

## Bois Sauvage: duur, maar mogelijk veranderingen op til

Aandelen  | 14.03.2017 | Door Sandra Vandersmissen - Equity Analyst BNPP WM

De holdingdiscount van Bois Sauvage (initiating coverage with Hold) halveerde de afgelopen 5 jaren van meer dan 30% in 2012 tot onder de 15% in 2017. Deze mooie prestatie is grotendeels terecht. Niet genoteerde participaties maken tweede derde uit van de portefeuille. Pronkstuk UBCM Neuhaus is volledig eigendom van de groep en maakt 43% van de portefeuille uit. Er zijn ook participaties in vastgoed en een belang van 11,3% in Bank Berenberg. Deze zorgen voor stabiliteit in de portefeuille. Daarnaast zijn de participaties zeer geconcentreerd. Met de respectievelijk 28,2% en 2% in Recticel en Umicore, bekomt men quasi de totaliteit van de portefeuille. Het management van Bois Sauvage staat zeer dicht bij de bedrijven waarin het investeert.

Een derde reden voor afgenomen discount is speculatie. Afgelopen zomer versterkte de Paquot familie zich in de holding en daarnaast zijn er geruchten dat Bois Sauvage een overnemer zou zoeken voor de participatie in Recticel. Al zou de koers dan naar 8 EUR moeten gaan. Ondanks het feit dat de Neuhaus praline- en chocolade groep in 2016 leed onder de terroristische aanslagen in Brussel en Parijs, was 2016 toch een goed jaar. De NAV steeg met 11% tot 369 EUR per aandeel. Voor 2017 staat vooral waardecreatie via de vastgoedpoot op het menu.

Toch zijn er minpunten. We berekenen dat in 2017 de stijging van de NAV beperkt bleef, want de daling van de koers van Umicore annuleert de mooie stijging van de koers van Recticel. Hierdoor daalde de discount verder tot een geschatte 13%. Het dividendrendement is eerder laag en het dividend stijgt slechts met 1,1%. Bois Sauvage behoort tot de holdings met de meeste schulden. Tot slot is er weinig communicatie met de markt.

Alhoewel we de waardering zeer duur vinden, starten we met een neutraal advies. Hoofdrede is de speculatie omtrent de toekomst van de Recticel-participatie.