

Wim Lewi

Onafhankelijk analist Valuescan.be



EVS: herstel in slow motion

1. Beschrijving EVS

ELKE ANALYSE BEGINT MET een goed begrip van de historie, activiteiten en sector-dynamiek van het bedrijf. EVS Broadcast Equipment produceert digitale servers en randapparatuur voor video productie. Kijkt u naar een live TV verslaggeving van een voetbalwedstrijd? Of ziet u een *slow motion* in een live spelprogramma? Dan is de kans groot dat het gemaakt is met EVS-producten.

EVS producten zijn de wereldwijde norm in de niche markt voor live sport evenementen. De XT3-videoserver is het paradijs voor het bewerken, vertragen en afspelen van live video. EVS werd in 1994 opgericht en kende een grote doorbraak in 1995 door een groot contract met de BBC. In 1998 werd EVS op de beurs geïntroduceerd tegen 37,5 euro per aandeel. Nadat de oprichters er grotendeels uitstapten begon een moeilijke periode. De in 2012 extern aangetrokken ceo Joop Jansen werd in oktober 2014 al ad interim vervangen door bestuurster Muriel De Lathouwer en in februari 2015 werd ze de nieuwe ceo, maar ook zij kon het tij niet keren en werd midden 2018 ontslagen. De koers zakte verder weg. Op dit moment neemt Pierre De Muelenaere tijdelijk de rol als ceo waar. Hij is voorzitter van de

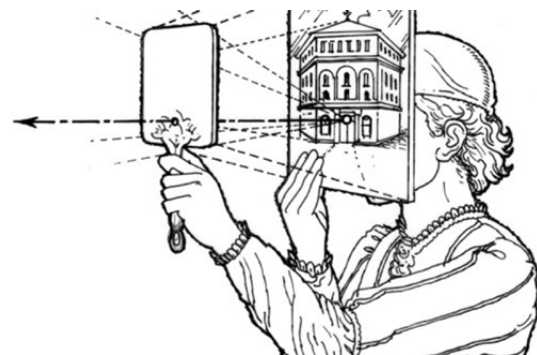
raad van bestuur en beschikt over een sterke achtergrond als voormalig ceo van IRIS in document beheer technologie.

Concurrent Evertz nam recent een 3% belang in EVS. Ackermans VH en Belfius vonden eind 2018 elkaar om een 5% kapitaalverhoging te onderschrijven in een poging om het technologie bedrijf te 'verankeren.' Een truc die De Muelenaere ooit ook toepaste met IRIS. EVS is een compact bedrijf met hoofdkantoor in Luik, waar R&D, productie, marketing en administratie gecentraliseerd zijn in een moderne campus. De buitenlandse afdelingen zijn vooral support- of verkoopkantoren. EVS rapporteert met drie divisies: de Outside Broadcasting of OB-markt, de Studio markt en de Big Event Rentals.

De live Outside Broadcasting markt (OB) is de kernmarkt van EVS

DE XT3-SERVERS VAN EVS zijn de standaard voor het bewerken, vertragen (slow-motion of slo-mo) en afspelen van live video. Er is een hoog prestatieniveau vereist voor de verwerking van beelden met tot 24 camera's inclusief Super Slow Motion herhalingen en analytische afbeeldingen. Slomo functies vormen de heilige graal van sports-editing. De snelle en nauwkeurige herhalingsfunctie is van cruciaal belang voor de kijkervaring. De acties kunnen vanuit verschillende invalshoeken worden geanalyseerd. De kijker betaalt voor premium sportinhoud en wordt gecompenseerd door extra functionaliteiten en analyses. De kijker thuis heeft meestal een betere kijk op het spel

dan de scheidsrechter op het veld. Het XT3-platform stamt uit 2011, maar is aanzienlijk geëvolueerd. Het aantal kanaalingangen steeg van 6 naar 12 en de servers kunnen nieuwe productie-indelingen zoals Ultra-HD (UHD) aan en zijn 4K-ge-reed. EVS assembleert de servers op basis van standaard chips waarop het zijn eigen operating systeem en software implementeert. De toegevoegde waarde zit dus volledig in de software laag. Dat is vooral belangrijk voor de schaalbaarheid van de productie en het potentieel voor een hoge winstmarge.



