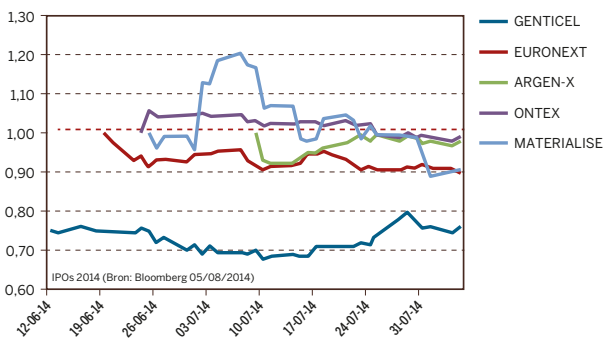
De nieuwe parels aan de kroon?

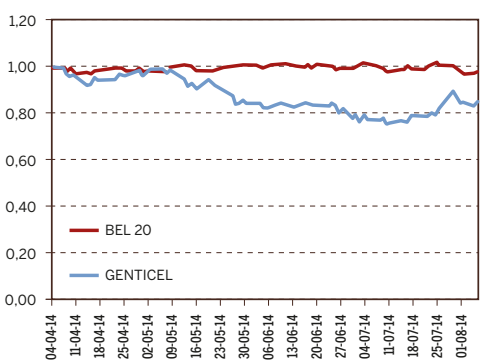
Kristof Beckers

Beursnieuwelingen weten nog niet te overtuigen

AA, Altice, Lenta, NN Group en Pets at Home zijn maar enkele van de bedrijven die dit jaar naar de beurs trokken. Deze en vele andere profiteren allemaal van een gunstig beursklimaat en stuwen zo de Europese IPO-markt naar niveaus van voor de crisis. Dit optimistisch klimaat vertaalde zich ook in een reeks beursnoteringen met een Belgisch tintje. Hoog tijd dus om eens een terugblik te werpen op de beursnoteringen van Genticel, Euronext, Materialise, Ontex en arGEN-X.



Genticel deed zijn intrede op de beurs op 3 april, via de beurs van Parijs en Brussel konden ze 34,5 miljoen euro ophalen. Genticel is een biotech bedrijf dat therapeutische vaccins ontwikkelt tegen ziekten veroorzaakt door het humaan papillomavirus (HPV), ze trachten de ziekte in een zo vroeg mogelijk stadium te behandelen. In het eerste kwartaal van 2014 is Genticel gestart met een Fase II-klinische studie voor ProCervix. Het bedrijf hoopt het kandidaat-geneesmiddel tegen 2021/2022 op de markt te kunnen brengen, wereldwijd kan het zo'n 93 miljoen vrouwen helpen die kampen met HPV 16 en/of 18, verantwoordelijk voor 70% van de baarmoederhalskankers. De piekverkoop kan op termijn meer dan 1 miljard euro bedragen volgens het prospectus. Eerste resultaten kunnen we mid-2015 verwachten. Volgens Jan De Kerpel, de biotechspecialist van KBC Securities, kan Genticel dankzij de cash-injectie zijn activiteiten voortzetten tot 2017, uitgaande van een netto cash burn van zo'n 30 miljoen euro voor de volgende drie jaar.



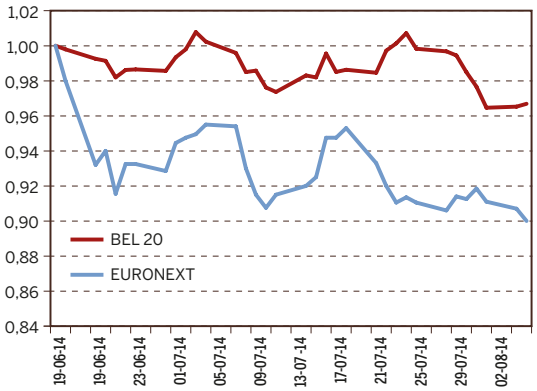
Het koersverloop van Genticel kan niet bepaald een succes genoemd worden, het aandeel is er nooit in geslaagd boven zijn introductieprijs van 7,90 euro uit te stijgen. Het aandeel kende een dieptepunt van 5,35 euro maar wist recentelijk weer licht terrein te winnen. Het aandeel presteerde ook significant slechter dan de BEL20, mogelijk is er voor de beleggers nog teveel onzekerheid rond de geneesmiddelen in de pijplijn. De analisten die het aandeel coveren zijn wel positief over het aandeel, het gemiddeld koersdoel bedraagt zo'n 10 euro, volgens hen is er is dus heel wat potentieel.

