



Bolero

TOPIC

Waarom familiebedrijven de beurs kloppen

06 oktober 2017

DOOR TOM SIMONTS, SENIOR FINANCIAL ECONOMIST KBC GROEP



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 loop nemen.

Familiebedrijf Roularta (70% in handen van de familie De Nolf) pakte deze week uit met een opvallend bericht en gaf daarmee meteen de perfecte voorzet voor de “Dag van het Familiebedrijf”. Die wordt naar jaarlijkse gewoonte door het IFB (Instituut voor het Familiebedrijf) georganiseerd in oktober, dit jaar met gastprekers van Stadsbader, Boss Paints en IJsfabriek Strombeek.

KBC meent dat Belgische en Europese familiebedrijven bij uitstek goed geplaatst zijn om de groeiversnelling in de eurozone om te zetten in stevige rendementen. Sterk familiaal aandeelhouderschap impliceert vaak een (meer) doordachte langetermijnvisie en een hoger rendement op het geïnvesteerde kapitaal.

De gemiddelde winst van Europese familiebedrijven ligt vandaag 25% boven het niveau van de crisis van 2008, terwijl de brede markt nog 40% onder niveau ligt. Op de beurs presteerden familiebedrijven de voorbije zeven jaar beter dan de markt: ze noteren dan ook aan een premie, maar die is gerechtvaardigd én bevindt zich nog steeds op een fair niveau.

Wat is een “familiebedrijf”

1. Volgens het IFB wordt een onderneming, ongeacht de omvang, als een familiebedrijf beschouwd wanneer de **meerderheid van het stemrecht** op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaar van de onderneming en zijn familie.
2. Daarnaast stellen ze dat het voor een beursgenoteerd familiebedrijf – zoals Bekaert, Sioen of Van de Velde in België – volstaat dat de **familie 25% van de stemrechten** in het bezit heeft.
3. Er dient **minstens één vertegenwoordiger van de familie in het management of het bestuur** van de groep actief te zijn. Op die manier wordt rekening gehouden met gradaties in het familiale karakter van bedrijven. Zo zijn er familiebedrijven waar het eigendom, het management en het bestuur uitsluitend in handen zijn van familieleden. Daarnaast zijn er bedrijven waar de familie niet meer de dagelijkse leiding bekleedt, maar wel nog de voornaamste eigenaar is. De meeste beursgenoteerde Belgische familiebedrijven zijn daar mooie voorbeelden van.

Economisch belang

Uit een onderzoek in opdracht van FBNet Belgium blijkt dat **meer dan 75% van de Belgische ondernemingen het label ‘familiebedrijf’ draagt**. Ook in de meeste andere belangrijke Europese landen leggen ze beslag op het grootste deel van het bedrijvenbestand. We geven graag enkele bevindingen uit de studie mee:

- Familiebedrijven zijn verantwoordelijk voor **een derde van ons bbp**;
- Familiebedrijven zijn goed voor **45% van het totale aantal arbeidsplaatsen** in België;
- Vergeleken met niet-familiebedrijven zijn familiebedrijven gemiddeld iets **ouder, kleiner**, meer actief in de **bouw**, minder actief in de dienstensector en **minder internationaal** actief.

De grootste familiebedrijven ter wereld: supermarkten, auto's en een handelshuis
De familie die het bedrijf oprichtte heeft ten minste 18 procent van de aandelen en mag de bestuursvoorzitter aanwijzen. Bronnen: McKinsey, Bloomberg, The Economist.

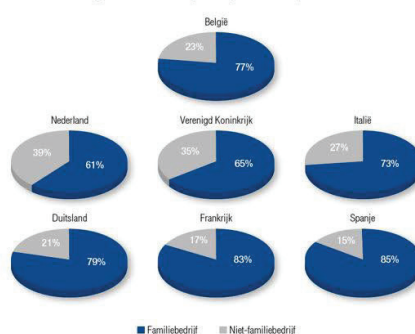
Omzet 2013 in miljarden euro's



Bron: The Economist

Door: NRC Q | Gewaakt met: LocalFocus

Figuur 1: Aantal familiebedrijven in België en enkele Europese landen



Bron: FBNet International (2008) voor de andere Europese landen.

