



Bolero

TOPIC

Beleggen in holdingaandelen

17 augustus 2020

RESEARCH: MICHEL DECLERCQ (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR BOLERO CONTENT MANAGER BARBARA DESMET



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

Holdingaandelen laten beleggers toe om op een goedkope manier te investeren in een **gediversifieerde portefeuille** en bieden vaak een **aantrekkelijk dividendrendement**. Bovendien krijgt u via een holding ook toegang tot **niet-beursgenoteerde bedrijven** of **durfkapitaal**.

Maar **hoe belegt u nu concreet in holdings** en wat moet u als beleg-het-zelf-zeker weten vooraleer u aan de slag gaat?

In dit dossier maakt KBC Securities-analist Michiel Declercq u wegwijs in de **terminologie** van holdingbedrijven en hun **waardering**, ontdekt u **drie redenen** om te beleggen in holdings en nemen we het **juiste instapmoment** onder de loep.

Wat zijn holdings?

Holdings zijn bedrijven die zelf **geen operationele activiteiten** uitoefenen, maar wel investeren in andere bedrijven. We onderscheiden **twee soorten** holdingbedrijven: monoholdings en non-monoholdings.

- **Monoholdings** zijn holdings die slechts in **één onderliggende participatie** investeren. Denk maar aan de holding Solvac, die enkel aandelen Solvay bezit, Tubize Financière (de holding boven farmabedrijf UCB) of Heineken Holding (de holding boven bierproducent Heineken NV).
- Daarnaast zijn er de **non-monoholdings**: die investeren in een **gediversifieerde portefeuille** van zowel **beursgenoteerde** als **niet-beursgenoteerde** bedrijven. Enkele voorbeelden zijn Ackermans & van Haaren (dat o.a. investeert in marine engineering en infrastructuur, private banking, vastgoed, energie en materialen en groeikapitaal), GBL, Hal Trust, etc.

Waarom beleggen in holdings?

Holdings zijn voor veel particuliere beleggers een populaire investering. Daar zijn enkele gegronde redenen toe. KBC Securities ziet 3 redenen in het bijzonder waarom beleggen in holdingbedrijven een interessante piste is.



Diversificatie en risicospreiding

Holdings bieden een opportuniteit om op een **goedkope manier** te investeren in een **gediversifieerde portefeuille**. Wanneer u als belegger investeert in één holdingaandeel, koopt u achterliggend immers aandelen van verschillende bedrijven. Dat argument is vanzelfsprekend enkel van toepassing op **non-monoholdings**. Dankzij die diversificatie krijgt u meteen ook meer **risicospreiding** in uw portefeuille.



Dividendrendement

Holdings bieden ook vaak een **aantrekkelijk dividendrendement**. Dat is vooral zo bij monoholdings, die in slechts één onderliggend actief investeren. Hun dividendrendement ligt vaak ook hoger dan dat van de onderliggende participatie.



Toegang tot alternatieve investeringen

Tot slot bieden holdings toegang tot alternatieve investeringen, denk maar aan **Private Equity** – of niet-beursgenoteerde participaties – en **durfkapitaal**, waartoe u als particuliere belegger normaal gezien geen toegang zou hebben.

Terminologie van holdings

Om te begrijpen hoe holdings gewaardeerd worden, is het belangrijk om eerst inzicht te verwerven in een reeks begrippen die eigen zijn aan dit type bedrijven en die bij de publicatie van de jaarresultaten steeds terugkeren.

NAV of Net Asset Value

De Net Asset Value of netto actiefwaarde (NAW) is de totale waarde van alle activa van de holding, min de schulden. De NAW reflecteert de **waarde van de holding vandaag**.

Andere vaak gehanteerde termen zijn **netto inventariswaarde (NIW)** en **intrinsieke waarde**.

TEV of Target Equity Value

Terwijl de NAW de huidige waarde weergeeft, is de TEV of Target Equity Value de **verwachte ondernemingswaarde in de toekomst**.

Het betreft een assumptie van de aandelenanalist, die inschat hoe de netto actiefwaarde zal evolueren.

Discount / korting / décote vs. premie

Wanneer we de huidige NAW vergelijken met de waardering die investeerders op de holding plakken, dus met de marktkapitalisatie of beurswaarde, zal er een verschil zijn.

Meestal ligt de marktkapitalisatie of beurswaarde onder de intrinsieke waarde van de holding; in dat geval spreken we van een **holdingkorting, discount of décote**.

Als de beurswaarde boven de intrinsieke waarde ligt, spreken we van een **holdingpremie**.