Euronext opende op 20 juni tegen 20 euro per aandeel op de beurs van Parijs, Brussel en Amsterdam, goed voor zo'n 845 miljoen euro. Elke lezer van De Beste Belegger zal wel bekend zijn met Euronext omdat ik zonder meer kan veronderstellen dat menig lid wel aandelen aangeboden door Euronext in zijn bezit heeft.

Euronext is een pan-Europese beurs actief in Brussel, Amsterdam, Parijs, Lissabon, Londen en Parijs en vertegenwoordigd 1300 instellingen met een beurswaarde van meer dan 2200 miljard euro, de belangrijkste in de Eurozone. Het productaanbod bevat niet enkel aandelen en obligaties maar ook commodities, derivaten, ETFS, indices en warrants & certificaten.

Euronext maakte deel uit van de ICE-groep, waar ook NYSE deel van uitmaakt. Dit jaar besloot ICE om Euronext af te stoten. Het kocht NYSE Euronext pas in november vorig jaar maar het was altijd te doen om de derivatenhandel van Liffe.

Beleggers waren alvast niet erg enthousiast, het aandeel dook onmiddellijk onder zijn introductieprijs en bleef hangen rond de 18 euro. Daarmee deed het aandeel het ook gevoelig slechter dan de BEL20. De analisten zien een koopopportuni-

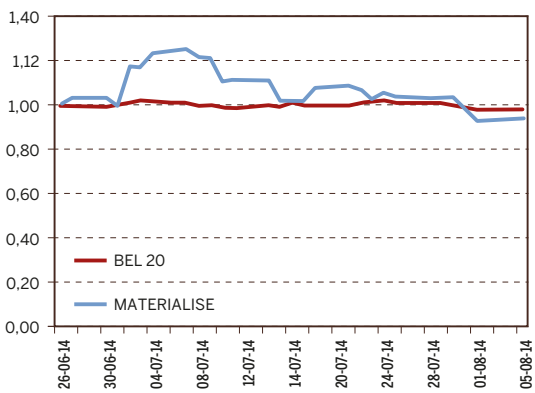


teit, ze geven een gemiddeld koersdoel van 22 euro mee aan het aandeel, een opwaarts potentieel van meer dan 20%. Om dit af te toetsen werd een korte multiple analyse uitgevoerd voor de jaren 2014–2016. Het is meteen duidelijk dat Euronext ondergewaardeerd is tegenover zijn sectorgenoten, zowel voor de EV/EBITDA (6,8 vs. 10,8) als voor de P/E (10,8 vs. 17,8), de P/B is wel ongeveer gelijk (4,6 vs. 4,5). Passen we de sectormultiples toe om tot een waardering te komen, schiet het koersdoel omhoog tot maar liefst 27 euro. Maar dit valt met een korrel zout te nemen, mogelijk zijn er goede redenen dat het aandeel goedkoper noteert. Zo is de groei in Europa kleiner, is er meer concurrentie en druk op de prijzen, en kan men de vraag stellen of het management de kostenbesparingen van 60 miljoen euro over drie jaar wel waar kan maken. Een positieve noot: het management is wel goed op weg om de omzet te doen stijgen met 5% op jaarbasis, al is het met een vertraagde groei, (8,2% in Q1 en 5,2% in Q2) en de EBITDA-marge te laten stijgen tot 45% (45,6% in Q1 en 46,3% in Q2).