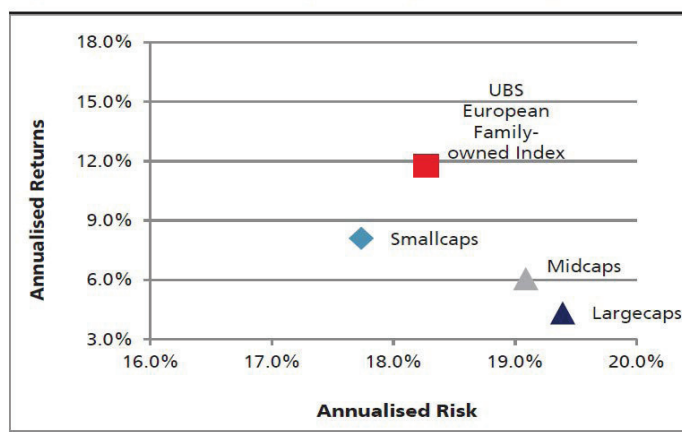
(Bron: [Het economische belang van familiebedrijven in België](#))

Waarom zijn familiebedrijven interessant?

Langetermijnvisie

Een sterk familiaal aandeelhouderschap dat bij het beleid betrokken is, leidt volgens KBC Asset Management tot een **doordachte langetermijnvisie**, die zowel door de aandeelhouders als door het management wordt gedeeld. Er wordt veel aandacht besteed aan de bedrijfscontinuïteit. De emotionele betrokkenheid bij de vorige generaties en de aandacht voor de belangen van de toekomstige generaties zijn doorgaans aanwezig. Doordat familiale ondernemingen over de generaties heen denken, kunnen ze het kortetermijnbelang gemakkelijker loslaten dan andere bedrijven.

Figure 18: Risk/return 10-year analysis in Europe



Source: UBS estimates, Thomson Datastream. Data based on MSCI daily indices.

Het management wordt minder gemotiveerd door kortetermijnobjectieven en bonussen, die soms ten koste gaan van het langetermijnbelang van de aandeelhouders.

Omgekeerd zijn families vaak meer bereid om **kapitaal voor een langere tijd ter beschikking** te stellen. Zo kunnen winsten worden geherinvesteed in plaats van uitgekeerd.

Verantwoord groeien

Veel familiebedrijven streven ernaar om op een verantwoorde manier te groeien, om zo hun toekomst te verzekeren. Financiële avonturen en prestigeprojecten van het management maken meestal weinig of geen kans. Bovendien is de **groei van familiebedrijven stabiel**er dan die van andere ondernemingen, omdat die doorgaans gefinancierd wordt met hun eigen middelen. De focus ligt meer op het succes en de

uitbouw van de bestaande activiteiten (**organische groei**). Omdat overnames kunnen leiden tot het verwateren van het familiebelang, komen die zelden voor.

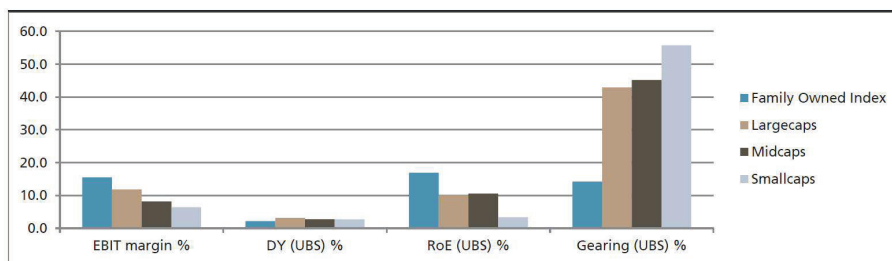
Marktpositie en prijszetting

Familiebedrijven blijven zich meestal **focussen op hun kernactiviteiten**. Ze zijn minder geneigd om zich via overnames in te laten met nieuwe activiteiten of te diversifiëren naar activiteiten waarover ze geen kennis hebben. Daardoor zijn het vaak toonaangevende spelers met een relatief groot marktaandeel binnen hun domein. Door het beperkte aantal concurrenten genieten ze een prijszettingssmacht.