TSR of Total Shareholder Return

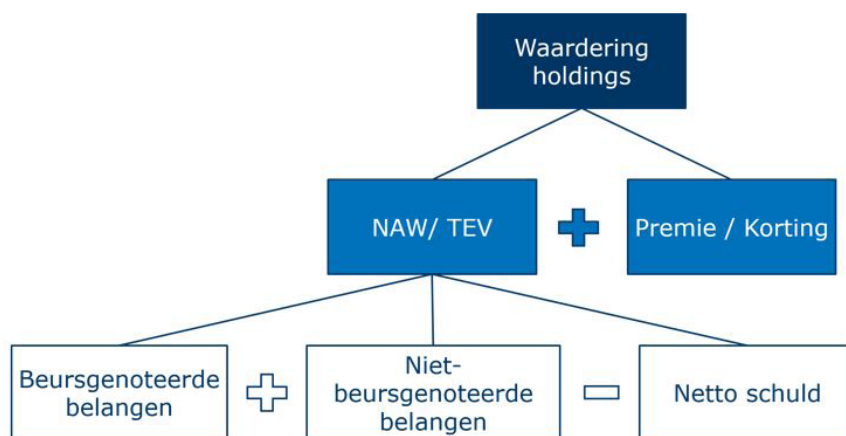
De Total Shareholder Return of TSR is een maatstaf die het volledige rendement voor de aandeelhouder weergeeft over een bepaalde periode. Het is de optelsom van de **koersevolutie** en het **dividendrendement** over die periode.

Waardering van holdings

Holdings worden **gewaardeerd op basis van hun NAW en een premie of korting**. De optelsom is de waarde van de holding.

Daarbij wordt een verschil gemaakt tussen de **huidige waarde** (de som van de NAW en de premie/korting) en de **toekomstige, verwachte waarde** (de som van de TEV en de verwachte premie/korting in de toekomst of het koersdoel van KBCS).

In wat volgt zoomen we in op de verschillende elementen en hoe hun waarde wordt bepaald.



NAW

De NAW is de som van de beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde belangen, min de nettoschuld.

Voor het bepalen van de huidige waarde worden de **beursgenoteerde** participaties gewaardeerd aan hun huidige **koersen**. Voor het bepalen van de **TEV** of beoogde ondernemingswaarde baseert KBCS zich op de **koersdoelen** voor de onderliggende participaties.

Voor de waardering van **niet-beursgenoteerde** participaties heeft een aandelenanalist verschillende opties:

- Ofwel wordt de waardering vastgesteld op basis van **multiples** (gelijkaardige beursgenoteerde bedrijven), een **DCF**- (Discounted Cash Flow) of **DDM**- waarderingmethode (Dividend Discount Model),
- Ofwel op basis van de **boekwaarde**.

- Een andere optie is het waarderen van niet-beursgenoteerde participaties op basis van de **boekwaarde + tracker**: omdat voor de private-equitybelangen van een holding vaak weinig informatie beschikbaar is, zal de analist een beursgenoteerde Private Equity-tracker (PE-tracker) hanteren, als referentie om in te schatten wat de bewegingen in die PE-belangen zijn.

De **nettoschuld** is de som van alle schulden min de kaspositie op holdingniveau.

Premie / korting

Meestal is de beurskapitalisatie van een holding kleiner dan de intrinsieke waarde. In dat geval spreekt men van een **holdingkorting, discount of décote**. Die korting wordt gedreven door tal van factoren die analisten in rekening zullen brengen om de verwachte holdingkorting of -premie te bepalen.

KBC Securities identificeerde 12 factoren die de korting of premie van holdings kunnen beïnvloeden.

1. Mean reversion

Analisten gaan er doorgaans van uit dat de holdingkorting of -premie de neiging heeft om terug te keren naar het historische of langetermijngemiddelde. Dat fenomeen wordt ook wel 'mean reversion' genoemd.

2. Gebrek aan liquiditeit

Wanneer de participaties van de holding niet liquide zijn, en dus niet gemakkelijk te verhandelen/verkopen zijn, zal er een discount of korting worden toegekend aan de som van alle participaties. Naast een gebrek aan liquiditeit op het niveau van de participaties, kan ook de holding zelf meer illiquide zijn, waardoor die aan een korting noteert.

3. Transparantie

Als belegger bent u afhankelijk van informatie die het holdingbedrijf publiceert. Als een holding weinig informatie geeft over de participaties waarin ze investeert, vormt dat een extra risico voor de investeerder en wordt de korting op holdingniveau groter.

4. Blootstelling aan Private Equity / activaschaarste

Wanneer een holding meer alternatieve investeringen heeft, zoals PE of durfkapitaal, zal de korting verkleinen, omdat dat activa zijn waarin u als particuliere belegger niet kan beleggen (zgn. 'activaschaarste').

5. Track record

Als particuliere belegger bent u afhankelijk van de manier waarop het management de holding beheert en wat zij doen met de kasstromen die uit hun participaties voortkomen. Voor holdings waarvan het management een sterk track record

kan voorleggen, is een kleinere korting gerechtvaardigd dan wanneer het managementteam zijn strepen nog moet verdienen.

