



René De Witte
Journalist VFB

‘Wij sturen niet enkel financiële whizz kids uit, het gaat ons vooral om het industriële verhaal’

Gesprek met Koen Dejonckheere, ceo van Gimv, over een boerenjaar

De tijd is rijp om te oogsten. Dat was een zinnelijke dat Koen Dejonckheere, CEO van Gimv, tijdens de jongste Dag van de Tips van de VFB in Gent bijna terloops tijdens zijn slottoespraak aan de toehoorders meegaf. Die hadden de profetische uitspraak maar beter goed in de oren geknoopt, want Gimv heeft tijdens zijn jongste boekjaar niet alleen oogst. Het werd met een nettowinst van liefst 136 miljoen ronduit een echt boerenjaar. Dat was het resultaat van enerzijds forse desinvesteringen voor een bedrag van 368 miljoen euro (en waarbij telkens bijna de helft winst werd gemaakt), en anderzijds voor 191 miljoen euro investeringen. Drie jaar geleden hadden we Dejonckheere al eens als praatgast in Beste Belegger. Hoogtijd om hem nog eens te spreken, onder meer over enkele van zijn uitspraken destijds. Intern was men toen bezig met de oefening Gimv Next, een bezinning over de toekomst. Gimv was in het verleden teveel bezig geweest met het maken van financiële deals, met dealmaking, vertelde Dejonckheere. De maatschappij moest terug naar zijn roeping van bedrijvenbouwer, zeg maar om bedrijven te helpen groeien. Waardecreatie moest primeren boven meerwaarde. Die waardecreatie zag men in vier nieuwe domeinen waarop men zich zou concentreren. En nog iets: er moest pro-actiever worden gewerkt.

Partner for change

VFB Mogen we u even citeren? ‘We moeten nog meer specialistisch zijn, nog meer visionair. Wat hot is, komt nu al naar ons toe, maar we willen vroeger zijn, willen op voorhand detecteren wat hot zal worden’.

Koen Dejonckheere Van alle onze investeringen afgelopen boekjaar was er eentje waar we in een competitief proces zaten. Al de andere waren pro-actief. Het grote verschil met vroeger is dat wij bedrijven niet meer benaderen met een fi-

nancieel verhaal, maar met een industrieel verhaal. Dat zie je ook aan de mensen die we hebben aangeworven. Voor Consumer 2020 hebben we bijvoorbeeld iemand aangetrokken die voordien actief was als marketingdirecteur bij Nike. In Health & Care hebben we een geneesheer in dienst om met de zorgverstrekkers te gaan praten. Wij sturen niet langer financiële whizz kids als eerste uit.

VFB U zag ook een rol weggelegd bij familiale KMO's die opvolgingsproblemen hadden en/of nood hadden aan consolidatie. Private-equity was uw propositie, maar het antwoord was vaak: ‘Blijf maar buiten met uw P/E-bazaar!’

Koen Dejonckheere Het werd teveel gezien als een puur financieel verhaal, terwijl wij net als partner for change willen optreden, als sparring partner. Vroeger was onze sterkte onze financiële kennis, maar dat volstaat vandaag niet meer. Je moet met het traject meegaan. Vandaag gaat 80 procent van de gesprekken over de strategie, innovatietrajecten en de groeiopportuniteiten van het bedrijf. Het financiële komt meestal pas op de derde plaats.

VFB Gedaan dus de tijd dat Gimv vooral bezig was met buy-outs?

De Jonckheere Wij willen dossiers waar we waarde kunnen creëren. Een buy-out betekende vaak alleen het aanbrengen van een hefboom om de schulden af te bouwen om weer winst te maken, maar zonder zelf al te veel euro's te investeren. Als het gedurende enkele jaren moeilijk ging, zat je natuurlijk wel in een precaire situatie. Wij willen leiderschapsverhalen bouwen, liefst in niches, met de beste van de klas. Wat niet wil zeggen dat we geen buy-outs meer doen, maar dan alleen in een groeitraject.

“Wij worden niet graag gezien als holding, wij zijn een ander beestje.”