De productie van high-end live sport evenementen gebeurt via een truck die de apparatuur naar de plaats van het evenement voert (Zie afbeelding van een kleine truck). Voor Champion League matches worden vaak meerdere trucks ingezet. Dit heeft het voordeel voor de productie maatschappij dat het zijn dure apparatuur op meerdere plaatsen kan inzetten. De vraag naar apparatuur stijgt wanneer het aantal belangrijke evenementen op hetzelfde tijdstip toeneemt. Vandaar dat de even jaartallen in het verleden een investeringsgolf zorgden omdat dat de Wereldbeker of



Olympische spelen werden georganiseerd. Tegenwoordig is die trend minder door-slaggevend omdat in 2018 capaciteit uit West-Europa bijvoorbeeld naar Rusland kon rijden. De markt kan nog wel groeien door nieuwe sporten die doorbreken zoals bijvoorbeeld Hockey in België.

De OB is als markt dynamisch met een aantal grote spelers die afhangen van lange termijn contracten. Bij een faillissement zoals het notoire Alfacam in 2013, bleek dat de apparatuur snel door andere spelers werd opgepikt in de tweedehands markt (zie advertentie voor XT3 2019).

Er bestaan wel degelijk alternatieve Slow-Motion server producten van gevestigde spelers uit de broadcast equipment sector zoals van Panasonic en Grass Valley. Enkele start-ups bieden basic servers aan zoals Slomo.tv en simplylive.tv. Deze producten zie je echter zelden bij de grote OB-truck bedrijven of verhuurders van apparatuur. Het is belangrijk voor EVS om zijn technologische voorsprong in R&D te behouden. Uiteindelijk is de niche markt te klein om veel nieuwe concurrenten aan te trekken. De technologie vormt ook een belangrijke toetredingsbarrière.

EVS XT3 Very Good Condition Price: £77,000.00 Location: United Kingdom Condition: Used Viewed: 160 times https://www.kitplus.com/	 Dealer: DigiBroadcast Ltd Date Expires: 26/02/2019 Item ID: 206252
--	--

Studiomarkt is de markt van Entertainment en Nieuws

DIT ZIJN SERVER PRODUCTEN voor concerten, reality-tv, talkshows, spelshows en actualiteitsprogramma's. Deze servers zijn minder performant en onderhevig aan hoge concurrentiële druk. EVS levert hier producten voor het beheer van media, van opname en productie tot archivering en afspelen. EVS biedt ook servers voor nabewerking van live-uitzendingen en archiefbeheer aan. EVS heeft hiervoor een gecentraliseerd mediabeheersysteem ontwikkeld.

Big Event Rentals

EVS ORGANISEERT ZELF DE verhuur van materiaal voor de verslaggeving bij grote evenementen die typisch een tweejaarlijkse cyclus volgen.

Conclusie Beschrijving

EVS DOMINEERT, DANKZIJ HUN technologische voorsprong in slow motion editing, de server markt voor Outside

Broadcasting. De toegevoegde waarde zit in de door EVS ontwikkelde software. Deze markt is vrij klein, waardoor er niet veel plaats overblijft voor andere spelers. EVS probeert marktaandeel te winnen in de grotere studio markt, maar die is concurrentiëler en minder veeleisend op technologisch vlak.

2. De Business case

IN DE BUSINESS CASE onderscheiden we drie verschillende invalshoeken: de groei, de winstmarge en de kapitaalsnoden. Deze laatste factor wordt vaak over het hoofd gezien en kan leiden tot foute investeringen. Door het huidige 'gratis geld' beleid van de ECB hollen goedkope schulden de aandeelhouderswaarde uit. AB Inbev is daar een goed voorbeeld van.

A. Groeiverwachtingen

HET VERDIENMODEL VAN TRADITIONELE mediaspelers werd over het laatste decennium grondig verstoord. De opkomst van streaming, zoals Youtube en Netflix, verstoren de financiële gezondheid van commerciële zenders. Deze disruptie woog op de omzet van de laatste 24 maanden. In de VS verdampte al meer dan 100 miljard dollar aan traditionele media marktwaarde. Deze verstoring van de markt heeft een cascade-effect op de kapitaaluitgaven voor live sport video opnames. Grote spelers zoals Sky Sport en ESPN hebben een investeringspauze ingelast.