Een hoger rendement tegen een faire prijs

Familiebedrijven bieden een **hoger rendement op het geïnvesteerde kapitaal**, wat op termijn leidt tot een **sterkere winstgroei**. De gemiddelde winst per aandeel van bedrijven in de eurozone ligt nog altijd 40% lager dan voor de crisis van 2008. De Europese familiebedrijven daarentegen zagen de winsten in diezelfde periode met 25% stijgen. Ook op de beurs presteerden familiebedrijven de voorbije zeven jaar beter dan andere bedrijven.

Figure 21: Global: Fundamentals of family firms vs. large and midcaps – five-year average



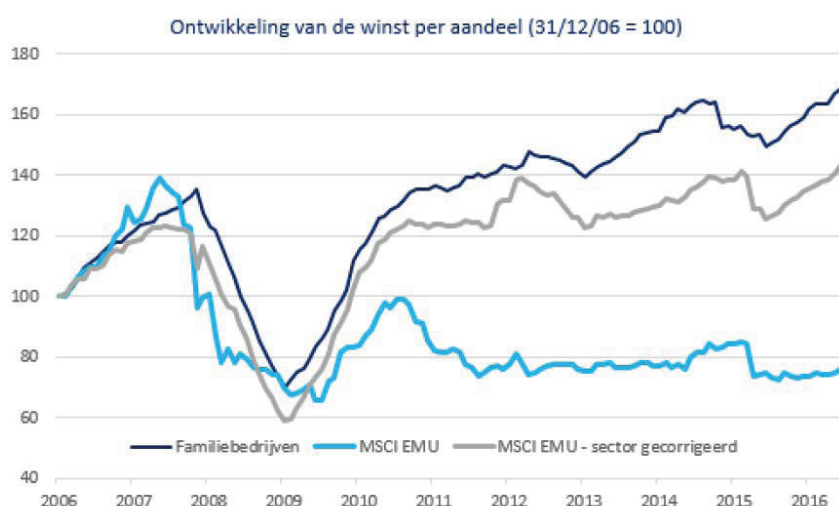
Source: UBS

Daardoor noteren familiebedrijven meestal duurder dan de brede Europese aandelenmarkt, maar deze premie ligt nog steeds op een fair niveau. Omdat familiebedrijven veel meer dan de brede eurozone-index geconcentreerd zijn in consumentensectoren, verklaart dit ongeveer 60% van het verschil in rendement. In 2016 werkte de sectorsamenstelling nadelig: er zijn niet veel familiebedrijven actief in grondstoffen en ze controleren ook nauwelijks of geen banken. Ze profiteren dus minder van cyclische opleving en konden bij het jaareinde dan ook niet profiteren van hogere rentevoeten.

En als belegger?

Uit een studie van UBS blijkt dat familiebedrijven ten opzichte van Large-, Mid- en Smallcaps **gemiddeld een hogere winstmarge (EBIT) hebben en een hoger rendement op het eigen vermogen**. Ook op niveau van de schuldgraad scoren ze het best met een **significant lagere schuldgraad** (Gearing). Zoals eerder aangehaald worden de winsten – door het langetermijnperspectief – vaker geherinvesteed dan uitgekeerd. En dat blijkt uit het dividendenrendement, dat het laagst ligt van de vier groepen.

Volgens KBC maakt de unieke manier waarop ze worden geleid worden – met een voorzichtig financieel beleid, een focus op de kernactiviteiten en een langetermijnvisie – van familiebedrijven ook vaak **kwaliteitsbedrijven**. En kwaliteit komt op termijn altijd bovendien, dat is op de beurs niet anders.