© Lieven Van Assche / Image Desk

Geen holding

VFB Na de bekendmaking van de resultaten steeg de koers, naar op het moment van dit gesprek, 43,35 euro. De analisten van KBC en De groef verhoogden hun koersdoel naar respectievelijk 44 en 44,5 euro. Bij de bekendmaking van de resultaten bedroeg de intrinsieke waarde van het aandeel 42,97 euro. Met andere woorden: Gimv noteert na enkele jaren niet langer met een discount.

Koen Dejonckheere Dat klopt niet helemaal. Na de bekendmaking zijn er nog enkele exits geweest, samen goed voor een dikke halve euro extra intrinsieke waarde. Maar ok,

we noteren dus vandaag met een zeer beperkte discount. Maar eigenlijk is dat niet zo belangrijk, want u vergelijkt dan met holdings, wat eigenlijk appels met peren vergelijken is. Wij worden niet graag gezien als holding, wij zijn een ander beestje. Een holding heeft vooral beursgenoteerd papier. De waardetoets is hier de beurs. Wij daarentegen zitten voor 90 % in niet-beursgenoteerd papier. De waarderingen zijn bij ons helemaal anders. Enerzijds waarderen wij met een stevige illiquiditeitsdiscount, en anderzijds weten wij dat wij er de afgelopen 10 jaar in geslaagd zijn deze participaties telkens te verko-

“Vroeger was onze sterkte onze financiële kennis, maar dat volstaat vandaag niet meer. Je moet met het traject meegaan.”

pen met een premie van gemiddeld 45 %. De beleggers weten dat, en calculeren dat in onze koers.

VFB Halfweg 2007 haalde Gimv een koers van 55 euro. Mogen we daar nog van dromen?

Koen Dejonckheere (lacht) Sindsdien zijn we een flinke crisis verder. Maar eigenlijk mag u zich niet blindstaren op onze koers, want er is ook het dividend. Mensen die de laatste 10 jaar aandeelhouder waren, hebben hun waarde -ondanks de crisis- zien verdubbelen dankzij het dividend. Het consistent uitkeren van een dividend – ook in het vorige boekjaar waar we slechts 15 miljoen euro winst hadden – maakt het mogelijk om aandeelhouders te hebben die ons zeer trouw zijn en dat op lange termijn ook blijven. Dat maakt het ons dan mogelijk om met een langetermijnbalans te werken, te kunnen investeren in bedrijven met een hoger risico, maar die wij dan na een lange termijn ook kunnen verkopen met een meerwaarde van 40 tot soms 60 %. Wij hebben een zeer conservatieve waarderingsbenadering. De lange termijn maakt het ook mogelijk om contracyclisch te investeren, iets wat velen niet durven. De beste returns heb je nochtans in periodes dat de markten het minder goed doen. Ook tijdens de crisis hebben we elk jaar zowat 200 miljoen euro geïnvesteerd. Vandaag zijn we bijna fully invested.

VFB Ondanks de magere jaren die we achter de rug hebben.

Koen Dejonckheere De resultaten van nu zijn de vruchten van de inspanningen uit het verleden. De investeringen van vandaag zullen pas over enkele jaren opbrengen. Dat is iets wat men te weinig begrijpt. Wij zijn geen beleggers, hé.

Absoluut leiderschap

VFB De portefeuille is met zowat de helft uitgedund. En is ook verjongd.

Koen Dejonckheere We hebben nu nog 55 participaties die we tussen nu en 2020 tot absoluut leiderschap willen ontwikkelen. Daar zijn twee voorwaarden aan verbonden. De eerste is dat je – zoals ik al zei – de beste van de klas bent, op alle vlakken. Er is veel veranderd. De consumenten en klanten zijn bijzonder kritisch geworden en willen de beste service. De regulatoren leggen de lat heel erg hoog. Je gaat erover, of je verdwijnt. Zo simpel is het. Zelfs bij de ziekenhuizen wordt aan benchmarking gedaan. Een tweede voorwaarde voor leiderschap is innovatief zijn, een trendsetter zijn. Dat kan trouwens met iets eenvoudig zijn, bijvoorbeeld met de ma-

nier waarop je een consument aanspreekt. Het is trouwens nog maar het begin, ook al door de digitalisering.

VFB In het jaarverslag zegt u het als volgt: 'Over alle platformen heen zien we een disruptieve impact van een verregaande digitalisering die vaak het speelveld hertekent en soms zelfs hele sectoren op hun kop zet.' Kan u dat toelichten?