Omzet

EVS MOEST NA BOEKJAAR 2017 ook in 2018 opnieuw vrede nemen met een lagere om-

zet. Dit was wel verwacht. Er was voldoende mobiele OB capaciteit in de markt ondanks de Wereldbeker voetbal in Rusland.

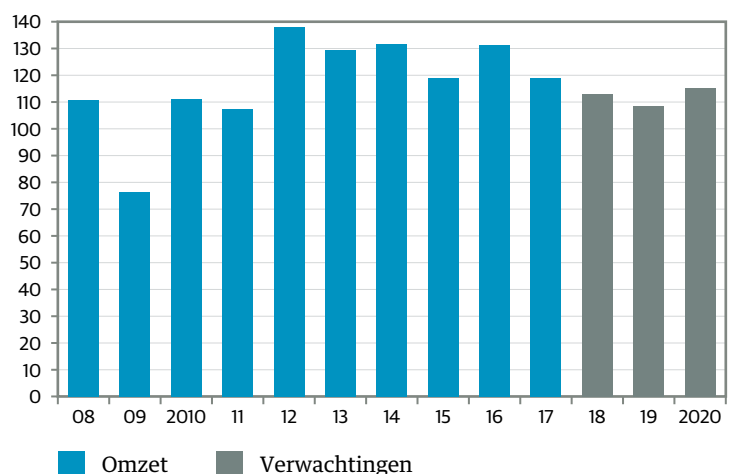
De opkomst van internetprotocol-televisie (IPTV streaming) heeft ook een positieve impact voor EVS. Hierdoor ontwikkelt de vraag naar multi platform productie. Met het aantal smartphones en tablets is de vraag naar videodiensten de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen. Dit zal uiteindelijk leiden tot meer content productie in de Live Sport markt. Amazon kocht bijvoorbeeld een licentie voor de premier league en ook grote e-sport toernooien gebruiken EVS technologie.



Een nog belangrijkere trend voor nieuwe server capaciteit is de opkomst van Ultra HD (4K). De Tokio 2020-games worden een belangrijke katalysator voor 4K-ontwikkeling. De investeringen hiervoor starten over de tweede helft van 2019. De introductie van 4K verhoogt ook de benodigde servercapaciteit met een factor vier versus Full HD (zie afbeelding HD-Full HD-4K).

Een XT3 kan normaal 12 HD kanalen verwerken, een OB van zal typisch 2 of 3 XT3's aan boord hebben. Voor een 24 camera game met 4 super-slo-mo camera's heb je al snel 10 van de huidige XT-3 nodig. Voor super slo-mo is het aantal frames per seconde (FPS) geëvolueerd van de traditionele 24 FPS (frames per second) naar 500 of zelfs meer dan een 1000 FPS om tot een haarfijne vertraging te komen van de actie.

Omzet EVS in miljoen euro





De afgelopen jaren komen ook vaste serverinstallaties in grote stadions op. De ontwikkeling van de stadionserver is een kleine nichemarkt die dient om extra content te geven aan de fans in het stadion of op eigen club platforms.

Conclusie Groei

DE INKOMSTEN VAN DE traditionele media bedrijven staan onder druk door concurrentie van nieuwe (internet)spelers, waardoor ze minder investeren in (EVS) apparatuur. De grote internetspelers investeren geleidelijk in sport-content en uiteindelijk ook in EVS technologie. Ook technologische ontwikkelingen voor de beeldkwaliteit kunnen de vraag ondersteunen. Voor 2019 kan de omzet nog met 4% dalen door de moeilijke en veranderende marktomgeving, maar in de loop van 2020 verwachten we een omslagpunt en een terugkeer naar groei van 6%.

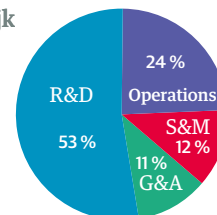
18% door de hoge R&D investeringen om technologisch leiderschap te behouden. De intrede van EVS op de studiomarkt in 2015 onder Joop Jansen had ook een negatief effect op de marge. Deze markt kent een hogere concurrentie en prijsdruk. EVS heeft ook geïnvesteerd in een nieuw bedrijfsgebouw. Het aantal werknemers in R&D is de afgelopen jaren meer gestegen dan de omzet (zie personeel diagram kostenplaatsen). Vanaf de tweede helft van 2019 kunnen de kosten van R&D dalen tegenover de omzet. Dit zal de winstmarge ondersteunen tot in 2020.