Familiebedrijven boden de afgelopen jaren niet alleen een hoger rendement op het geïnvesteerde kapitaal, ze bewezen ook dat ze tegen een stootje kunnen. Bij de correctie van de aandelenmarkt in het derde kwartaal van 2015 bijvoorbeeld, daalden de aandelen van familiebedrijven gevoelig minder dan de rest van de markt.

Value Square

Dat is ook de **analisten van Value Square** niet ontgaan. Uit hun jaarlijkse barometer voor de mate waarin Belgische bedrijven waarde creëren bleek eerder dit jaar dat in het lijstje van de sterkste presteerders vooral familiebedrijven terug te vinden zijn.



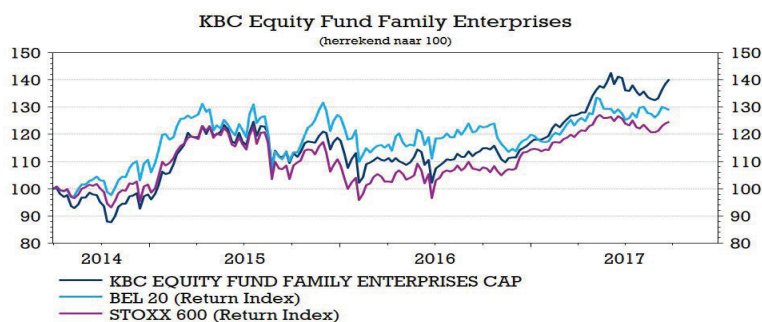
Onder meer **Lotus Bakeries**, **Resilux**, **Colruyt** en **Jensen Group** presteren in de periode tussen 2006 en 2016 beter dan superbelegger Warren Buffet met Berkshire Hathaway:

- “Als familie zien wij ons als de behouders van het bedrijf. Daarbij primeert steeds de langetermijnvisie”, zo legde CEO Jan Boone van Lotus Bakeries het aan De Tijd uit.
- Bij **Resilux** klonk het als volgt: ‘Hard werken, dicht bij de klant staan, de hoogste kwaliteit leveren, steeds blijven innoveren’.

KBC Equity Fund Family Enterprises

KBC Asset Management heeft met het **KBC Equity Fund Family Enterprises** (ISIN: BE6266852704 – niet online te verhandelen via Bolero, wel telefonisch via Bolero Orderdesk) sinds 2014 een fonds dat op dit thema inspeelt. Het fonds streeft naar een rendement door overwegend te beleggen in aandelen van genoteerde bedrijven uit de eurozone met een familiaal karakter, te weten:

- **Minstens 20%** (belangenpercentage) **van de aandelen** van het bedrijf zijn rechtstreeks of onrechtstreeks (bijvoorbeeld via een vennootschap of stichting) in het bezit van één of meerdere families
- **Minstens één lid van de familie(s)** maakt rechtstreeks of onrechtstreeks (bijvoorbeeld via een vennootschap of door formele mandatering van een derde) deel uit van de Raad van Bestuur van het bedrijf.



Familiebedrijven in de Benelux

We gingen op zoek naar de familiebedrijven binnen het universum van KBC Securities en stelden vast dat ze met velen zijn: we telden er in totaal 47. Daarvan zijn er 32 waarbij de familie nog een actieve rol speelt, bij de overige stellen ze enkel het kapitaal ter beschikking en wordt het beleid door externe partijen gevoerd.

