



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## **GIMV: verslag resultaten eerste helft boekjaar 2019/2020 (22 november 2019)**

### Inleiding

GIMV koppelde de traditionele analistenvergadering aan een bezoek aan Brainport in het Nederlandse Eindhoven, zeg maar de Nederlandse versie van Silicon Valley. Onderweg in de bus werden de halfjaarresultaten toegelicht. In Eindhoven presenteerden 2 bedrijven uit de portefeuille van GIMV zich, met name het Limburgse IT-bedrijf Cegeka (al 20% van de omzet wordt in Nederland gerealiseerd) enerzijds, anderzijds het Nederlandse 'One of A Kind Technologies' (OOAKT), actief in inspectiesystemen voor voeding en farma.

### Investerings/desinvesterings in eerste helft boekjaar 2019/20

In dit halfjaar investeerde GIMV 104,3 miljoen euro (versus totale portefeuille van 1,171 miljard euro). 38,3 miljoen euro werd besteed aan de investering in 3 nieuwe bedrijven, 66 miljoen euro werd aangewend om de groei van bestaande participaties (vnl. 3) te ondersteunen.

De nieuwe bedrijven zijn:

- Smart Battery Solutions (D): ontwikkeling en productie van lithium-ionbatterijen
- Alro Groep (B): industriële coating van wisselstukken voor auto's en vrachtwagens
- iSTAR Medical (B): ontwikkeling van implantaten voor glaucoompatiënten (oogziekte waarbij oogzenuw beschadigd is)

De bedrijven die genoten van vervolginvesteringen zijn:

- France Thermes (F, uitbating van thermale baden): acquisitie van Compagnie de Vichy
- Impact (B, interimtewerkingstelling): overname van het Nederlandse Haldu Groep
- One of A Kind Technologies (NL, machinebouw): overname van Koat (NL), zie verder

Tegenover de investeringen ten bedrage van 104,3 miljoen euro stonden er voor 118,1 miljoen euro desinvesteringen. Het betrof voornamelijk 5 transacties, met name Breath Therapeutics, Hansea, Legallais, Benedenti en thinkstep. GIMV realiseerde op deze 5 operaties een verdubbeling van zijn investering, de IRR of internal rate of return bedroeg 19%.

De portefeuille steeg van 1,082 miljard euro euro eind maart 2019 naar 1,171 miljard euro eind september 2019 en bestond uit 53 participaties. Elf jaar geleden had de portefeuille een waarde van 578 miljoen euro, toen ging het om 92 participaties. Door de omvang van de portefeuille en de daling van het aantal participaties is ook de gemiddelde investering van GIMV gestegen in de voorbije jaren.

De voorbije jaren verzilverde GIMV diverse belangrijke posities met aanzienlijke meerwaarden en die opbrengsten werden mondjesmaat geherinvesteerd. Dit heeft als gevolg dat de portefeuille relatief jong is: 75% van de portefeuille dateert van 2016 of is jonger, 16% stamt uit de periode 2013/15, 3% uit de periode 2010/12. De resterende 6% dateert uit de periode 2007/09.

De bedrijven uit de portefeuille realiseerden een geannualiseerde omzetgroei van 10%, die voor 60% uit interne groei kwam, 40% kwam uit overnames. De EBITDA-groei geannualiseerd bedroeg 14% en kwam voor 85% uit interne ontwikkelingen, voor 15% uit overnames. GIMV merkt op dat deze prestatie meevalt gelet op de marktomgeving van dalende economische groei en uitdagende omstandigheden voor de automobielsector en zijn leveranciers en voor de industriële productiebedrijven. Dit laatste verklaart ongetwijfeld de belangrijke afwaarderingen op enkele bedrijven uit de portefeuille (zie verder).

---

**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 veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



## Resultaten

In de tabel hieronder geven we een overzicht van de resultaten van de voorbije 6 halfjaren. Een eerste vaststelling is dat in dit eerste halfjaar van het boekjaar 2019/20 de opbrengsten met 154,606 miljoen euro op een na het hoogst zijn in die voorbije 6 jaren. De eerste helft van 2016/17 zag de hoogste opbrengsten met 183,149 miljoen euro.