Materialise is een Leuvens technologiebedrijf dat dit jaar hoge ogen sloeg met zijn notering op NASDAQ. Op 24 juni wist het 89 miljoen dollar op te halen met zijn 3D-printing technologie.

Materialise biedt services aan voor 3D-printing en software-oplossingen voor het zogenaamde 'additive manufacturing'. 3D-printing is de laatste jaren aan een geweldige opmars bezig, de wereldwijde markt groeide van 1,3 miljard dollar in 2010 tot 3,1 miljard in 2013, verwacht wordt dat deze groei zich doorzet tot 7 miljard in 2016 en 21 miljard dollar in 2020, dit komt overeen met een duizelingwekkende groei van zo'n 31,6% per jaar!

De recente beursgang stoomt Materialise klaar om optimaal van deze groei te profiteren. Expertise heeft het binnenshuis ontwikkeld sinds 1990, toen het bedrijf werd opgericht door Wilfried Vancraen. Dit heeft geleid tot de ontwikkeling van een uitgebreid portfolio aan producten en services. Ook heeft het, onder meer via gerichte overnames, een globaal bedrijf kunnen uitbouwen. De activiteiten zijn opgebouwd rond drie kerncompetenties: software ontwikkeling, 3D-printing en engineering. De omzet die hierdoor gegenereerd wordt, kan verdeeld worden over drie segmenten: medische toepassingen (40%), industriële productie (40%) en 3D-printing (20%), de groei in Q2 binnen deze segmenten was respectievelijk 4,6%, 26,5% en 27,8%. De opgehaalde fondsen zullen aangewend worden om de 3D-printing service centra uit te breiden, het expanderen van de wereldwijde verkoop en marketing activiteiten en voor verder onderzoek (R&D).

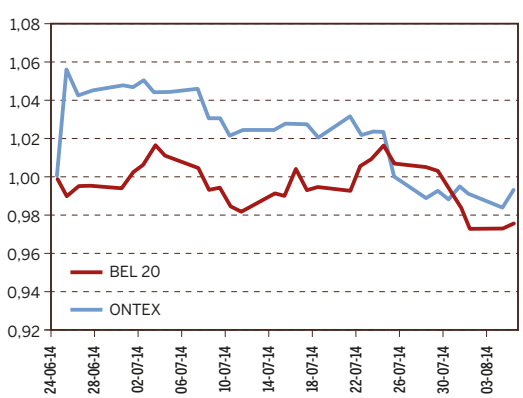


Aanvankelijk reageerde de koers erg positief, het aandeel schoot, na een klein dipje, omhoog tot boven de 14 dollar. Daar bleef het jammer genoeg bij, het aandeel zakte weer onder zijn introductieprijs van 12 dollar. De analisten zijn positiever, ze geven het aandeel een gemiddeld koersdoel van 16 dollar, goed voor zo'n 40% aan opwaarts potentieel.

Ontex zal menig belegger wel bekend in de oren klinken, tussen 1998 en 2003 had het bedrijf ook al een notering op de Brusselse beurs. Na een tijd in handen te zijn geweest van Goldman Sachs Capital Partners en TPG maakte het op 25 juni zijn comeback en wist het 325 miljoen euro op te halen.

Ontex is de Europese leider in de markt van hygiënische wegwerpproducten. Het heeft een marktaandeel van 41% voor de West-Europese retailermerken en meer dan 50% in Oost-Europa. Ongeveer 62% van de omzet komt uit retailermerken en 38% uit Ontex-merken. Daarnaast is de groep ook geografisch gediversifieerd want ze verkoopt haar producten in meer dan 100 landen, 69% van de omzet komt uit West-Europa, 13% uit Oost-Europa en 18% uit het Midden-Oosten en Afrika (MOA). Kostenefficiëntie wordt bereikt dankzij de productiefaciliteiten die verspreid zijn van België tot China en Australië.