Koen Dejonckheere We gaan naar een nieuwe generatie, kijk maar naar hoe kinderen functioneren en kijk naar hun reacties. Alvorens te kopen, gaat men vergelijken. De hele belevenis van de klant is aan het veranderen. En het speelveld is enorm groot. Dat platform van aanbod is digitaal, en globaal. En dus zullen apps in de toekomst dominant zijn.

“Wij willen leiderschap-verhalen bouwen, liefst in niches, met de beste van de klas.”

VFB Pure players als Zalando, Bol.com of Cool Blue groeien als kool. De vraag is of het wel een winstgevend model is, en ooit zal zijn. Denk maar aan het retourrecht voor de consument, de enorme logistieke kosten ...

Koen Dejonckheere Uw vraag is pertinent, maar vergis u niet, een Amazon is vandaag een echte cash cow, en de andere die u noemt zijn vlot rendabel. In deze economie zal je een zelf-versterkend effect zien. De top-drie zal zo sterk worden dat ze een danige kritische massa zullen hebben om hun kapitaalkosten daarover te spreiden. Velen zullen verdwijnen. Maar er komen ook nieuwe noden.

VFB Gimv is in Frankrijk via Almayviva Santé actief in ziekenhuizen en wil daar verder groeien door overnames.

Koen Dejonckheere Daar is een echte consolidatie aan de gang, zeg maar een shake-out. Niet dat er minder bedden zullen zijn, maar meer gespecialiseerde ziekenhuizen.

VFB En rusthuizen? Dat is booming business.

Koen Dejonckheere Via onze infrastructuuractiviteit zijn we daarin actief, maar met een industriële partner. We zijn ook extra muros actief. Want trek het over tien jaar door. Het hele zorgtraject zal fors veranderen. Voor acute zorg zal er het ziekenhuis zijn,

maar de chronische zorg zal meer ambulant zijn en ook hier zal dat voor een groot stuk door de digitalisering gebeuren waardoor er op afstand contact zal zijn tussen de arts, de patiënt en het ziekenhuis. Ook wat de rusthuizen betreft, zal er veel veranderen door de digitalisering. Er komt een zware evolutie in de infrastructuur en dan moet men niet enkel denken aan beton, maar ook aan digitale infrastructuur.

De exits

VFB Zullen we het over de exits hebben?

Koen Dejonckheere (lacht) Van onze evergreens? Onze portefeuille is fel veranderd. De helft van onze grootste participaties maken 50 % uit van onze totale waarde. De helft van die participaties zijn nieuwe investeringen.

VFB Barco was de opvallendste exit.

Koen Dejonckheere Barco was ons ontgroeid. Onze rol om toegevoegde waarde te brengen, was weg. We waren niet haastig, maar konden nu uitstappen. Door de desinvesteringen binnen onze derdenfondsen, stappen we ook daar op een graduele manier uit. Voortaan nemen we immers enkel directe participaties.

VFB Nu staat VCST in de etalage. Hoe ver staat het met deze exit?

Koen Dejonckheere VCST moet er niet uit, zoals ik ook heb gelezen. Bij Gimv hebben we niet de gewoonte om te reageren op geruchten in de markt.

VFB Greenyard Foods. Dat wordt een superzaak voor Gimv. Jullie kunnen warrants heel goedkoop omzetten en als jullie het hele pakket verkopen, strijken jullie (aan de huidige koers) bijna 100 miljoen euro op.

Koen Dejonckheere (fronst de wenkbrauwen) Veel minder, hoor. Wij zitten in Greenyard Foods via het Gimv-XL fonds, met andere partners dus. We hebben een achtergestelde lening, aandelen en warrants. Als de warrants worden geconverteerd en de lening is terugbetaald, hebben wij als Gimv 2,1 miljoen aandelen. Aan de huidige koers zou dat 39,2 miljoen euro betekenen.

VFB Gaan jullie snel cashen?

Koen De Jonckheere Onze rol bij Greenyard Foods is uitgespeeld. En dus ja, het is de bedoeling om onze participatie geheel of gedeeltelijk te verzilveren.