Een tweede vaststelling is het relatieve hoge niveau van gerealiseerde meerwaarden. Opnieuw na de eerste helft van 2016/17 is dit het hoogste cijfer in de reeks. Ondanks het feit dat de voorbije jaren belangrijke verkopen plaats vonden met omvangrijke meerwaarden, slaagt GIMV erin om opnieuw materiële meerwaarden te realiseren. De niet-gerealiseerde meerwaarden scoren ook heel goed en reflecteren de onderliggende groei van de bedrijven in de portefeuille (zie hoger).

De derde vaststelling betreft de hoogte van de operationele kosten die ook de afwaarderingen van de participaties omvatten. Ook hier merken we dat het eerste halfjaar van het boekjaar 2019/20 'hoog' scoort met een min van 95,223 miljoen euro, het hoogste cijfer van de voorbije 6 jaren. De afwaarderingen op de participaties zijn de schuldige met een bedrag van -66,433 miljoen euro. De minder goede evoluties in de automobielsector liggen waarschijnlijk voor een deel aan de basis van die tegenvallende prestatie, evenals de lagere economische groei.

De vierde vaststelling betreft het netto resultaat, deel van de groep. Met 51,429 miljoen euro is dit het laagste cijfer van de afgelopen 5 jaar. Alleen de eerste helft van 2014/15 scoorde minder goed.

(miljoen euro)	14/15H1	15/16H1	16/17H1	17/18H1	18/19H1	19/20H1	Δ19/20
Opbrengsten	125,979	117,671	183,149	127,204	111,132	154,606	39,1%
o.a. gerealiseerde meerwaarden	34,983	30,185	73,435	16,581	37,873	47,702	26,0%
o.a. niet-gerealiseerde meerwaarden	69,220	73,161	67,590	92,549	63,865	87,264	36,6%
o.a. dividenden	7,115	5,346	37,048	10,229	1,966	10,147	416,1%
Operationele kosten	-75,879	-49,658	-83,129	-59,833	-46,184	-95,223	106,2%
o.a. afwaarderingen	-38,702	-23,850	-47,206	-29,891	-26,682	-66,433	149,0%
Operationeel resultaat	50,100	68,013	100,019	67,370	64,949	59,383	-8,6%
Netto resultaat, deel groep	48,496	64,879	85,074	62,614	62,473	51,429	-17,7%
Winst per aandeel	1,91	2,55	3,35	2,46	2,46	2,02	-17,9%

De eerste helft van dit boekjaar was dus allerm minst een grand cru, maar de geannualiseerde return van 14,9% mag zeker nog altijd gezien worden. In het boekjaar 2018/19 (over 12 maand) kwam die return uit op 16,2%, in 2017/18 was dat 15,6%. De vraag is natuurlijk wat de tweede helft van het boekjaar zal brengen.

## Balans en waardering

Zoals al vermeld kwam de portefeuille eind september 2019 uit op 1,171 miljard euro, of 8% meer tegenover eind maart 2019. Het eigen vermogen (= intrinsieke waarde) bedroeg 1,308 miljard euro, of 51,4 euro per aandeel. GIMV had een cashpositie van 426,2 miljoen euro die onmiddellijk voor investeringen aangewend kan worden. Hier staat wel een financiële schuld van 250 miljoen euro tegenover. Het betreft de obligaties uitgegeven in juni 2019, enerzijds met vervalddag 2026, anderzijds met vervalddag 2031.