6. Economische omgeving

Ook de economische omgeving heeft impact op de holdingkorting of -premie. Typisch zien we dat de holdingkorting in een opgaande markt (stierenmarkt) verkleint, terwijl die in een neergaande markt (berenmarkt) opnieuw zal toenemen.

7. Schuld- / cashpositie

Ook de schuld-/kaspositie heeft een impact op de holdingkorting, al valt dat minder rechtlijnig te bepalen. Als er op holdingniveau schulden zijn, zal het rendement van de holding weliswaar hoger liggen, maar anderzijds zal ook het risicoprofiel hoger zijn. Vandaar dat de schuldpositie zowel een verkleining als een toename van de korting kan inhouden.

Het omgekeerde geldt voor een aanzienlijke kaspositie: die zal het rendement van de holding doen verwateren, maar biedt meer stabiliteit in volatiele tijden.

8. Kwaliteit van de activa

De kwaliteit van de activa is erg belangrijk: een holding met kwalitatieve onderliggende participaties verdient een kleinere korting. Elementen die daarin een rol spelen zijn de concentratie van activa, de geografische diversiteit, volatiliteit van de portefeuille, etc.

9. Vereffeningskorting

We spreken van een vereffeningskorting wanneer we rekening houden met bepaalde kosten die kunnen voorkomen wanneer de holding een bepaalde participatie zou verkopen.

10. Gebrek aan controle

De waardering van een holding reflecteert doorgaans een controlerend belang in een onderneming. Wanneer een holding geen controle over zijn participaties heeft, zal de korting toenemen.

11. Operationele kosten

Hoe groter de operationele kosten op holdingniveau, hoe groter de korting. Lagere operationele kosten garanderen dan weer een lagere korting.

12. Onvoorziene omstandigheden

Denk aan eventuele aansprakelijkheid uit hangende geschillen of rechtszaken, leninggaranties,... die een negatieve of positieve impact kunnen hebben op de holding en ook een invloed zullen hebben op de korting of premie.

Het juiste instapmoment

Het grote **voordeel** van investeren in holdingaandelen is dat u als belegger aan een **lage kostprijs** toegang krijgt tot een **brede waaier aan bedrijven**, wat in tijden van crisis extra interessant kan zijn. Uiteraard is dat argument enkel van toepassing op non-monoholdings.

Stel u even voor dat we ons in een markt bevinden waarin vooral bedrijven in de gezondheidszorg- en technologiesector het relatief goed doen en Amerikaanse aandelen beter presteren dan hun Europese tegenhangers. Wanneer een holding in die sectoren en continenten actief is, zal dat **tegengewicht** bieden voor andere, meer cyclische bedrijven binnen zijn portfolio. De sterke **diversificatie** geeft holdings een **defensief karakter**, wat ook blijkt uit hun rendementen in het verleden.

Voor een **geschikt instapmoment** kijken investeerders vaak naar de **discount of holdingkorting**. Zodra die **sterk afwijkt van het historisch gemiddelde** (2 of 5 jaar), kan er zich een **koopopportunity** voordoen. Hoewel het gemiddelde een goede maatstaf kan zijn, is het verleden geen garantie voor de toekomst.

Algemeen wordt aanvaard dat **discounts kleiner worden in stijgende markten en groter worden in neergaande markten**. Dat die theorie klopt, blijkt uit historische data; over de periode 2012 – 2019 verkleinde de gemiddelde discount van non-monoholdings van 35% tot ongeveer 10%. Voor de monoholdings was de daling minder uitgesproken, van 35% naar 25%.

Toch moet u bij holdings verder kijken dan enkel de macro-economische conjunctuur. De verkleining van de discount was in het verleden ook te wijten aan de **strategische transformatie** die vele holdingbedrijven ondergingen. Zo werd vaak afstand gedaan van geconcentreerde participaties in beursgenoteerde bedrijven en werd **meer aandacht besteed aan private equity**, ook buiten Europa.

Sofina is daar een schoolvoorbeeld van. De historische belangen in o.a Colruyt en Danone maakten geleidelijk aan plaats voor private equity en venture capital (durfkapitaal). Over de jaren heen kon Sofina binnen de sector sterke connecties leggen en passeerde het meermaals langs de kassa. De succesvolle implementatie van de nieuwe strategie leverde sterke resultaten op, waardoor de discount in 2020 nagenoeg volledig verdwenen was. In 2009 bedroeg die nog bijna 50%.

Bij hun analyse van de **resultaten** zullen **aandelenanalisten** vaak een **inschatting** maken van de **holdingkorting** en die vergelijken met het twee- of vijfjaarsgemiddelde. Volg dus zeker de **beursactualiteit** op de voet om te weten in welke zin de discount van holdings in uw portefeuille evolueert.

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.