	Eigendom (%)	Familievehikel	Actief betrokken	Koers	Koersdoel	% opwaarts potentieel
Colruyt	51.8%	Colruyt Family	ja	45.7	42.0	-8.1%
Deceuninck	26.1%	Francis van Eeckhout	ja	3.3	3.3	1.5%
EXMAR	46.6%	Scaverys Family	ja	4.6	8.0	73.9%
Greenyard	49.3%	Doprez Holding	ja	19.2	22.0	14.7%
IBA	20.8%	Belgian Anchorage	ja	28.5	25.0	-8.8%
Immobel	58.8%	Mamix Galle	ja	53.9	63.0	16.9%
Kinopolis Group	46.4%	Bert Family	ja	52.5	58.0	10.5%
Melexis	53.6%	Xtrion	ja	77.3	84.0	8.7%
Mithra	30.3%	Francois Fornieri	ja	10.0	15.5	55.3%
Option	23.9%	Jan Callewaert	ja	0.1	0.1	-28.6%
Restlux	50.8%	De Cuyper Family	ja	146.0	161.0	10.3%
Roularta	56.9%	Koln	ja	15.0	18.5	23.7%
Sioen	65.2%	Sioen Family	ja	27.4	30.5	11.4%
Sligro Food Group	34.0%	Slippen Family	ja	36.5	36.0	-1.4%
Solvac	77.5%	Solvay Family	ja	137.0	135.0	-1.4%
Tessenderlo	36.8%	Verbrugghe (van Picanol)	ja	40.8	36.0	-11.7%
Toxaf	62.4%	SFA	ja	31.1	40.0	28.6%
VGP	38.3%	Van Geet Family	ja	68.7	€	#VALUE!
Warehouses De Pauw	25.5%	De Pauw Family	ja	94.1	92.0	-2.2%
Bois Sauvage	52.2%	Guy Raquot	ja	345.5	335.0	-3.0%
CFE	60.4%	AVH	ja	125.4	125.0	-0.3%
Econocom Group	37.7%	Jean Louis Bouchard	ja	6.4	8.0	25.8%
Floridienne	43.2%	Betulfo	ja	171.0	140.0	-18.1%
Heineken	50.0%	Heineken Holding	ja	83.8	95.0	13.3%
Heineken Holding	52.6%	Heineken Family	ja	79.3	85.0	7.2%
Jensen-Group	53.6%	Jensen Family	ja	43.4	42.0	-3.3%
Miko	55.3%	Michelsen Family	ja	129.0	142.0	10.1%
Picanol	89.3%	Luc Tak	ja	100.8	115.0	14.1%
Smartphoto group	17.1%	Kaesteker Family	ja	1.6	1.6	0.0%
Sofina	54.2%	Boel Family	ja	129.8	130.0	0.2%
Ter Beke	65.2%	STAK Coovon	ja	185.0	190.0	2.7%
Van de Velde	56.3%	Van de Velde Holding	ja	46.2	48.0	3.9%
AB InBev	32.8%	Stichting AB Inbev	nee	98.7	115.0	16.5%
Ackermans & van Haaren	33.0%	Scaldis Invest	nee	146.3	145.0	-0.9%
D'Iteren	57.1%	D'Iteren Family	nee	36.3	47.0	29.2%
Euronav	16.5%	Scaverys Family	nee	6.7	7.3	9.0%
GBL	50.0%	Pargesa	nee	88.2	95.0	7.7%
Lucas Bols	25.0%	Nolet	nee	18.5	20.0	8.1%
Sipef	12.3%	Bracht Family	nee	61.8	75.0	21.4%
Solvay	30.7%	Solvac	nee	124.2	125.0	0.6%
Tubize Financiere	36.8%	Janssen Family	nee	60.2	77.0	27.9%
UCB	35.0%	Tubize Financiere	nee	60.5	75.0	24.1%
Aalberts Industries	13.3%	Aalbert Family	nee	39.7	35.0	-11.8%
Barco	18.3%	Van De Wiele Group	nee	91.0	87.5	-3.9%
Bekaert	36.1%	Bekaert Family	nee	40.1	51.0	27.3%
Bredaerde	55.7%	STAK Holdicam	nee	48.6	44.0	-9.4%
RealDolmen	14.2%	Colruyt	nee	24.8	32.0	29.0%

