens over de overige opbrengsten (7 miljoen) klopt niet. Die overige opbrengsten bedragen nog geen 3 procent van de totale opbrengsten. Een deel heeft betrekking op een reverse listing waar aanzienlijke kosten tegenover staan. Voorts moet deze post worden gecorrigeerd voor de jaarlijkse instandhoudingskosten van het grote aantal beursfondsen waarbij Value8 betrokken is, alsmede voor holdingkosten en financiële lasten.

Ten aanzien van de beursgenoteerde minderheidsbelangen geldt dat daarbij de beurskoers als één van de indicatoren wordt gehanteerd. De conclusie van de oud-analist dat deze belangen op beurskoers zouden worden gewaardeerd is dan ook evident onjuist. Van de minderheidsbelangen wordt 38% op beurskoers gewaardeerd. Bijvoorbeeld het 15% belang in SnowWorld, waar we aandelen hebben verworven tegen 8 euro per aandeel, wordt wel op beurskoers gewaardeerd. Deze zijn per ultimo 2015 op 6,999 euro (= slotkoers 2015) gewaardeerd. Let wel: op deze positie is derhalve een verlies geboekt, terwijl ons pro rata gedeelte van de EBITDA van SnowWorld 1,3 miljoen positief bedraagt. De overige grotere belangen in beursfondsen staan echter voor een waarde lager dan de beurskoers in de boeken.

Geen handelaar in bedrijven

In het artikel geeft de oud-analist bovendien aan dat Value8 in strijd zou handelen met het voorzichtigheidsbeginsel. Dat beginsel bestaat niet meer: IFRS gaat uit van fair value en niet anders. Maar bovendien weet u inmiddels dat het consolideren van onze bedrijven de facto wél tot conservatisme leidt.

Verder wordt het daaraan gekoppelde realisatiebeginsel genoemd. Je mag volgens hem de winst pas nemen als je hem hebt gerealiseerd. Stel nu dat u een beleggingspand hebt gekocht in de jaren tachtig voor 50.000 gulden en het is nu 400.000 euro waard. Volgens de heer Gooskens moet u dan – zolang u het pand niet verkocht hebt – de historische waardering hanteren. Ook het realisatiebeginsel komt uit de oude tijd van Dutch gaap: IFRS accepteert dat niet. Maar, in dit voorbeeld, de Belastingdienst en de Gemeente (die beiden de WOZ hanteren) doen dat ook niet. De oud-analist miskent de structuur van Value8. We zijn geen participatiemaatschappij

en ook geen handelaren in bedrijven. Liefst bouwen we aan bedrijven en proberen we ze sterker en winstgevender te maken.

Al 8 jaar consistente toepassing IFRS

Ik heb hierboven een toelichting gegeven die nogal inhoudelijk is. Misschien wel een beetje té. Ik had kunnen volstaan met de mededeling dat onze interne accountants de cijfers hebben opgesteld conform IFRS en dat we IFRS al 8 jaar op consistente wijze toepassen. Bovendien heeft Mazars de jaarrekening gecontroleerd en een goedkeurende verklaring afgegeven. En zo is het natuurlijk ook. Maar dat antwoord was mogelijk als defensief en ontwijkend ervaren. En die kant willen we niet op.

Geen oordeel over waardering Value8

Inmiddels heb ik Roel Gooskens telefonisch gesproken. Ik ken hem nog uit mijn VEB verleden en had zijn mobiele nummer nog paraat. Gooskens gaf aan dat hij niet op de hoogte was van de verplichting van Value8 om IFRS toe te passen en zei verder dat hij geen oordeel over de waardering heeft willen uitspreken. Daarvoor had hij eenvoudigweg onvoldoende informatie. Voor het professionele verleden van Gooskens – met wie ik goede contacten onderhield en onderhoud – heb ik alle respect. Ik deel de jaarverslagenhobby (ik lees ze nog steeds op vakantie) en ik stond ooit zij aan zij tegenover Joep, waarbij mag opgemerkt dat het aantal kritische artikelen van mijn kant over Joep vele malen groter was.

Maar ook los daarvan: analisten en oud-analisten mogen hun mening hebben. Al zult u begrijpen dat ik liever gehad had dat hij mijn nummer even had gebeld. Een polemiek over gehanteerde IFRS-grondslagen lijkt me niet echt zinvol, zeker niet als dat gebeurt over de rug van ons bedrijf Value8.

