



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Quest for Growth: verslag halfjaarresultaten 2017 (28 juli 2017)

Eind juni 2017 kwam de intrinsieke waarde uit op 10,36 euro per aandeel, tegenover 8,91 euro eind 2016. Dit impliceert een rendement van 16,4%. De koers daarentegen, steeg niet in dezelfde mate en nam slechts 5% toe van 7,65 tot 8,04 euro. Het gevolg was dat de discount opliep van 14% eind 2016 naar 22% eind juni 2017. Het is een feit dat door het niet uitkeren van een dividend (geen over 2016 door het geleden verlies) de discount de neiging heeft om op te lopen.

Dat rendement van 16,4% is allesbehalve slecht, gezien de prestatie van de aandelenbeurzen over dezelfde periode. Zo steeg de Stoxx Europe 600 index met 5%, met dividenden erbij was dat 8%. We schatten dat van het rendement van 16,4% ongeveer een derde (=5,5%) afkomstig was uit de risicokapitaalfondsen (zie verder), 0,5% van de niet-genoteerde portefeuille. De resterende 10,4% kwam van de genoteerde portefeuille.

In de niet-genoteerde portefeuille met eigen directe participaties (6,28% van de portefeuille) was het belangrijkste wapenfeit de beursintroductie van Avantium die een mooie meerwaarde opleverde. Door de lock-up die nog geldt, werd op de beurskoers eind juni 2017 een discount van 13,5% toegepast. Naarmate het einde van de lock-up nadert, zal die discount dalen.

De gebeurtenissen in de risicokapitaalfondsen (15,7% van de portefeuille) waren belangrijker, met dank aan een enkele operatie. Zo werd het Belgische biotechnologiebedrijf Ogeda overgenomen door het Japanse Astellas Pharma, het Capricorn Health-tech Fund had 5% van Ogeda in handen. Ogeda kwam 2 jaar geleden in de portefeuille en gaat nu al de deur uit met een rendement van meer dan 400%. De volledige onderliggende meerwaarde zal maar pas in de nabije toekomst naar boven komen naarmate de waarborgen vrijkomen en bepaalde mijlpalen gerealiseerd worden.

De genoteerde aandelen (65,32% van de portefeuille) realiseerden een rendement van iets meer dan 10%, een heel mooie prestatie die gelinkt is aan de sectorevoluties op de beurs. Zo steeg de Stoxx 600 Technologie-index met 12,3% in de eerste jaarhelft, de Stoxx 600 Healthcare-index won 7%. Voor de grootste positieve bijdragen in de portefeuille van Quest for Growth zorgden het Duitse Technotrans (+2,8%), het Nederlandse TKH Group (+1,9%), het Duitse Nexus (+1,8%) en het Duitse USU Software (+1,0%). De grootste negatieve bijdragen waren beperkt en kwamen van Kiadis Pharma (-0,4%), Bertrandt (-0,2%), CEWE (-0,1%) en Axway Software (-0,1%).

Tijdens de analistenpresentatie besteedden we ruim aandacht aan waarderingen. De gemiddelde koers/winstverhouding van de aandelen in de portefeuille van Quest bedraagt 19,3, tegenover 17 voor de Stoxx Europe 600 en 15 voor de Stoxx Europe Small 200. De waardering van de Quest-aandelen is dus allesbehalve laag, maar er moet een kanttekening bij gemaakt worden. Zo worden de posities in aandelen met een relatief hoge waardering geleidelijk afgebouwd, terwijl de aandelen die recent in de portefeuille opgenomen werden, een lagere waardering hebben. Bij de hogere gemiddelde koers/winst van de Quest-aandelen moeten we wel opmerken dat er 11 zijn met een cashpositie, de 14 andere hebben een schuld, in sommige gevallen het gevolg van overnames. Zelf heeft Quest for Growth een cashpositie goed voor 12,74% van de portefeuille.

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

Wat de individuele aandelenposities betreft, nam het fonds in de eerste helft van 2017 3 nieuwe aandelen op in zijn portefeuille. Deze zijn de Franse bedrijven Axway Software en Aures en het Duitse CEWE. In januari 2017 ging de positie in het Duitse Kuka volledig de jaar uit, in juni volgde de positie in Zetes door het ingaan op het bod van Panasonic.

Daarnaast werden de posities in EVS, Kingspan, Jensen (verhoging in januari, vermindering in maart), Gerresheimer en Norma Group verder uitgebouwd. Deze in Fresenius, Melexis, SAP, Kiadis Pharma, UDG, CFE, Nexus, Bertrandt, Umicore en Technotrans werden verlaagd.

De 10 grootste participaties zijn de volgende:

naam	% van port.	naam	% van port.
TKH (NL)	4,8%	Norma Group (D)	3,1%
Andritz (A)	3,8%	Umicore (B)	3,0%
Pharmagest (F)	3,6%	Jensen (D)	2,8%
Gerresheimer (D)	3,4%	Corbion (NL)	2,7%
Technotrans (D)	3,3%	Kingspan (IRL)	2,7%

Los van de prestaties van de privak in de genoteerde en niet-genoteerde portefeuille, kan het geen kwaad aandacht te besteden aan de evolutie van de discount. Die liep de afgelopen maanden verder op. Een verklaring kan zijn dat de markt de recent bekend gemaakte intrinsieke waarde nog niet verwerkt heeft. Het is wel een feit dat de mooie meerwaarde op Ogeda reeds begin april 2017 bekend is gemaakt, wat maakt dat de markt al een paar maanden heeft gehad om dit te verwerken in de koers. We merken op dat de koersvorming van Quest for Growth niet altijd efficiënt is, zoals bijvoorbeeld vorig jaar ten tijde van de dividendknip en de kapitaalverhoging, toen het een tijdje met een premie noteerde.

Wat kunnen we besluiten?

- QfG heeft net als de Europese technologiesector een sterke jaarhelft achter de rug
- Een belangrijke meerwaarde bij een van de risiciokapitaalfondsen waarin het investeert, leverde de kers op de taart
- Na 6 maanden bedraagt het rendement al 16,4%. We denken niet dat deze voorsprong in de tweede jaarhelft opgegeven zal worden, waardoor er opnieuw uitzicht is op een dividend
- De discount is opgelopen tot 22% eind juni, maar zou in principe weer moeten dalen in de volgende maanden als duidelijk wordt dat er over 2017 opnieuw een dividend zal kunnen uitgekeerd worden.
- We sluiten niet uit dat als er over 2017 een dividend uitgekeerd wordt, dat onder de vorm van een keuzedividend zal zijn.

Gert De Measure (28 juli 2017, koers QfG: 8,26 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 fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.