



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

BARCO

22 juli 2016

Koers	64,30
Aantal aandelen (m)	13,01
Marktkapitalisatie (m)	836,7

Eigen vermogen FY15	597,7
Netto fin. schuld FY15	-265,0

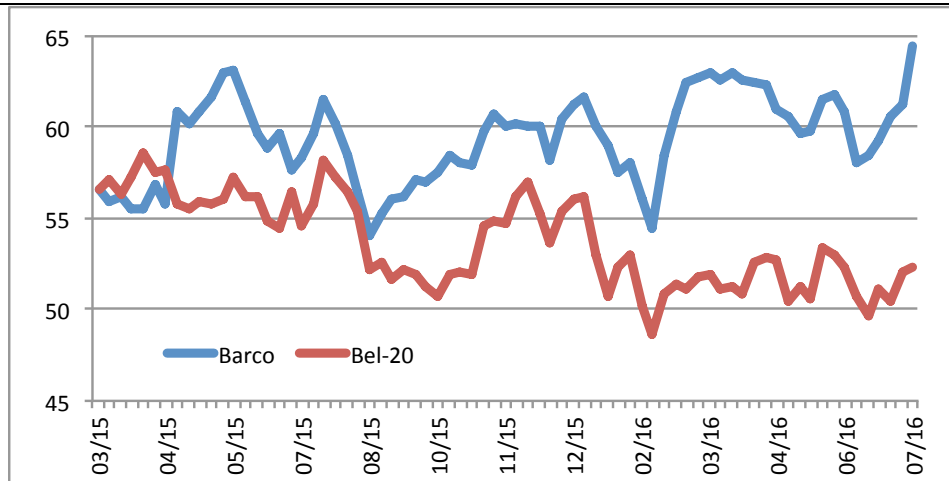
ROE '15	2,9%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16E
Bedrijfsopbrengsten	897,00	1.041,24	1.156,00	1.158,20	1.051,00	1.028,90	1.082,00
Groei in %	40,6%	16,1%	11,0%	0,2%	-9,3%	-2,1%	5,2%
EBIT	45,14	68,36	97,50	69,60	34,90	-27,37	41,00
EBIT%	5,0%	6,6%	8,4%	6,0%	3,3%	-2,7%	3,8%
EBITDA	98,75	130,22	159,50	153,20	128,60	74,10	87,00
EBITDA%	11,0%	12,5%	13,8%	13,2%	12,2%	7,2%	8,0%
Financieel resultaat e.a.	-1,51	-2,53	1,10	-2,16	-1,10	3,01	2,00
Netto resultaat, deel groep	43,63	75,85	94,14	57,12	23,90	17,47	22,00

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16E
Winst per aandeel	3,66	6,32	7,67	4,68	1,97	1,44	1,81
Netto dividend	0,50	1,00	1,05	1,13	1,20	1,28	1,35
Koers/winstverhouding *	12,79	6,13	7,06	12,12	29,61	44,73	35,51
Dividendrendement *	1,1%	2,6%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%	2,1%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2015 en 2016E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Barco is op wereldvlak een belangrijke speler in het domein van beeld- en visualisatie-oplossingen. Na de verkoop van het segment Defense & Aerospace en van het Duitse Orthogon zijn de activiteiten vandaag onderverdeeld in 3 segmenten:

- 1) Entertainment (50% van omzet): bevat enerzijds de projectoren voor digitale cinema, anderzijds projectoren, LED displays e.a. voor gebruik tijdens evenementen, concerten, in winkels, sportstadia, musea, auditoria en vergaderzalen.
- 2) Healthcare (20% van groepsomzet): levenskritische beeldschermen voor medische toepassingen, softwaretoepassingen voor de medische sector (bv. archivering en beheer), digitale operatiekwartieren en patiëntenzorg.
- 3) Enterprise (30% van groepsomzet): controleschermen voor verkeer, beveiliging en monitoring (bv. voor TV-stations), simulatietoepassingen (o.a. 3D-projecties) en bedrijfsapplicaties (o.a. ClickShare).