Een enkel woord over de vergelijking met Joep van den Nieuwenhuyzen. Die is natuurlijk niet kies en ongefundeerd. Google op de naam Van den Nieuwenhuyzen en u ziet in één oogopslag dat zijn zakelijke handel en wandel het daglicht niet kan verdragen.

Hand in eigen boezem: betere IR

Er is ook reden om de hand in eigen boezem te steken. Kennelijk hebben wij onvoldoende geïnvesteerd in investor relations om de impact van een dergelijk artikel

te beperken. Wij hebben jaren gehad waarin de interesse van beleggers in Value8 een gegeven was en het is zelfs voorgekomen dat we beleggers hebben moeten waarschuwen voor een op de groei vooruitgelopen koers.

Kennelijk is er ook een ‘waar rook is, is vuur’ gevoel ontstaan, waardoor beleggers een unheimisch gevoel hebben gekregen. Daarvoor onze oprechte verontschuldiging. Wij proberen onze groep stap voor stap te versterken en – middels de cluster-aanpak – toe te werken naar een duidelijker profiel. Uit de reacties op het artikel moet ik concluderen dat we daar nog onvoldoende in zijn geslaagd.

Vooruitzichten positief; balans ijzersterk

Dan ten slotte over de vooruitzichten van Value8. Die zijn onverminderd positief. We staan er duidelijk beter voor dan een jaar geleden. We verwachten in 2016 een hogere EBITDA van onze bedrijven dan in 2015. Bovendien hebben we een uiterst solide balans met een solvabiliteit (vennootschappelijk) van respectievelijk 74, 80, 87 en 80 procent over de afgelopen 4 jaren. Dat zijn buitengewoon hoge percentages die de kracht van onze balans onderstrepen.

Verder nemen risico – elke dag weer – en doen daarbij ons best om (per saldo) waarde te creëren voor onze aandeelhouders. Indien we denken dat we daarmee waarde kunnen creëren hebben we zelfs interesse in verlieslatende bedrijven, ongeacht het korte termijn effect op onze resultatenrekening. Misschien aardig om te melden dat we sinds de start van Value8 meer dan 10 bedrijven uit faillissement en surseance hebben overgenomen, waarbij de bedrijven zijn gered en werkgelegenheid in belangrijke mate kon worden behouden. Hoewel we nog steeds open staan voor dergelijke special situations, is de focus de afgelopen jaren wel verschoven richting grotere en winstgevender bedrijven.

Liever 5-2 dan 0-0

We nemen risico en dat betekent ook dat we liever 5-2 winnen, dan 0-0 gelijkspelen. Tot op heden zijn we daarin geslaagd. Onze koers is – omgerekend – gestegen van 0,75 euro in september 2008 naar 9,50 per ultimo 2015. Het streven is die opgaande lijn – met een aanmerkelijk minder steile hellingshoek – de komende jaren door te trekken. Door nieuwe sterke bedrijven aan onze groep toe te voegen en door onze bestaande bedrijven te versterken.

Tenslotte

Kritiek is natuurlijk niet leuk. Ik ben in mijn bijna 49-jarige leven overigens weinig mensen tegengekomen die er echt goed tegen konden. Op dat vlak ben ik geen natuurtalent, maar ik doe mijn best. In ieder geval: inhoudelijke kritiek verdient een inhoudelijke reactie en onterechte kritiek moet worden weerlegd. Dat hebben we hierboven gedaan.

Ik dank onze aandeelhouders voor het in ons gestelde vertrouwen en zeg toe dat ik – samen met de collega's bij Value8 – er alles aan zal doen om dat vertrouwen niet te beschamen.

Value8 is een outperformer en zal dat blijven.

Met vriendelijke groet,

Peter Paul de Vries
CEO Value8

Bovenstaande brief is opgesteld in reactie op een artikel op ftm. De brief is bedoeld om nadere toelichting te geven, waarbij een aantal maal indicaties en bandbreedtes zijn gehanteerd. Voor de jaarcijfers 2015 en de uitgebreide toelichting wordt verwezen naar het Jaarverslag 2015 en de daarin opgenomen jaarrekening, die – in geval van interpretatieverschillen – wordt geacht leidend te zijn.