Conclusie Winstgevendheid

DE MARGE ZAL DE komende kwartalen kunnen profiteren van een hoger rendement dankzij de reeds geïnvesteerde R&D uitgaven. De lange termijn winstmarge wordt geschat op 23%. In het verleden haalde de groep moeiteloos winstmarges boven 30%.

Diverse kostenplaatsen en respectievelijk aantal werknemers

G&A = General & Accounting
S&M = Sales & Marketing



B. Winstgevendheid

DE WINSTMARGE IS VAN oudsher hoog omdat EVS vooral een software-oplossing verkoopt op een standaard hardware infrastructuur.

Bedrijfswinstmarge%

DE MARGE DAALDE DE afgelopen jaren van 60% tot

C. Kapitaalsnoden

DE KAPITAALINVESTERINGEN STEGEN VANAF 2013 als voorbereiding op de 4K-transitie en de bouw van het nieuwe hoofdkwartier. Dit normaliseert over de komende jaren. Het werkkapitaal steeg aanzienlijk omdat de media klanten een moeilijke tijd doormaken en langer wachten om te betalen. Desondanks bleven de schulden over 2014-15 zeer laag. Op dit moment heeft EVS terug een kaspositie van ongeveer 50 miljoen Euro na de beperkte kapitaalverhoging (15 miljoen



De kantoren van EVS Broadcast Equipment in Luik.

via AvH en Belfius) eind 2018. Dit maakt EVS een veilige belegging voor aandeelhouders omdat het genoeg reserves heeft om een moeilijke periode te doorstaan. Het dividendrendement van 4,5% blijft ook interessant en kan uit de gewone winst

betaald worden. Na de 'verankering' door AvH en Belfius, blijft er nog ongeveer 74% van het kapitaal vrij verhandelbaar. Van de drie oprichters heeft alleen Michel Consoun nog een belang van 5,8%. De andere 2 oprichters hebben ondertussen het schip definitief verlaten. Dit maakt EVS een mogelijk doelwit voor vijandige overname door een openbaar bod op de aandelen. Evertz heeft in ieder geval al een eerste stap gezet.

EVS in cijfers sinds 2011 en prognoses tot 2021

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omzet	107	138	129	131	119	131	119	113	108	115
Groei	-3,8%	29,0%	-6,4%	1,8%	-9,8%	10,4%	-9,2%	-5,0%	-4,0%	6,0%
EBITDA	46	66	51	48	35	49	38	24	23	29
Marge	43,1%	47,6%	39,7%	36,6%	29,9%	37,7%	32,1%	21,5%	21,7%	25,5%
Winst p/a	2,38	3,10	2,52	2,63	1,76	2,43	1,77	1,12	1,12	1,52
Koers/winst	17,3	13,0	19,2	13,6	16,3	12,6	15,6	19,7	19,7	14,5
EV/EBITDA	11,6	8,0	12,8	10,2	11,0	7,8	9,1	10,9	11,0	8,7
Dividend	2,36	2,64	2,16	2,00	1,00	1,30	1,00	1,00	1,00	1,00
Dividendrend.	5,7%	6,5%	4,5%	5,6%	3,5%	4,2%	3,6%	4,5%	4,5%	4,5%

EBITDA = Bedrijfskasstroom EV/EBITDA (zie tekst)

Bron: bedrijfsgegevens, schattingen Valuescan.be

Return	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	66%	42%	63%	58%	62%	50%	48%	30%	34%	23%	15%	15%	19%
ROIC	221%	108%	128%	107%	102%	56%	46%	29%	56%	32%	23%	24%	33%

ROE = Rendement op eigen vermogen en ROI = Rendement op geïnvesteerde kapitaal (zie tekst).

Conclusie *Kapitaalsnoden*

EVS BEVINDT ZICH DOOR zijn kaspositie in een sterke positie om de huidige groeivertraging uit te zweten. Het dividend is dan ook relatief veilig over de komende jaren.

