



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERERS

REALDOLMEN

30 mei 2016

Koers	18,60
Aantal aandelen (m)	5,35
Marktkapitalisatie (m)	99,6

Eigen vermogen FY15/16	147,11
Netto fin. schuld FY15/16	-23,40

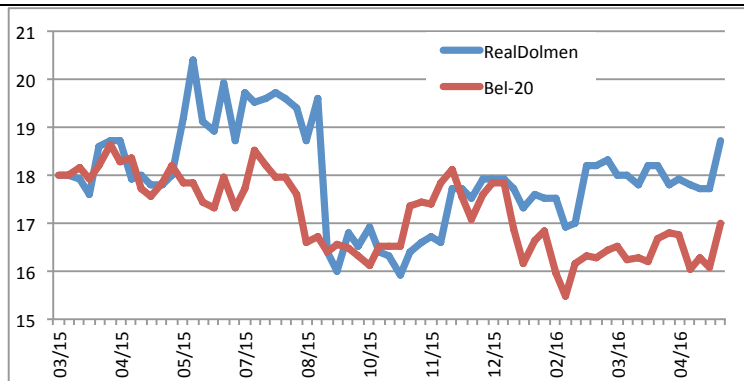
ROE '15/16	7,2%
------------	------

(in miljoen EUR)	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15	FY15/16	FY16/17E
Omzet	258,48	237,74	243,00	224,68	237,62	240,00
Groei in %	5,9%	-8,0%	2,2%	-7,5%	5,8%	1,0%
EBIT	13,61	1,74	11,10	4,37	11,80	12,30
EBIT%	5,3%	0,7%	4,6%	1,9%	5,0%	5,1%
EBITDA	17,00	7,59	15,00	7,95	14,67	15,18
EBITDA%	6,6%	3,2%	6,2%	3,5%	6,2%	6,3%
Financieel resultaat	-6,19	-2,00	-0,55	-0,56	-0,16	-0,12
Netto resultaat	7,27	-14,94	9,05	0,49	10,66	11,48

	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15	FY15/16	FY16/17E
Winst per aandeel	1,41	-2,90	1,76	0,09	2,07	2,23
Netto dividend	0,00	0,00	0,00	0,22	0,47	0,50
Koers/winstverhouding *	12,72	n.r.	11,43	188,45	8,98	8,34
Dividendrendement *	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	2,6%	2,7%

*: op basis van koersen einde maart, voor 2015/16 en 2016/17E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

RealDolmen ontstond begin 2008 na de overname van Dolmen door Real Software. De groep is actief in België, Nederland, Luxemburg en Frankrijk. Ze telt 8 Belgische vestigingen en een in Luxemburg (Real Solutions, vnl. actief in de financiële sector). In de Benelux telt de groep een 1.000-tal klanten.

De groep stelt iets meer dan 1.250 werknemers te werk. RealDolmen is een ICT-bedrijf dat diensten levert en componenten integreert van verschillende hard- en softwareleveranciers en partners binnen een aantal domeinen:

- **Products & Licences:** 3 subsegmenten: verkoop van back-end toestellen (servers, opslagsystemen), verkoop van front-end toestellen (laptops, tablets,...) en licenties voor software van derden, alsook het onderhoud ervan. Omvat 40 mensen.
- **Professional services:** technische competenties zoals applicatie- en infrastructuurdiensten. Stelt meer dan 700 mensen tewerk.
- **IT-outsourcing:** uitbesteding van infrastructuur en applicaties.
- **Consulting:** in domeinen zoals customer centricity (CRM), engaged workplace (beheer van voorraad- en productieprocessen), agile business processes (hospitaalssoftware), data insights, hybrid cloud en business & IT alignment.

Op het vlak van rapportering verdeelt RealDolmen haar activiteiten onder in infrastructure products enerzijds, anderzijds in services & solutions. Deze laatste bestaat op zijn beurt uit professional services en uit business solutions. Vanaf het boekjaar 2016/17 worden de activiteiten onderverdeeld in IT & Business Consulting en IT & Business Support.

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 boekjaar 2015/16

(in miljoen euro)	2014/15	2015/16	Δ in %
Bedrijfsopbrengsten	224,675	237,620	5,8%
REBIT	8,504	10,636	25,1%
REBIT-marge	3,8%	4,5%	
EBIT	4,366	11,796	170,2%
Financieel resultaat	-0,560	-0,156	
Belastingen	0,013	-0,981	
Stopgezette activiteiten	-3,334	0,000	
Nettowinst	0,484	10,66	2102,5%
Winst p/a	0,09	2,07	2200,2%
Boekwaarde p/a	25,72	27,48	6,8%

In de 2^e helft van het boekjaar 2015/16 (eindigend op 31/3/16) kon RealDolmen een beter vervolg brengen aan de goede prestatie in de 1^e jaarhelft (ondanks een zwak eerste kwartaal). Toen steeg de omzet slechts 1%, maar de REBIT-marge kwam uit op een gezonde 4%. In de 2^e helft nam de omzet 10% toe, de REBIT-marge liep op tot 4,7%! Over het volledige boekjaar steeg de omzet 5,8%.