VFB Een mooie gedeeltelijke exit was het naar de beurs brengen van het infrastructuurfonds TINC. Duidelijk een succes.

Koen Dejonckheere We waren in elk geval heel blij. Het was de vrucht van twee jaar werk van Gimv en onze partner Belfius. TINC heeft ook een grote maatschappelijke betekenis, namelijk dat beleggers spaarmiddelen willen stoppen in langlopende infrastructuurprojecten die hen een verzekerde opbrengst zullen opleveren.

VFB TINC zal in de toekomst geregeld opnieuw een beroep moeten doen op de kapitaalmarkt. Doet Gimv met zijn 10,5 % dan nog mee?

Koen De Jonckheere Ons aandeel is niet belangrijk. Onze rol als Gimv is om co-promotor te zijn van nieuwe infrastructuurprojecten die, eens operationeel, voor TINC interessant kunnen zijn om in te investeren. De operationele exploitatie is volledig voor TINC, al dan niet met partners.

VFB Electrawinds was dan weer een nachtmerrie. Hoeveel heeft het jullie gekost?

Koen Dejonckheere 1,8 % van ons toenmalig netto-actief, of 0,75 euro per aandeel. 44 % van onze investeringen hebben we kunnen recupereren, en dat jaar hebben we nog winst gemaakt, hé. De impact is door de media uitgegroot van de realiteit. We zouden de zaken liever anders hebben aangepakt, maar helaas. Het welslagen van een project heeft te maken met een samenspel van financiële design, cultuur, ambitie, controle ... Die cocktail zat niet goed. Maar mag ik er u ook op wijzen dat alle activa van Electrawinds nog operationeel zijn. En vaak bij de beste in de markt ...

VFB Er komen heel wat fusies en overnames in Europa. In het jaarverslag schrijft u dit: 'Het zijn ook grote bedrijven die overnames realiseren, en dat verhoogt de vraag naar bedrijven in onze portefeuille'. Hoeveel overnameprooien zijn er onder uw 55 participaties?

Koen Dejonckheere Overnameprooien? Dat zou ik niet weten, en ik zou het ook zo niet formuleren. Er staat geen enkele participatie in de etalage, maar er zijn er wel verscheidene gekocht, met name in de biotech. Vier bedrijven in die sector zijn recent gekocht, niet verkocht. Dat is een verschil, hé. Neem Covagen. We zijn daar slechts negen maanden aandeelhouder geweest. Tot er een bod kwam.

VFB Een offer you could'n refuse?

"Een nieuw boerenjaar? De start is goed genomen."

"Mensen die de laatste 10 jaar aandeelhouder waren, hebben hun waarde -ondanks de crisis- zien verdubbelen dankzij het dividend."

Koen Dejonckheere In de farmasector is men wanhopig op zoek naar overnames. De sector heeft zeer veel geld, dat het vaak ook niet terug naar de vs krijgt.

Opportunities genoeg

VFB Zullen we het hebben over de investeringen.

Koen Dejonckheere We investeren typisch in ondernemingen met een onderne-

ningswaarde van 25 tot 200 miljoen euro. In dat segment van de markt wordt zeker geen tien of twaalf keer de EBITDA betaald, zoals je soms wel ziet voor de transacties boven de 500 miljoen euro. Er zijn trouwens nog voldoende opportuniteiten. Zoals Europlasma, gespecialiseerd in technologische plasmatoepassingen. Een prachtig bedrijf overigens.

VFB Laatst investeerde Gimv enkele tientallen miljoenen euro in de kleine Nederlandse brouwerij United Dutch Breweries (UDB). Vreemd, lijkt dat.

Koen Dejonckheere Dat is nu eens een mooi voorbeeld van een nieuw businessmodel. Deze onafhankelijke biergroep heeft een lange geschiedenis, een mooie portefeuille en



was ooit eigendom van AB InBev. UDB merkte op dat er in de brouwerijsector een overcapaciteit is en heeft beslist om zijn bieren elders te laten brouwen en zich toe te leggen op de verkoop richting emerging markets. Met zeer weinig assets en veel Hollandse koopmansgeest doen die daar geweldige zaken.

