



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

GLOBAL GRAPHICS

18 oktober 2018

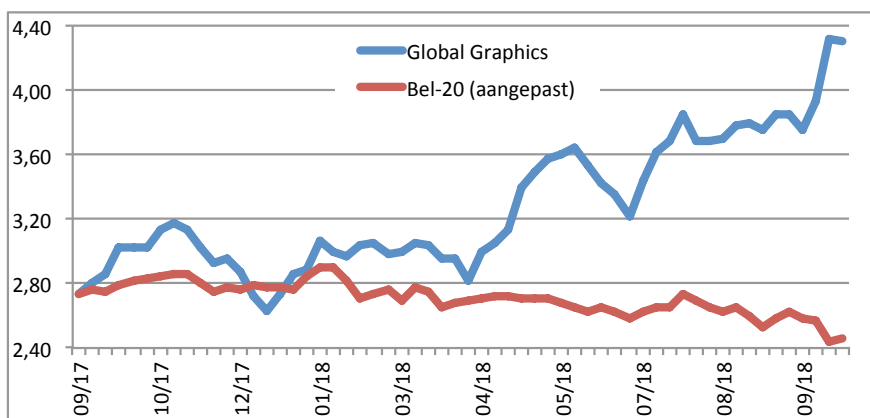
Koers	4,30
Aantal aandelen (m)	11,366
Marktkapitalisatie (m)	48,873

Eigen vermogen FY17	19,07
Netto fin. schuld FY17	-5,076

(in miljoen EUR)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
Bedrijfsopbrengsten	9,713	7,879	11,355	15,265	16,033	20,536
Groei in %	8,5%	-18,9%	44,1%	34,4%	5,0%	28,1%
EBIT	-0,319	-2,644	1,182	1,126	-0,674	-0,288
EBIT%	-3,3%	-33,6%	10,4%	7,4%	-4,2%	-1,4%
EBITDA	1,741	-0,322	3,744	4,910	4,290	3,100
EBITDA%	17,9%	-4,1%	33,0%	32,2%	26,8%	15,1%
Financieel resultaat	-0,048	0,410	-0,022	0,090	0,008	-0,002
Netto resultaat, deel groep	-0,042	-1,876	1,634	1,901	0,596	-0,266
Aangepaste nettowinst	2,018	0,446	4,196	3,597	3,670	1,773

Per aandeel	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
Aangepaste nettowinst	0,20	0,04	0,41	0,34	0,33	0,15
Netto dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koers/winstverhouding *	5,67	29,73	10,37	12,50	13,18	28,67
Dividendrendement *	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2016 en 2017 huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Global Graphics is een toonaangevend softwarebedrijf met focus op de druksector in de breedte. Het werd opgericht in 1996 en de hoofdzetel bevindt zich vandaag in Groot-Brittannië met enkele vertegenwoordigingen wereldwijd. De oorspronkelijke expertise is geconcentreerd rond page description languages (programmeertalen die tekst en grafische elementen beschrijven). Een van de belangrijke toepassingen is deze van de RIP's (raster image processors). Deze zetten tekst en grafische elementen om in een afprintbare vorm (verbinding tussen PC en printer). De groep richt zich nu naar 3 marktsegmenten:

- Software: software gericht op hoge snelheid digitale printers, o.a. de Harlequin RIP, die de meest performante is in de sector volgens onafhankelijke bronnen.
- Printhead solutions: omvat de activiteiten van het eind 2016 overgenomen Britse Meteor. Het levert beheerssystemen voor printkoppen voor industriële inkjetprinters. De printsystemen worden in alle mogelijke industriële sectoren gebruikt.
- Fonts: omvat de activiteiten van het in 2015 overgenomen Duitse URW. Het betreft technologie voor digitale lettertekens die initieel in de drukkerijsector gebruikt werden, maar die nu ook zijn weg vindt naar het bedrijfsleven wereldwijd die zijn eigen lettertypes wenst te gebruiken in zijn merkpolitiek, dit zowel bij computerspelletjes, logo's, enzoverder.

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.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Resultaten 9 maanden 2018

Global Graphics heeft een goed 3^e kwartaal 2018 achter de rug. Tegenover het 3^e kwartaal van 2017 nam de omzet 21,6% toe. Na 9 maanden in 2018 komt de omzetgroei op 14,7% uit. De brutomarge neemt in dezelfde mate toe met een groei van 19% na 9 maanden.

Door een betere dekking van de vaste kosten en de sterke omzetgroei van het segment software (zie lager) kende de EBITDA een exponentiële stijging, van 108% in het derde kwartaal, na 9 maand stond er een 77% stijging van de EBITDA op het blad. De evolutie van de netto winst is een minder nuttige indicator door de soms belangrijke impact van niet-kaselementen.

(in miljoen euro)	17KW3	18KW3	Δ 17/18	9M17	9M18	Δ 17/18
Omzet	4,50	5,47	21,6%	14,67	16,83	14,7%
Bruto marge	3,38	4,40	30,2%	11,19	13,32	19,0%
EBITDA	0,61	1,27	108,2%	2,36	4,19	77,5%
Netto winst	-0,02	0,57	n.r.	0,16	2,10	n.r.