De REBIT of recurrente bedrijfswinst steeg 25,1% tot 10,636 miljoen euro, goed voor een marge van 4,5%. De EBIT zette een nog betere prestatie neer (+170%), maar dit cijfer was in 2014/15 negatief beïnvloed door voor 4,138 miljoen euro herstructureringskosten. In 2015/16 was er een positieve impact van 1,2 miljoen euro door de meerwaarde op de verkoop van een gebouw. Volledigheidshalve moeten we nog meegeven dat de REBIT in 2014/15 positief beïnvloed werd door een terugname van een provisie van 0,491 miljoen euro, in 2015/16 was er dan weer een hoge provisie (in feite niet-recurrent) van 0,910 miljoen euro!

Het financieel resultaat verbeterde na de afbouw van de financiële schulden, de belastingen stegen doordat het Luxemburgse filiaal een hogere winst realiseerde (en dus meer belastingen moest betalen), daarnaast was de meerwaarde op de verkoop op het gebouw ook nog onderworpen aan belastingen. Nuttig om weten is dat de groep nog belangrijke overdraagbare verliezen heeft en dus de eerste jaren niet direct een hoge belastingfactuur voorgeschoteld zal krijgen. In 2014/15 moest RealDolmen ook nog afrekenen met de negatieve gevolgen van de verkoop van het Franse filiaal, wat 3,334 miljoen euro gekost heeft (onder stopgezette activiteiten). Door de afwezigheid van dergelijke verliezen en de betere operationele prestatie steeg de nettowinst van 0,484 tot 10,660 miljoen euro. Per aandeel is dat 2,07 euro.

Ondanks de omzetsijging kon RealDolmen het werkkapitaal gelijk houden, zodat het betere resultaat en de verkoop van een (klein) gebouw volledig doorstroomden naar de netto cash positie die hierdoor steeg naar 23,4 miljoen euro, of 4,37 euro per aandeel. Het eigen vermogen of de boekwaarde kwam uit op 147,114 miljoen euro, 27,48 euro per aandeel.

Bespreking per segment

De activiteiten van RealDolmen worden onderverdeeld in 3 segmenten: *infrastructure products* (hardware), *professional services* (IT-diensten) en *business solutions* (eigen software), wat een compleet aanbod voor elke potentiële klant, publiek of privé, inhoudt. Dit wordt in het vakjargon *single source* genoemd, dus een partij die alles onder een dak heeft. De strategie is er dan ook meer en meer op gericht om de klanten meer dan een product of dienst aan te bieden.

Infrastructure products blijft het omzetmatig heel goed doen (+17,6%), ondanks de eerdere verwittigingen van het management dat niet altijd van een omzetsijging uitgegaan moet worden. Dit heeft vooral te maken met de dalende verkoop van back-end toestellen zoals servers en opslagsystemen. Maar net zoals vorig jaar wordt die daling meer dan goed gemaakt door hogere verkopen van front-end toestellen (of workplace equipment) zoals laptops, tablets e.a. RealDolmen profiteert van (meerjarige) raamcontracten met de overheid en van haar e-store voor de verkoop. Ze heeft akkoorden met een 200-tal leveranciers en kan daardoor goede prijsvoorwaarden aanbieden, met als gevolg een verhoging van het marktaandeel in België.

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



Los van de omzetevolutie is er wel magedruk door de voortdurende prijs erosie van de apparatuur, terwijl de marge op front-end toestellen lager is. De recurrente bedrijfswinst daalde hierdoor met 23% tot 2,7 miljoen euro. Al bij al blijft dit voor RealDolmen een aantrekkelijke activiteit doordat het veelal samenhangt met leveren van andere (meer rendabele) diensten. Om een beter zicht hierop te krijgen, zal RealDolmen vanaf het boekjaar 2016/17 een andere segmentatie toepassen.

	Infrastructure products			Professional services			Business solutions		
	2014/15	2015/16	Δ in %	2014/15	2015/16	Δ in %	2014/15	2015/16	Δ in %
Omzet	81,0	95,2	17,5%	101,3	101,6	0,3%	41,2	39,4	-4,4%
REBIT	3,5	2,7	-22,9%	8,7	10,1	16,1%	-0,5	0,2	n.r.
REBIT%	4,3%	2,8%		8,6%	9,9%		-1,2%	0,5%	

Het segment *professional services* zag de omzet 0,6% stijgen, niet slecht gezien het verlies van een belangrijke klant vorig jaar. Dat verlies deed zich voor in infrastructuurdiensten, terwijl er in applicatiediensten een mooie stijging was die RealDolmen toeliet om het personeel beter in te zetten, met een directe impact op de rendabiliteit tot gevolg. De stijging van de recurrente EBIT van 8 naar 10,1 miljoen euro (+16,1%) was daardoor opmerkelijk, ondanks de afwezigheid van omzetgroei. Zoals hoger gezegd, profiteert de groep tevens van de ondersteuningsdiensten als gevolg van de hoge verkopen in infrastructure products.