D. Ratio's

DE EV/EBITDA GEEFT DE ratio van ondernemingswaarde versus de bedrijfskasstroom. De ondernemingswaarde neemt niet alleen de beurswaarde van de aandelen mee, maar ook de schulden die het bedrijf meesleurt. De EBITDA is de winst voor interest, taksen en afschrijvingen. Het is de kasstroom die het bedrijf kan gebruiken om te herinvesteren of om uit te keren aan aandeelhouders en schuldeisers. De EV/EBITDA is een veel beter waarderingsratio dan de koers/winst, want die ratio neemt de schulden (of de cashpositie) niet mee. De EV/EBITDA ratio blijft echter nog steeds een puntschatting (genomen op een bepaald moment) die geen rekening houdt met tijdelijke effecten. Een koersdoelberekening heeft daarom nood aan een langere horizon zoals in een DCF (Discounted Cash Flow, zie Deel III).



LSM EVS XT3 is een 8-kanaals toestel voor het mixen in real time preview mode.

De ROE (Return On Equity) is het rendement op het eigen vermogen. Dat is de operationele winst na belastingen gedeeld

door het eigen vermogen. De ROIC geeft de return op het totale geïnvesteerde kapitaal weer: het eigen vermogen plus het vreemd vermogen (netto schuld). Omdat EVS een netto cashpositie heeft (geen schulden, zoals bij de meeste bedrijven) is de ROIC hoger dan de ROE. Bij de meeste bedrijven is het andersom. Bij bedrijven met een hoge schuld zal de ROIC zelfs beduidend lager liggen. Een hoge ROE, maar nog meer een hoge ROI is niet alleen een indicatie van een winstgevend bedrijf, maar ook dat het heel solide is. Met de huidige onzekere economische vooruitzichten is dat extra belangrijk.

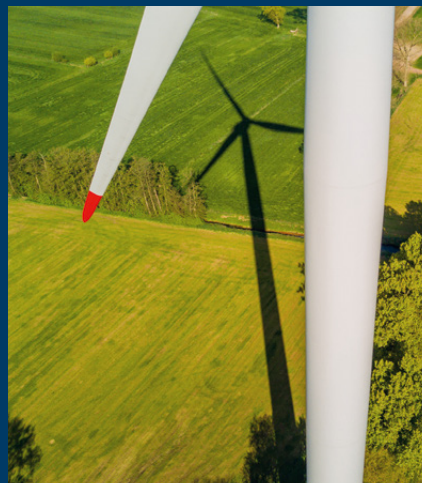
Redactie 24 januari 2019
Slotkoers 21,8 euro



BELEGGEN IN INFRASTRUCTUUR

Bezoek onze website voor meer informatie:
www.tincinvest.com

TINC



3. Waardering

Koersdoel volgens deze berekening: 28,00 euro = potentieel 30%

			Fase 1			Fase 2					Fase 3																
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026																
Omzetgroei	10,4 %	-9,2 %	-5,0 %	-4,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	2,6 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %																
Omzet	131	119	113	108	115	119	123	126	129	131	134																
Operationale marge	35,3 %	29,4 %	18,0 %	18,0 %	22,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %																
Operationeel resultaat	46	35	20	19	25	27	28	29	30	30	31																
Afschrijvingen	3	3	4	4	4	4	4	4	4	5	5																
Werkkapitaal veranderingen		-18	7	4	-1	-1	0	0	0	0	0																
Belastingen	-13	-10	-5	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-7	-7																
Investerings	-1	-6	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5																
Vrije kasstroom		5	21	18	19	21	22	22	23	23	24																
Geactualiseerde (discounted)		1,000	1,000	0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	0,630	0,583	0,540																
Geactualiseerde vrije kasstroom		5	(21	+ 17	+ 16	+ 17	+ 16	+ 15	+ 14	+ 14) 13																
Horizon waarde	130	Fase 1 + Fase 2																									
Terminale waarde	218	Fase 3		Fase 3 vanaf 2026																							
- Nettoschuld	(51)			<table border="1"> <tr> <td>WACC*</td> <td>8,0 %</td> </tr> <tr> <td>LT Groei</td> <td>2,0 %</td> </tr> </table>								WACC*	8,0 %	LT Groei	2,0 %												
WACC*	8,0 %																										
LT Groei	2,0 %																										
Waarde aandelen	399			<table border="1"> <tr> <td>Groei/WACC</td> <td>8,5 %</td> <td>8,0 %</td> <td>7,5 %</td> </tr> <tr> <td>1,5 %</td> <td>23,4</td> <td>25,0</td> <td>26,8</td> </tr> <tr> <td>2,0 %</td> <td>24,4</td> <td>26,2</td> <td>28,3</td> </tr> <tr> <td>2,5 %</td> <td>25,5</td> <td>27,5</td> <td>29,9</td> </tr> </table>								Groei/WACC	8,5 %	8,0 %	7,5 %	1,5 %	23,4	25,0	26,8	2,0 %	24,4	26,2	28,3	2,5 %	25,5	27,5	29,9
Groei/WACC	8,5 %	8,0 %	7,5 %																								
1,5 %	23,4	25,0	26,8																								
2,0 %	24,4	26,2	28,3																								
2,5 %	25,5	27,5	29,9																								
Aantal aandelen	14			<table border="1"> <tr> <td>Waarde of koersdoel</td> <td>28,0</td> </tr> </table>								Waarde of koersdoel	28,0														
Waarde of koersdoel	28,0																										
HV/TV Ratio	33 %																										