Door de verkoop van Defense & Aerospace en door de sterke vrije cashflowcreatie in 2015 bezit de groep (op datum van 30 juni 2016) een netto cashpositie van 193 miljoen euro (23% van beurswaarde).

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

HalfjaarResultaten 2016

Barco realiseerde een omzetgroei van 4,6% in de eerste helft van 2016, met een 22,1% stijging van de REBITDA tot gevolg. Barco moest wel afrekenen met tegenvallende wisselkoersevoluties, met name van de Chinese renminbi, wat een procent van de REBITDA-marge kostte. De REBITDA steeg ondanks de hogere kosten voor ontwikkeling (+9 miljoen) en een toename van de verkoops- en marketinguitgaven (+5,6 miljoen euro).

(in million euro)	15H1	16H1	% 15/16
Omzet	506,167	529,219	4,6%
REBITDA	40,509	49,451	22,1%
REBITDA-marge	8,0%	9,3%	
REBIT	7,453	24,144	224,0%
Niet-recurrente meerwaarde	-	7,666	n.r.
EBIT	7,453	31,810	n.r.
Financieel resultaat	0,133	0,904	n.r.
Belastingen	-1,517	-7,851	n.r.
Beëindigde activiteiten	46,295	-	n.r.
Netto resultaat, deel groep	46,436	18,086	n.r.

Bij de overgang van REBITDA naar REBIT moeten we wijzen op de daling van de afschrijvingen op de historische gekapitaliseerde ontwikkelingskosten. In de eerste helft van 2015 bedroegen die nog 23,3 miljoen euro, in dit semester was dat maar 12,9 miljoen euro.

Door die lagere afschrijvingen en de onderliggende verbetering van de rendabiliteit kende de REBIT (recurrente bedrijfswinst) een grote sprong voorwaarts. Daarenboven boekte Barco nog een meerwaarde van 7,666 miljoen euro op de verkoop van zijn voormalig hoofdkantoor.

Dankzij de ruime cashpositie was het financieel resultaat positief (0,904 miljoen euro), de belastingen lagen ditmaal fors hoger dan vorig jaar (-7,851 miljoen euro). Vorig jaar was er ook nog de meerwaarde op de verkoop van de tak Defense & Aerospace (beëindigde activiteiten) die Barco een meerwaarde opleverde van 46,295 miljoen euro. Het netto resultaat deel van de groep tot slot kwam uit op 18,086 miljoen euro.

De resultaten ontwikkelden zich dus relatief goed, de evolutie van de vrije cash flow was dat minder. Die bedroeg -28,9 miljoen euro in dit semester. Er waren natuurlijk de investeringen, de overnames en de dividenduitkering, maar de toename van de voorraden met 27,2 miljoen euro was niet voorzien. Die hogere voorraden kunnen te maken hebben met de lancering van nieuwe producten, het management is wel vastbesloten het werkkapitaal te verbeteren. Door die negatieve vrije cash flow daalde de netto cash positie tot 193 miljoen euro, goed voor 23% van de huidige beurswaarde.

Commentaren per afdeling:

- **Entertainment:** Barco slaagde erin om de omzet (+3,1%) op peil te houden (ondanks een hoge vergelijkingsbasis), terwijl eerder gevreesd werd voor een achteruitgang na de marktverzadiging in digitale cinema-projectoren. In de 2 subsegmenten cinema en venues & hospitality was er een zekere stabiliteit, maar dat betekent niet dat er niets gebeurt. Zo verrichtte de groep belangrijke groei-investeringen, in het domein venues & hospitality was dat in een uitbreiding van de productportefeuille, in het domein cinema was dat in Barco Escape (combinatie van 3 projectieschermen en 3 cinema-projectoren). Meer bepaald heeft Barco geïnvesteerd in een nieuwe Star Trek film, die in principe in een later stadium bepaalde opbrengsten zal genereren. De verschillende investeringen zorgden ervoor dat de EBITDA met 17,5% daalde. Zonder die investeringen was er een stabiele EBITDA. De bestellingen daalden 4,5%, niettegenstaande mooie orders voor laserprojectoren binnen gehaald werden. Tot slot nam Barco MTT Innovation over, wat een versterking van haar projectietechnologie inhoudt. In het algemeen is het management voorzichtig optimistisch over de toekomst van dit segment.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