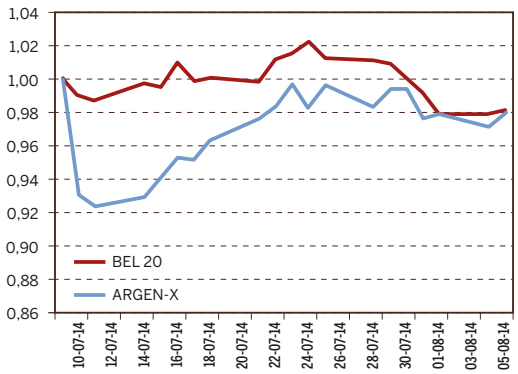
Bovendien is Ontex ook actief in verschillende productcategorieën. Het breed gamma aan merken omvat babyverzorgingsproducten, vooral luiers (53%), incontinentieproducten voor volwassenen (33%) en dameshygiëneproducten zoals maandverband en tampons (13%), daarnaast worden er enkele producten zoals cosmetica en medische handschoenen door Ontex commercieel doorverkocht, deze produceert het dus niet zelf (1%).



Ontex kan ook indrukwekkende groeicijfers voorleggen. Van 2003 tot 2013 kende de omzet een gemiddelde groei van 7,2% (4,7% zonder overnames). Of deze trend zich zal doorzetten in de komende jaren hangt vooral af van twee factoren, de demografische trends en de penetratiegraad van retailermerken. Als we kijken naar de demografische trends zijn er vooral opportuniteiten voor de incontinentieproducten voor volwassenen, deze productcategorie kende al een sterke groei en verwacht wordt dat deze doorgezet kan worden, gestuwd door de verouderende bevolking.

Bij zijn beursintrede ging Ontex prompt omhoog, jammer genoeg kon het aandeel dit niveau niet vasthouden en zakte het terug tot net onder zijn introductieprijs van 18 euro. Het aandeel doet het in zijn korte levensloop daarbij wel iets beter dan de BEL20. Volgens de analisten is het aandeel alvast ondergewaardeerd, ze geven een koopadvies mee met een koersdoel van gemiddeld 21 euro (+16%).

Om dit na te gaan nemen we eens een kijkje naar de multiples. Terwijl de EV/EBITDA (2014–2016) sterk het gemiddelde van de sectorgenoten volgt (10,1 vs. 10,6), is dit niet het geval voor de P/B (1,7 vs. 2,5) en de P/E (14,9 vs. 19,5). Als we de hogere multiples van de sectorgenoten toepassen op de cijfers van Ontex om tot een waardering te komen, krijgen we een koersdoel van 22 euro. Natuurlijk moet men bij een investering in Ontex wel rekening houden met wisselkoersrisico's, grondstofprijzen en de hoge schuldgraad van het bedrijf (nettoschuld van 2,3 maal eigen vermogen op 31/03/2014), al zal deze sterk kunnen worden afgebouwd dankzij de IPO.



arGEN-X is de jongste telg op de Belgische beurs, het maakten zijn beursdebuut op 10 juli tegen 8,5 per euro per aandeel, in totaal wist het bedrijf 41,8 miljoen euro op te halen.

arGEN-X is een biotechbedrijf dat, net zoals Ablynx, gebruik maakt van lama-antilichamen om medicijnen (therapeutische antistoffen) te ontwikkelen. Het bedrijf richt zich vooral op het tegengaan van kankers en auto-immuunziekten. Het team achter arGEN-X telt ook enkele ex-Ablynx kopstukken, de juiste expertise is dus zeker aanwezig. Biotechgigant Shire, met wie het bedrijf al samenwerkingsovereenkomsten afsloot, heeft alvast vertrouwen in de technologie. Shire tekende in op de beursgang en kocht voor 12 miljoen euro aandelen, zo'n 9% van het bedrijf.