* Cost of Capital of het vereiste rendement voor de aandeelhouder.

DE VERWACHTINGEN VOOR DE groei, winstgevendheid en kapitaalsnoden worden nu gebruikt om onze waarderingsoefening te stofferen. De waardering steunt op het geloof dat de waarde van een bedrijf afhankelijk is van de hoeveelheid kasstroom die het duurzaam kan blijven genereren tot in de verre toekomst. Een DCF (Discounted Cash Flow) verdisconteert de toekomstige verwachte kasstromen tot een huidige (verwachte) waarde (Fair Value). Dit gebeurt in 3 stappen: stap 1 zijn de verwachtingen uit het business plan van deel II. De stap 2 bevat schattingen voor de groei en winstmarge tot 2026, een matige groei die evolueert van 4% naar 2%. Stap 3 berekent de waarde van het bedrijf na 2026 volgens aan een lange termijn groei van 2%. De redenering is dat het bedrijf na 2026 niet sneller groeit dan de gemiddelde economische groei. Stap 1 en 2 vormen de Horizon waarde en stap 3 de Terminale waarde. De DCF gebruikt een kapitaalkost van 8% als vergoeding voor de bedrijfs- en financiële risico's. Dit is vergelijkbaar met de tijds waarde van geld dat je pas in de toekomst krijgt. Als je een jaar moet wachten voor een onzekere kasstroom zal je een hogere vergoeding eisen. Dit is eigenlijk de vergoeding die je als aandeelhouder verwacht van een

aandeel zoals EVS. Voor een GVV zal de verwachte vergoeding lager zijn omdat het risico lager ligt, terwijl dat voor een biotech aandeel hoger zal zijn. In de sensitiviteitstabel vind je de verwachte waarde schattingen voor andere kapitaalkosten en terminale groeiverwachtingen.

Conclusie waardering

OP BASIS VAN EEN redelijk voorzichtig business scenario, haalt EVS een koersdoel dat rond 30% potentieel biedt. De koers veerde reeds op door de interesse van concurrent Evertz die een positie van 3% nam en daarna door de intrede van AvH en Belfius in het kapitaal. EVS is een relatief veilige belegging omdat het over een netto kaspositie beschikt die het in staat stelt om een moeilijke periode beter te doorstaan dan concurrenten die zich in de schulden hebben gewerkt. Wij raden aan om in dit onzekere klimaat zich niet te laten verleiden door lage Koers/winstverhoudingen van bedrijven met veel schulden, maar een bredere ratio zoals EV/EBITDA te hanteren. Schulden zijn op dit moment extreem goedkoop, maar moeten steeds volledig terugbetaald worden alvorens er waarde voor de aandeelhouder overblijft.

Moat: (slotgracht of houdbaar competitief voordeel): medium hoog, de technologie is de belangrijkste toetredingsbarrière.

Markt: momenteel in disruptieve fase, groeivoorzichten zullen verbeteren in 2020.

Strategie: investeren in R&D voor de nieuwe beeldkwaliteiten zoals UHD en 4K beeldverwerking.

Waardering: zeer goedkoop in verhouding tot Nasdaq technologie.

Risico: is laag door grote kaspositie nog gespekt na de kapitaalverhoging.