---

**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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

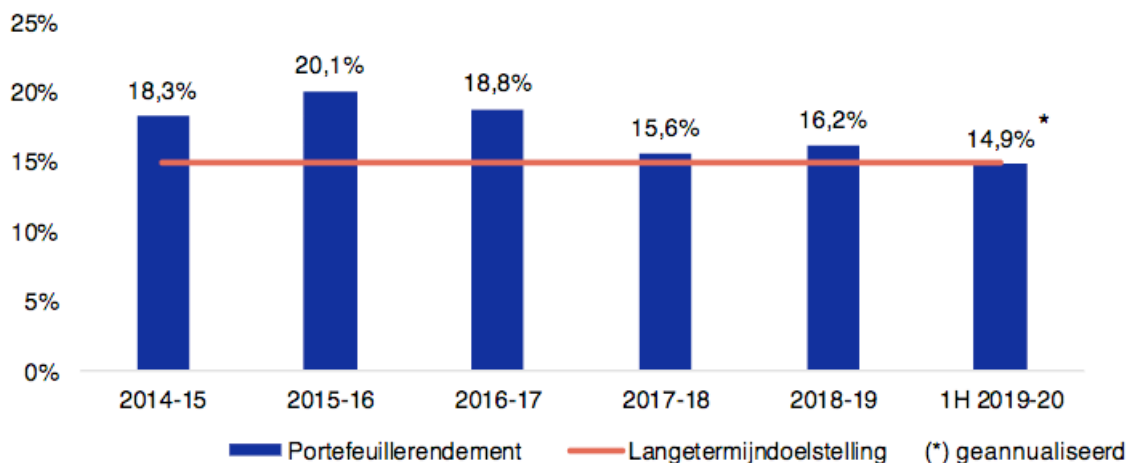


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Daar de participaties aan marktwaarde in de balans staan is het eigen vermogen gelijk aan de intrinsieke waarde. Belangrijk om weten is dat de waardering gebaseerd is op een multiple van 7,7 keer de EV/EBITDA (EV= enterprise value = eigen vermogen + netto financiële schuld) minus een discount van 25%. Die multiple is quasi onveranderd in vergelijking met het vorige boekjaar. In feite werd 65% van de portefeuille aan deze multiple gewaardeerd. Daarnaast is er 23% van de portefeuille die nog aan de investeringskost gewaardeerd wordt. Pas na 12 maanden worden de nieuwe investeringen geherwaardeerd. 4% van de portefeuille bestaat uit beursgenoteerde effecten, die worden gewaardeerd aan hun beurskoers.

Voor de meeste beleggers is de intrinsieke waarde, 51,14 euro eind september 2019, richtinggevend voor de waardering van GIMV. Feit is wel dat deze waarde een statisch gegeven is op een bepaalde datum. Dat de beurskoers al geruime tijd boven die intrinsieke waarde noteert, bewijst al dat de markt zich niet blindstaart op dat getal. We herinneren er ook aan dat die intrinsieke waarde relatief conservatief berekend wordt, vooral door de discount van 25% die toegepast wordt op de bedrijven die aan de EV/EBITDA-multiple gewaardeerd worden (65% van de portefeuille).

We wensen ook de nadruk te leggen op een andere mogelijke benadering van het GIMV-aandeel en dat is via de continuïteit van de portefeuille (die groeit), een meer dynamische benadering versus het statische van de intrinsieke waarde op een bepaald ogenblik. We focussen hierbij op het portefeuillerendement, de grafiek hieronder geeft een overzicht van de rendement in de voorbije jaren. Over de jaren heen merken we een zekere recurrentie, het mag wel geenszins de bedoeling zijn om deze mooie prestaties blindelings naar de toekomst door te trekken. We merken in de eerste helft wat afwaarderingen die de gerealiseerde meerwaarden en positieve herwaarderingen aftopten. GIMV is helemaal niet immuun voor de economische omstandigheden, terwijl er ook een impact is van de beursomgeving. De EV/EBITDA-multiple is immers gebaseerd op gemiddelde beurswaarderingen, een beurscorrectie kan hierdoor een zekere impact hebben op de waardering van de bedrijven in portefeuille. Het belangrijkste is en blijft wel de onderliggende groei van die bedrijven in portefeuille. Met 2 voorbeelden (Cegeka en One of A Kind Technologies) illustreerde het management van GIMV dit heel expliciet.



---

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

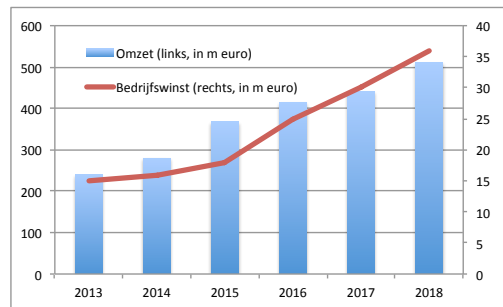
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt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

### Cegeka

Het belang in dit Limburgse IT-bedrijf is de 2<sup>e</sup> grootste in de portefeuille van GIMV. Cegeka is vergelijkbaar (*ze zullen dat niet graag horen*) met Realdolmen, met hun activiteiten in IT-infrastructuur (39% van omzet), in applicaties (27%), in business solutions (12%) en in professionele diensten (22%). De voorbije jaren kende deze groep een heel sterke groei, zowel intern als extern en dit laatste via diverse overnames in het buitenland. Sinds 2006 is de omzet vertienvoudigd tot meer dan 500 miljoen euro. In de volgende 5 jaar hoopt de groep de omzet opnieuw te verdubbelen.