Business solutions kende een omzetzak van 4,4%, enerzijds door de afbouw van minder rendabele activiteiten, anderzijds door het minder boeken van licenties in hospitaalssoftware. Het is dan ook opmerkelijk dat dit segment voor het eerst sinds lang een licht positieve REBIT neerzette. In hospitaalssoftware matigt het tempo bewust door de intensiviteit van de lopende werkzaamheden en wenst het voorrang te geven aan de uitbouw van een geïnstalleerde basis, waardoor er dit boekjaar geen nieuwe klanten binnen gehaald werden. Er zitten wel enkele nieuwe contracten aan te komen.

Met haar CRM-software voor verzekeringsmaatschappijen scoort RealDolmen heel goed en heeft het in België nu al een tiental klanten, vooral onder de grotere spelers. Het is tevens gestart met de uitbouw van een partnernetwerk in een 12-tal landen om met dit succesvolle product de internationale toer op te gaan. Dit bracht al een aantal kosten met zich. Belangrijk om weten is dat dit product de CeBIT-Innovationspreis-IT 2016 won.

Ditmaal werd ook meer de aandacht gelegd op R-Flow, een software voor documentenbehandeling (via Luxemburgse dochter Real Solutions) met ingebouwde artificiële intelligentie. Het management stelt dat na de automatisering van de productie in de voorbije decennia nu de automatisering van administratieve diensten aan bod zal komen. Met R-Flow wil het op die evolutie inspelen.

Strategische discussie

Om de strategische richting van RealDolmen beter te kunnen plaatsen, ging het management dieper in op de marktevolutie. Die wordt gekenmerkt door snelle wijzigingen en door disrupties. Dat brengt met zich dat er geen zekerheid meer is naar zakelijke modellen toe. Zo wordt de klantenbenadering belangrijk om de intrede van nieuwe concurrenten de baas te blijven, logistiek wordt belangrijker, big data heeft een grote impact, maar dit is nog niet voor de korte termijn. Dan is er de technologische evolutie in de productie, bijvoorbeeld door robotisering die de uitbesteding

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

van productie naar lageloonlanden kan doen terugkeren. Het gebruik van drones bijvoorbeeld creëert heel wat nieuwe mogelijkheden op het vlak van transport en bewaking. Voor al deze evoluties zoeken bedrijven oplossingen en daar wil RealDolmen hen bij bijstaan. Ze wil tevens het verschil maken op strategisch, tactisch en operationeel vlak.

Voor die reden heeft RealDolmen zijn interne structuur als volgt aangepast (met veel Engelse termen):

- Consulting: onderverdeeld in 6 blokken: 1) Cloudtoepassingen, 2) CRM of ruimer gesteld 'customer centricity, 3) Engaged workplace: documentenverwerking en –administratie, 4) Data insights, 5) Agile business processes: ERP-implementaties waardoor de ziekenhuissoftware en 6) Business en IT-alignment.
- Professionele diensten
- IT-sourcing: applicaties en infrastructuur, zullen nu in elkaar geschoven worden
- Producten en softwarelicenties van derde partijen.

Conclusie

Eindelijk komt het onderliggende potentieel van de groep naar boven na een goede jaarprestatie. In feite kan het nog beter zonder veel moeite, want het eerste kwartaal was niet goed (omzet - 4%), terwijl er ook nog diverse provisies geboekt werden. Wat de nabije toekomst betreft, is het vooral uitkijken naar de prestatie van het segment business solutions. Dat zette in het boekjaar 2015/16 voor het eerst sinds lang een positieve REBIT neer. Maar hier is nog veel verbetering mogelijk, gezien de evolutie van diverse nieuwe softwareprogramma's. De belangrijkste kosten zijn al geboekt, zodat de minste omzetsijging grotendeels naar de resultatenrekening kan doorstromen.

In ons bedrijfsprofiel van november 2015 stelden we dat RealDolmen een winst per aandeel van 2,00 tot 2,30 euro moet kunnen realiseren en dat bereikten we met 2,07 euro al in 2015/16. Daar bovenop komt het aantrekkelijke cashflowrendement van zeker 10%, alsook het dividendrendement. De cijfers over 2015/16 kwamen uit boven onze verwachting, waardoor we ons koersdoel van 26,50 euro verhogen tot 27,65 euro.

Tot slot geven we nog mee dat de boekwaarde per aandeel 27,48 euro bedroeg eind maart 2016. Het aandeel mag dan ook zeker nog gekocht worden. Het opwaarts potentieel is meer dan voldoende.

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