De beleggers waren minder enthousiast, het aandeel dook meteen onder de introductieprijs. Ook hier zal de onzekerheid parten spelen. De technologie en expertise is er, maar de studies staan wel nog in hun kinderschoenen. Het kan ook zijn dat het relatief lage aantal verhandelbare aandelen beleggers afschrikt. Het aandeel wist wel weer terrein te winnen, momenteel staat het iets onder de 8,5 euro. De enige analist die voorlopig het aandeel volgt is Jan De Kerpel, hij gaf recentelijk een koersdoel mee van 10 euro. Hij berekende ook dat arGEN-X met het opgehaalde geld zijn activiteiten kan steunen tot 2017 (operationele cash burn van ongeveer 10-15 miljoen euro per jaar).

Of dit aandeel het potenieel heeft om een nieuwe Ablynx te worden, zal de toekomst verder moeten uitwijzen.

De nieuwe parels kenden geen al te vlotte beursgang, ze noteren allemaal onder hun introductieprijs. Maar dit kan natuurlijk een opportuniteit betekenen voor de slimme belegger. Afhankelijk van je risicoprofiel, zit er voor ieder wat wils tussen. Meegaan met de 3D-hype of toch maar inspelen op de Belgische biotech?

REDACTIE 19 AUGUSTUS 2014

KOERS GENTICEL 5,8 EURO, EURONEXT 19,25 EURO, MATERIALISE 11,86 DOLLAR, ONTEX 18,08 EN ARGEN-X 8,55 EURO.

WWW.GENTICEL.COM, WWW.EURONEXT.COM, WWW.ONTEXGLOBAL.COM, WWW.ARGEN-X.COM, WWW.MATERIALISE.COM

	P/B	EV/BITDA			P/E		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
SUOMINEN OYJ	1,45	4,81	4,56	4,34	14,38	11,06	9,59
KIMBERLY CLARK	8,65	10,55	10,05	9,63	17,35	16,47	15,67
HENGAN INTL	6,26	16,67	14,21	12,05	24,71	21,08	17,94
UNICHARM CORP	3,50	15,50	11,48	10,09	41,07	26,63	23,19
SCA	1,85	9,43	8,86	8,55	15,41	13,59	12,60
VINDA INTL	2,73	15,06	12,71	11,02	26,03	21,65	18,19
WAUSAU PAPER CORP	3,01	16,07	9,49	0,00	N/A	23,65	15,94
Gemiddelde sector	2,51	12,58	10,19	9,28	23,16	19,16	16,16
ONTEX	1,75	10,70	10,09	9,36	18,42	14,16	12,10
DEUTSCHE BOERSE	3,32	10,86	10,19	9,18	14,84	13,61	11,76
BOLSAS Y MERCADO	6,09	10,09	9,80	9,62	15,93	15,36	14,57
CME GROUP PLC	1,15	13,55	11,80	10,27	23,13	19,83	17,34
LONDON STOCK EXCHANGE	3,34	9,66	8,64	8,87	16,23	14,32	13,49
CBOE HOLDINGS	16,19	12,00	10,84	9,43	23,22	20,85	18,91
INTERCONTINENTAL EXCHANGE	1,67	13,05	11,25	9,71	21,96	17,46	14,91
ASX LTD	1,88	11,61	10,97	10,48	18,15	17,12	16,23
TMX GROUP LTD	1,04	8,82	8,17	7,59	14,42	12,94	11,47
HKEX	9,18	22,31	17,45	14,28	39,15	31,46	27,82
NASDAQ OMX GROUP	1,13	9,06	8,22	7,17	14,22	12,98	11,56
Gemiddelde sector	4,50	12,10	10,73	9,66	20,13	17,59	15,81
EURONEXT	4,62	7,68	6,78	5,98	12,90	10,36	9,22