In 2018 was de omzet in België goed voor 58% van het totaal, Nederland stond voor 20%, gevolgd door andere landen zoals Duitsland (8%), Italië (5%) en nog een reeks andere landen zoals Frankrijk, Luxemburg, Oostenrijk, Roemenië, Slowakije en Tsjechië (8%).

Het management kijkt vol vertrouwen naar de toekomst. Terwijl het de voorbije jaren inspeelde op de opkomst van mobiele toestellen en hun toepassingen, op onlinewinkels en op sociale media, wil Cegeka nu volop inzetten op nieuwe golven met opportuniteiten in cloud-toepassingen en in alles wat met de nieuwe GSM-standaard 5G te maken heeft.



### 'One of A Kind Technologies' (OOAKT)

De basis van dit bedrijf werd gelegd toen 2 vrienden in 2012 het kleine Beltech (opgericht in 1986, omzet 1 miljoen euro) overnamen. Het was actief in machinebouw voor inspectie en telde 9 personeelsleden. Het was (te) sterk op technologie gefocust met alle nadelige gevolgen vandien. De nieuwe eigenaars evolueerden naar meer specialisatie gericht op de sectoren voeding, farma en landbouw en namen in 2014 een complementair bedrijfje (Vimec) over. Dit jaar werd nog een overname verricht, met name van Koat. Ondertussen is het bedrijf actief in meer dan 40 landen, 95% van de omzet is exportgericht en telt het 125 personeelsleden. De omzet van 9 miljoen euro vorig jaar zou dit jaar op 16 à 17 miljoen euro moeten uitkomen. De ambitie is om de omzet in 5 jaar te verdrievoudigen.

De groep bouwt volledige lijnen voor de sortering, inspectie en eventueel verpakking van bijvoorbeeld groenten (tomaten en komkommers). Voor Nutricia leverde het ook een systeem voor de controle van de melkpoederverpakkingen. In principe zorgt OOAKT voor een hogere graad van automatisering in diverse sectoren, waarbij de handenarbeid vervangen wordt.





VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

### Conclusie

- GIMV heeft de voorbije jaren een sterk parcours afgelegd met mooie resultaten tot gevolg
- Ondanks de significante desinvesteringen (gepaard gaand met omvangrijke meerwaarden) van de voorbije jaren, slaagt GIMV erin nu nog mooie meerwaarden te realiseren
- De groep, of eerder haar participaties, zijn niet volledig immuun voor een vertraging van de economische groei
- De groep blijft interessante investeringsdoelwitten vinden
- GIMV deed afgelopen zomer beroep op schuldfinanciering om haar liquiditeitspositie te verbeteren. Zelf vinden we deze zet minder opportuun.
- De bedrijven in portefeuille kennen jaar na jaar mooie groeicijfers
- De gehanteerde waarderingmethode is conservatief door toepassing van een discount van 25%. De intrinsieke waarde of het eigen vermogen van 51,40 euro moet dan ook als een minimum beschouwd worden.
- Het netto dividendrendement bedraagt 3,2%, bruto is dat 4,5%.
- Ons punt(je) van kritiek is dat GIMV, ondanks de gestage waardegroei van de portefeuille in de voorbije jaren, het dividend niet heeft mee laten stijgen. Uit informele discussies leiden we af dat het management vreest om vroeg of laat het dividend te moeten verlagen bij minder gunstige marktomstandigheden, vandaar de nulgroei van het dividend. We hebben begrip voor deze verklaring.
- Op langere termijn verdient dit aandeel een plaats in de portefeuille op basis van de mooie track record van de voorbije jaren, aangevuld met een relatief aantrekkelijk dividendrendement. We herhalen wel dat de groep en haar participaties onderhevig blijven aan de economische marktomstandigheden en aan het beurs sentiment.

Gert De Measure (23 november 2019, koers GIMV: 55,10 euro)

---

**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 veeleelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.