Opgepast, evenwel

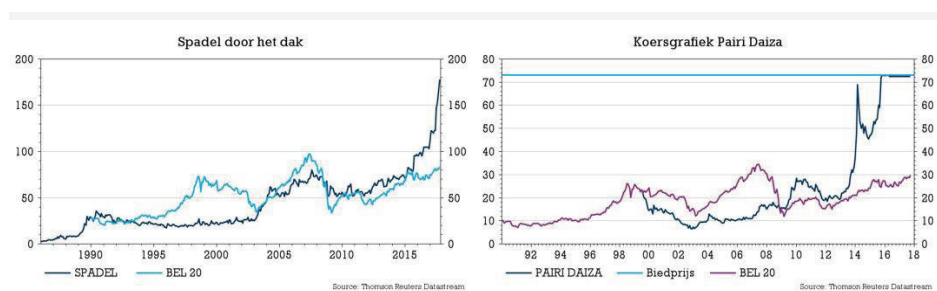
De **langetermijnvisie van familiebedrijven sluit nauw aan bij de optimale beleggingshorizon** en dus vormen beiden - beleggers en bedrijven - op de beurs meer dan een verstandshuwelijk. Dat neemt niet weg dat een familie altijd meedenkt met de individuele belegger en dat de **beperkte liquiditeit** van (vooral kleinere) aandelen verhindert dat de onderliggende waarde volledig tot uiting komt.

Er zijn heel wat voorbeelden van **spanningen** omdat het **familiebelang ogenschijnlijk boven het publieke belang** werd gesteld. Dat is onder meer zo wanneer de familie niet langer genoteerd wil zijn en de publieke co-aandeelhouders wil uitkopen. De waarde van zo'n bod op de aandelen die (nog) niet in familiebezit zijn, capteert vaak niet de volledige onderliggende waarde omwille van een waaier aan risicograadmeters.

In die context brengen we het bod van de familiale aandeelhouders van drankenproducent **Spadel** - bekend van het watermerk Spa - in herinnering: het overnamebod voor de aandelen die nog niet in het bezit van de Du Bois-familie waren, bedroeg 36,1 miljoen euro. Per aandeel kwam dat neer op 95 euro, wat een premie van

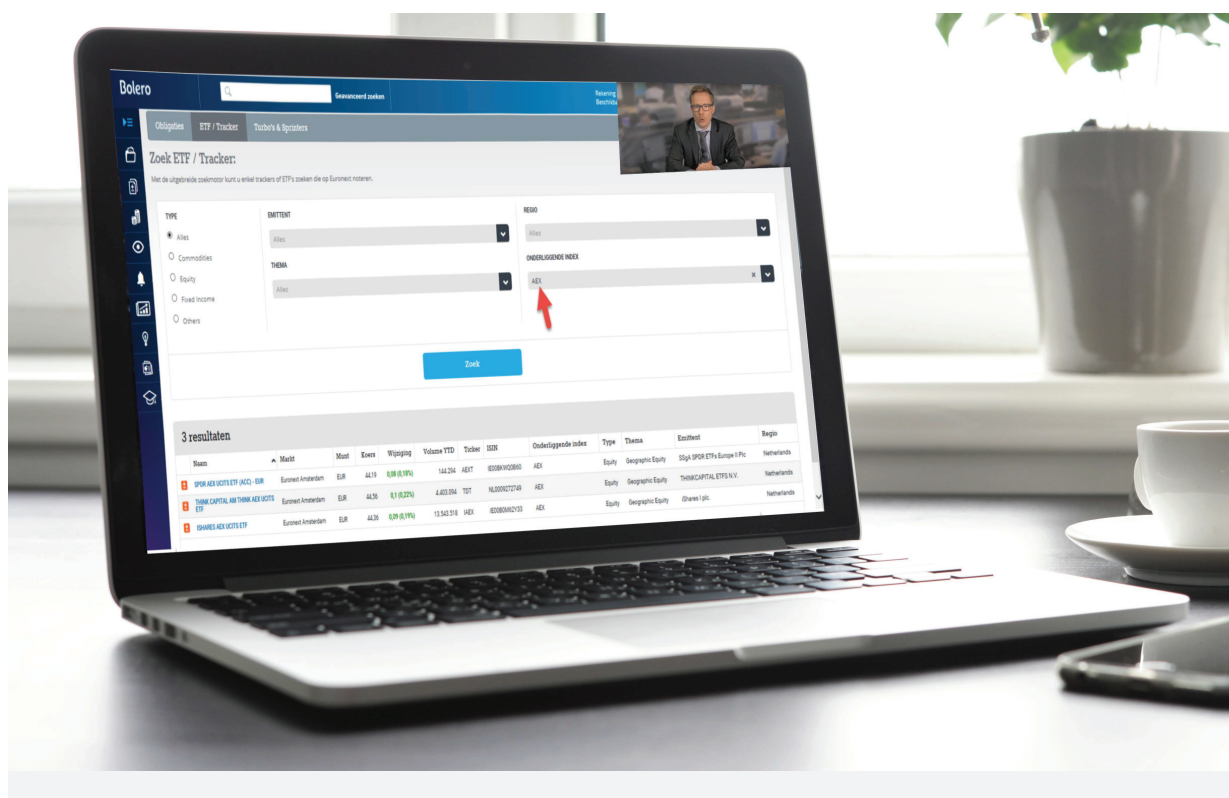
18,93% ten opzichte van de slotkoers was. Begeleider F&I bestempelde dit als “aan-trekkelijk”, omdat die koers omwille van de beperkte handel en liquiditeit moeilijk te bereiken was. Maar dat was niet helemaal naar de zin van alle aandeelhouders, die met succes de plannen dwarsboomden.