VFB *Gimv heeft 180 miljoen euro cash, en maakte een winst van 5,35 euro per aandeel. Toch blijft het dividend onveranderd op 2,45 euro en er is ook geen sprake van een cashback.*

Koen Dejonckheere Het voorgaande boekjaar hadden we amper 15 miljoen winst en hebben we ook 61 miljoen uitgekeerd, hé? Nu keren we hetzelfde bedrag uit. We hebben een investeringsritme van 150 tot 200 miljoen euro per jaar. Aan onze runrate is die cash in een jaar geïnvesteerd. We rekenen ook nog op geleidelijke afbouw van onze derdepartijfondsen. Het is in elk geval de bedoeling om de komende vijf jaar zowat 1 miljard euro te investeren. En dus komt er ook geen cashback.

VFB *Bij de toelichting van de cijfers zei u: 'We zijn meer dan een dividendenaandeel. Gimv is ook een groeiaandeel.' U wil af van het imago van bond-like equity, van een aandeel met de allure van een obligatie.*

Koen Dejonckheere Veel verzekeraars zijn aandeelhouder omwille van de dividendendstroom, maar we willen inderdaad gezien worden als een investeringsmaatschappij die haar resultaten haalt uit waardecreatie.

VFB *In het verleden konden de aandeelhouders*

drie jaar lang opteren voor een keuzedividend. Nu niet.

Koen Dejonckheere We waren toen fully of bijna fully invested. Dat keuzedividend heeft ons toen elk jaar zowat 25 miljoen euro opgebracht, wat eigenlijk relatief beperkt is. Vanwege de particulieren is er veel vraag naar een keuzedividend, maar voor het geld moeten we het vandaag dus niet doen. Het is trouwens niet elk jaar even geloofwaardig.

VFB *Was dat op aandringen van de Vlaamse overheid, uw referentieaandeelhouder die verlegen is om geld?*

Koen Dejonckheere Daar is niet over gesproken.

VFB *Sommige media schreven dat Gimv misschien wordt geprivatiseerd. De overheid – lees, de Vlaamse Participatiemaatschappij – zou nu 290 miljoen euro kunnen opstrijken en ook goed kunnen gebruiken.*

Koen Dejonckheere We hebben nota genomen van het recente nieuws dat de Vlaamse Overheid een optie wil creëren voor een mogelijke verkoop van haar participatie in Gimv. We stellen echter vast dat er in dat verband dusver geen concrete acties lopende zijn. Een referentieaandeelhouder hebben, is trouwens aangenaam. Het zorgt



© Lieven Van Assche / Image Desk

“Onze rol bij Greenyard Foods is uitgespeeld. En dus ja, het is de bedoeling om onze participatie geheel of gedeeltelijk te verzilveren.”

Gimv in een notendop

Kerncijfers

Balanstotaal: 1,136 miljard euro

Portefeuille: 920 miljoen euro

Netto cash positie: 184,8 miljoen euro

Netto-resultaat (aandeel van de groep):
136 miljoen euro

Netto gerealiseerde meerwaarden:
102,6 miljoen euro

Netto niet-gerealiseerde meerwaarden:
45,9 miljoen euro

Eigen vermogen (aandeel groep):
1,093 miljard euro

Vier platforms Gimv concentreert zich op vier platforms: Consumer 2020, Health & Care, Smart Industries, Sustainable Cities.

Participaties De tien grootste participaties zijn samen goed voor een waarde in de Gimv-boeken van 337 miljoen euro. Het gaat, in volgorde, om VCST (België), Vandemoortele (België), UDB (Nederland), Greenyard Foods (België), Grandeco (België), Almaviva Santé (Frankrijk), GreenPeak (Nederland), Teads (Frankrijk), Wolf Lingerie (Frankrijk) en Hansea (België).

voor een factor rust in het huis in periodes van crisis. Een referentieaandeelhouder kijkt op de lange termijn.

VFB *Zou de markt de aandelen van de Vlaamse Overheid kunnen absorberen? Zou er voldoende vraag zijn?*

Koen Dejonckheere Dat denk ik wel. Ik heb nog de periode gekend met een free float van 30 %. Die is nu 73 %.

VFB *Gaat Gimv een nieuw boerenjaar tegemoet?*

Koen Dejonckheere (grijnst) De start is goed genomen.