- **Healthcare:** dit segment presteerde opnieuw sterk met een omzetsijging van 10,5% door goede prestaties in digitale operatiekwartieren in Noord-Amerika en Japan (uitbreiding verkoopnetwerk werpt vruchten af) en in diagnostica (deels impact overname Advan). De EBITDA-marge daalde licht door de investeringen en door de iets lagere marges van Advan (overgenomen in juni 2015) die ruimte voor verbetering hebben. Een blik op de orderevolutie (+16,4%!) leert dat de toekomst van dit segment veelbelovend is.
- **Enterprise:** in dit segment blijft ClickShare, een toepassing voor draadloze interactieve communicatie, de groeimotor. Het aantal modellen werd uitgebreid om meer functionaliteiten aan te kunnen bieden. Deze strategie wordt verder gezet in de nabije toekomst en zal geen negatieve impact hebben op de marge. Het andere deel van het segment beslaat controlekamers, waar Barco te laat op de trein van LCD-toepassingen gesprongen is (door vast te houden aan projectoren). Barco zit hier nu in een overgangsfase, maar verbeterde al zijn marge dankzij de maatregelen die in 2015 genomen zijn geweest. Het versterkte zich door de overname van het Amerikaanse Medialon (systeemcontrole), richtte een joint-venture op in China en bracht als eerste een toepassing op basis van lasertechnologie uit. Het lanceerde ook OpSpace, software voor operatoren van controlekamers. De omzet van het segment steeg 1,4% tot 140,9 miljoen euro, de bestellingen namen 6,3% toe. Het opvallendste was wel de verbetering van de rendabiliteit: de EBITDA steeg van 2,7 tot 15,6 miljoen euro.

(in miljoen euro)	15H1		16H1		% 15/16		15H1	16H1
	Omzet	ebitda	Omzet	ebitda	Omzetgroei	groei EBITDA	EBITDA%	EBITDA%
Entertainment	264,4	27,5	272,6	22,7	3,1%	-17,5%	10,4%	8,3%
Healthcare	104,7	10,3	115,7	11,1	10,5%	7,8%	9,8%	9,6%
Enterprise	138,9	2,7	140,9	15,6	1,4%	477,8%	1,9%	11,1%
Eliminaties	-1,8		0,0					
Totaal	506,2	40,5	529,2	49,4	4,5%	22,0%	8,0%	9,3%

Conclusie

Barco heeft een relatief goede eerste jaarmiddeel achter de rug. Traditioneel is de eerste helft altijd wat zwakker (dan de 2^e helft). De belangrijkste elementen om te onthouden waren:

- continue hoge verkoop in cinema, zeker en vooral in China
- uitbreiding van de ClickShare portefeuille
- introductie van laseroplossingen over de verschillende segmenten
- goede vooruitgang in healthcare
- continue uitbreiding van het aantal distributeurs

Beleggers die op basis van de halfjaarcijfers en onze voorzichtige vooruitzichten voor 2016 zich een idee willen vormen over de waardering van Barco, moeten we teleurstellen. Er is immers heel wat creativiteit nodig om doorheen het bos de bomen te zien of omgekeerd door de diverse niet-recurrerende elementen die zowel een positieve als een negatieve impact hebben. Een benadering via de DCF-methode is de enige oplossing. Op basis van die methode (zonder groei na 2016) behouden we het koersdoel van 74 euro dat we in onze update van februari 2016 gepresenteerd hebben. Het aandeel is dus zeker nog koopwaardig.

Gert De Measure

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.