De analyse van de omzetevolutie per segment toont dat in het 3^e kwartaal van 2018 de groei in het kleinste segment fonts achterwege bleef. Feit is dat het segment af en toe eenmalige inkomsten kent, die de evolutie kwartaal op kwartaal sterk beïnvloeden. Het management gaf wel aan dat het vierde kwartaal een betere evolutie zou kennen.

Een blik op de evolutie van de omzet van de printerkopoplossingen toont dat de omzet in de eerste 3 kwartalen op een hoog niveau stabiliseert en elk kwartaal meer dan 20% hoger uitkomt dan in dezelfde periode in 2017.

In het segment software merken we ook dat de omzet in de drie kwartalen in 2018 uitkwam rond 2,5 miljoen euro, terwijl er in 2017 per kwartaal meer volatiliteit was. Zo was het tweede kwartaal in 2017 relatief sterk, het eerste en het derde kwartaal waren iets zwakker. Omwille van de hoge marge is de evolutie van software van cruciaal belang voor de evolutie van de EBITDA en in feite dus van de totale rendabiliteit voor de groep.

(in miljoen euro)	17KW1	18KW1	Δ 17/18	17KW2	18KW2	Δ 17/18	17KW3	18KW3	Δ 17/18
Software	1,99	2,49	25,1%	3,14	2,54	-19,2%	1,90	2,62	37,9%
Printerkopoplossingen	2,00	2,49	24,5%	1,79	2,29	27,9%	1,78	2,21	24,2%
Fonts	0,71	0,87	22,5%	0,54	0,69	27,6%	0,82	0,64	-22,0%
Groepstotaal	4,70	5,85	24,5%	5,47	5,51	0,8%	4,50	5,47	21,6%

Eind september 2018 kwam de cashpositie uit op 5,78 miljoen euro. Hierbij dient wel vermeld dat Global Graphics nog een verplichting heeft om ongeveer 3,3 miljoen euro te betalen met betrekking tot de overname van Meteor. In 2018 dient er hiervan geen schijf betaald te worden, wel in het eerste kwartaal van 2019.

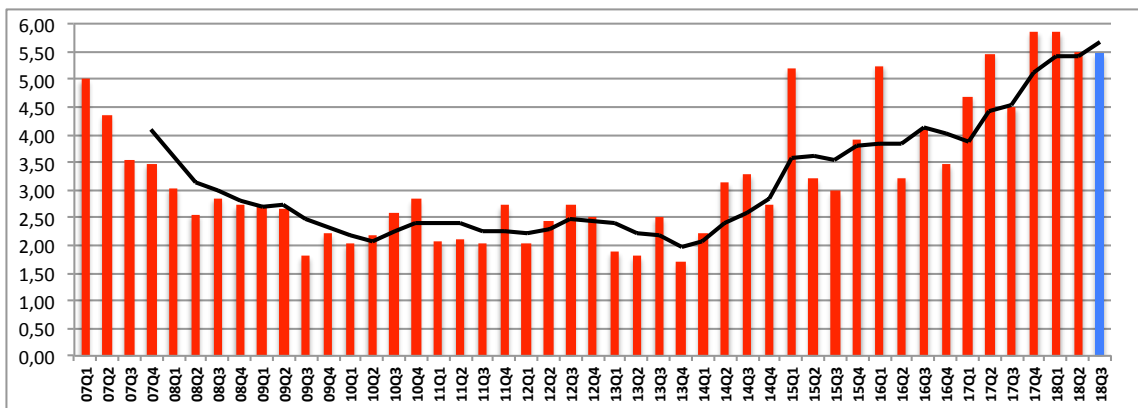
VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Grafiek: evolutie kwartaalomzet in miljoen euro (en jaargemiddelde -> zwarte lijn)



De bovenstaande grafiek met de evolutie van de kwartaalomzet in miljoen euro, illustreert dat het derde kwartaal van 2018 iets lager uitkwam dan het vierde kwartaal van 2017 en het eerste van 2018. Belangrijkst van al, en dat maakt de grafiek over meerdere jaren duidelijk, is dat het huidige omzetriveau gevoelig boven de niveaus van enkele jaren geleden uitkomt.

Overnamebod

Op 5 oktober 2018 kondigde Congra Software aan dat het van plan is om een bod te lanceren op alle aandelen Global Graphics aan een prijs van 4,25 euro per aandeel. Congra Software is een vennootschap van Guido Van der Schueren, die voorzitter is van Global Graphics. Via een andere vennootschap bezit hij al aandelen Global Graphics.

In de tabel rechts geven we een overzicht van het aandeelhouderschap zoals gepubliceerd in de jaarverslagen van 2016 en 2017. We merken enkele belangrijke verschuivingen.