Een soortgelijk verhaal was er bij dierenpark **Pairi Daiza**, waar het uitkoopbod door langetermijnbeleggers ook eerder als een spijtige zaak dan als een lucratieve belegging werd gezien. Het bod lukte niettemin, maar het groeiverhaal blijft wel intact en een herinvestering in vergelijkbare familiebedrijven wordt bemoeilijkt door het relatief schaarse aanbod op de beursvloer. Aandeelhouders hebben natuurlijk altijd de optie om op zo’n uitkoopbod niet in te gaan maar een deels geslaagd bod kan makkelijk leiden tot een nog meer verschaalde handel omdat het aantal vrij beschikbare aandelen sterk beperkt is. In zo’n scenario kan de waarde op de beurs niet worden gemaximaliseerd.



Conclusie

- KBC meent dat **Belgische en Europese familiebedrijven bij uitstek goed geplaatst zijn om de groeiversnelling in de eurozone om te zetten in stevige rendementen**. Sterk familiaal aandeelhouderschap impliceert vaak een (meer) doordachte langetermijnvisie en een hoger rendement op het geïnvesteerde kapitaal. De **gemiddelde winst van Europese familiebedrijven ligt vandaag 25% boven het niveau van de crisis van 2008, terwijl de brede markt nog 40% onder niveau ligt**.
- **Op de beurs presteerden familiebedrijven de voorbije zeven jaar beter dan de markt**: ze noteren dan ook aan een premie, maar die is gerechtvaardigd én bevindt zich nog steeds op een fair niveau.
- We namen een kijkje op de **Top Pick lijst van KBC Securities** (dd. 4 oktober 2017) en ook daarop prijkt een handvol Belgische familiebedrijven: **AB Inbev, Melexis, Kinopolis, Econocom** en **Immobel**. Blijkbaar zijn de analisten ook overtuigd dat er meer waarde zit in de groep dan in de beurskoers...



Helemaal mee met onze opleidingen

26 oktober en 2 november

Laat u bijscholen door een Bolero-expert tijdens [een gratis webinar](#), zodat u beter kan beleggen met inzicht.

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties, maar maakt een zorgvuldige selectie. De disclaimers van de KBC AM publicaties zijn eveneens van toepassing op alle publicaties van KBC AM waarnaar verwezen wordt alsook met betrekking tot de adviezen voor de aandelen binnen hun universum. Meer informatie over hun beleggingsaanbevelingen vindt u op www.kbcam.be/aandelen.

KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.