Aandeelhouderschap	2016	2017
Stichting Andlinger	17,88%	0,00%
Johan Volckaerts (direct en indirect)	0,00%	16,67%
Guido Van der Schueren (indirect)	7,39%	13,86%
Eigen aandelen	0,94%	2,26%

Zo is de Stichting Andlinger volledig uit het kapitaal gestapt, de aandelen werden overgenomen (prijs 3 USD per aandeel) door Johan Volckaerts die jarenlang voor Andlinger gewerkt heeft. Guido Van der Schueren bouwde in 2017 zijn belang verder uit door overname van aandelen van de voormalige Duitse aandeelhouders van URW, die voor de inbreng van hun aandelen URW aandelen Global Graphics ontvangen hadden.

De prijs van 4,25 euro wordt verrechtvaardigd enerzijds doordat het een premie omvat boven de laatste beurskoersen, anderzijds doordat de onafhankelijke bestuurders de prijs goedgekeurd hebben. Nazicht leert dat de raad van bestuur 4 bestuurders telt. Naast de CEO en de CFO zijn dat de heren Volckaerts en Van der Schueren. Uit de informatievergadering (zie verder) leren we dat de CEO, de CFO en de heer Volckaerts als onafhankelijk beschouwd werden. Daar de heer Van der Schueren achter het bod zit, kan hij niet meestemmen over de prijs als onafhankelijk bestuurder, hij moest zich in dit geval onthouden.

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.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Informatievergadering

Op donderdag 18 november 2018 organiseerde Global Graphics samen met het management van Congra Software een informatievergadering voor de aandeelhouders van Global Graphics. De gebruikte presentatie en een uitgebreid verslag (van alle vragen en discussies) zal eerstdaags op de website van Global Graphics beschikbaar zijn.

Een eerste deel ging over de wettelijke procedure die gevolgd zal worden. Nuttig om weten is dat op het regulatoire vlak de Belgische en de Britse beursautoriteiten zich niet betrokken beschouwen. Wel wordt de Britse procedure voor het overnamebod gevolgd. Vooreerst wordt een prospectus (*scheme document*) opgemaakt dat naar de rechtbank verstuurd wordt. Dat zou volgende week al gebeuren. Twee weken later wordt dat prospectus publiek gemaakt, dat zal eind oktober zijn. Tegen eind november zal er dan gestemd moeten worden, via een procedure via de deponerende banken, een procedure die heel gebruikelijk is in Groot-Brittannië. Belangrijk bij die stemming is dat 75% van de uitgebrachte stemmen nodig is om het bod te laten doorgaan. Als betrokken partij mag Guido Van der Schueren zelf niet stemmen.

Een tweede presentatie werd verzorgd door de CFO van Congra/Hybrid Software. Het leed geen twijfel dat de onderliggende bedoeling was om de mogelijke waarde van Global Graphics zoveel mogelijk te drukken. Dat bleek duidelijk uit de eerste argumenten zoals de illiquiditeit van het aandeel, het feit dat geen enkel beurshuis het aandeel volgt enzoverder. Daarna ging het over de negatieve cash-flow die Global Graphics realiseerde in de periode 2015/17, waarbij geen rekening gehouden werd met de overnames van Meteor en URW. Ook de risico's van een belegging in Global Graphics werden aangehaald. Bij de waardering van Global Graphics werd gebruikt gemaakt van de EV/EBITDA ratio. Heel opmerkelijk was dat van de EBITDA de gekapitaliseerde ontwikkelingskosten afgetrokken worden. Nazicht leert dat dit weinig gebruikelijk is bij de sectorwaardering van softwarebedrijven. Wijzelf beschouwen ontwikkelingskosten als investeringen die geactiveerd worden. Eenmaal de verkoop van die software start, worden de geactiveerde bedragen afgeschreven. Ook werden EBITDA-cijfers uit het verleden gebruikt. Gezien de gevoelige verbetering van de rendabiliteit in de laatste kwartalen, zijn die historische data natuurlijk minder relevant.

In het vragenuurtje waren alle betrokkenen (CEO, CFO en de bestuurders) heel transparant. Soms was het een dovemansgesprek, iedereen bleef op zijn positie. De aandeelhouders vinden de geboden prijs van 4,25 euro te laag, de heer Van der Schueren en het management van Global Graphics vinden de prijs gerechtvaardigd. Dat de beurskoers van Global Graphics sinds de aankondiging van het bod boven de biedprijs noteert, illustreert ook de mening van de 'markt'.

Conclusie

In de voorbije maanden hebben we ons onthouden van gedetailleerde waarderingen m.b.t. Global Graphics. De resultaten zijn immers heel moeilijk te voorspellen en heel volatiel van kwartaal tot kwartaal. Dat is hetgeen we onthouden in de 13 jaar dat we het aandeel volgen. De voorbije 4 kwartalen noteerden we wel een gevoelige verbetering en een lagere volatiliteit van de cijfers, met minder ups & downs. In die zin vinden we de timing van een bod minder opportuun. Niettemin hebben we ons gewaagd aan een heel beknopte (en zoals steeds conservatieve, d.i. zonder groei) DCF-waardering. We bekomen relatief gemakkelijk een cijfer van 5 euro.

Alle aandeelhouders die de geboden prijs te laag vinden, staat dus maar een ding te doen: tegen het bod stemmen. Het komt er wel op neer om de website van Global Graphics regelmatig te raadplegen in de volgende dagen en weken.

Gert De Mesure

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.