



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGERS VZW

BARCO

31 juli 2014

| | |
|------------------------|-------|
| Koers | 55,30 |
| Aantal aandelen (m) | 12,76 |
| Marktkapitalisatie (m) | 705,5 |

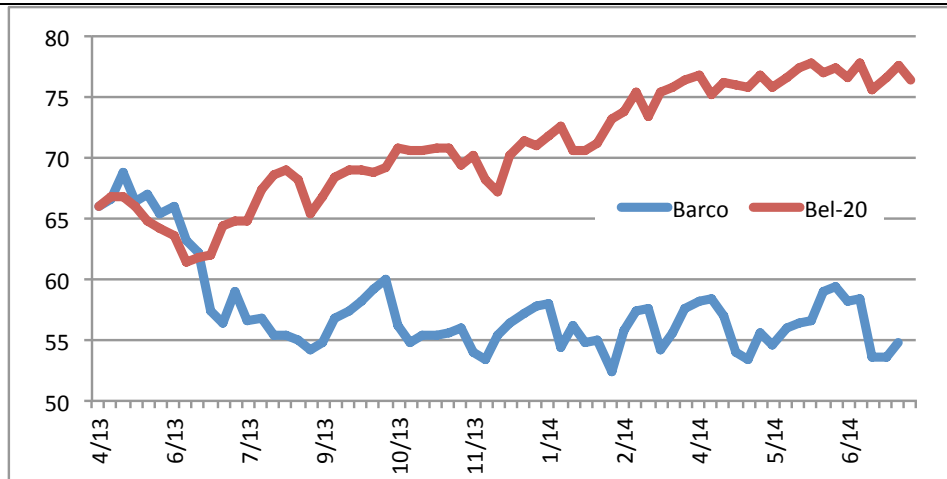
| | |
|------------------------|--------|
| Eigen vermogen FY13 | 579,4 |
| Netto fin. schuld FY13 | -104,4 |

| | |
|----------|-------|
| ROE '13 | 1,7% |
| ROCE '13 | 14,9% |

| (in miljoen EUR) | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 | FY13 | FY14E |
|-----------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|
| Bedrijfsopbrengsten | 638,07 | 897,00 | 1.041,24 | 1.156,00 | 1.158,20 | 1.100,00 |
| Groei in % | -17,9% | 40,6% | 16,1% | 11,0% | 0,2% | -5,0% |
| EBIT | -68,92 | 45,14 | 68,36 | 97,50 | 69,60 | 55,00 |
| EBIT% | -10,8% | 5,0% | 6,6% | 8,4% | 6,0% | 5,0% |
| EBITDA | 24,10 | 98,75 | 130,22 | 159,50 | 153,20 | 138,00 |
| EBITDA% | 3,8% | 11,0% | 12,5% | 13,8% | 13,2% | 12,5% |
| Financieel resultaat e.a. | -1,67 | -1,51 | -2,53 | 1,10 | -2,16 | -1,80 |
| Netto resultaat, deel groep | -59,92 | 43,63 | 75,85 | 94,14 | 57,12 | 38,80 |
| Netto cashflow | 33,10 | 97,24 | 137,71 | 156,14 | 140,72 | 121,80 |

| | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 | FY13 | FY14E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Winst per aandeel | -5,02 | 3,66 | 6,32 | 7,67 | 4,68 | 3,19 |
| Cash-flow per aandeel | 2,77 | 8,15 | 11,48 | 12,73 | 11,52 | 10,02 |
| Netto dividend | 0,00 | 0,50 | 1,00 | 1,05 | 1,13 | 1,13 |
| Koers/winstverhouding * | n.r. | 12,79 | 6,13 | 7,06 | 11,82 | 17,32 |
| Dividendrendement * | 0,0% | 1,1% | 2,6% | 1,9% | 2,0% | 2,0% |

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2013 en 2014E de huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Barco is op wereldvlak een belangrijke speler in het domein van beeld- en visualisatie-oplossingen. De activiteiten zijn onderverdeeld in 5 afdelingen:

- 1) Entertainment & Corporate (50% van omzet in 13H1): bevat enerzijds de projectoren voor digitale cinema, anderzijds projectoren, LED displays e.a. voor gebruik tijdens evenementen, concerten, in winkels, sportstadia, musea, auditoria en vergaderzalen.
- 2) Healthcare (18% van groepsomzet): levenskritische beeldschermen voor medische toepassingen, softwaretoepassingen voor de medische sector (bv. archivering en beheer), digitale operatiekwartieren en patiëntenzorg.
- 3) Industrial & Government (14% van groepsomzet): controleschermen voor verkeer, beveiliging en monitoring (bv. voor TV-stations) en simulatietoepassingen (o.a. 3D-projecties).
- 4) Defense & aerospace (13% van groepsomzet): defensie (bv. consoles en werkstations voor vliegdekschepen), avionics (bv. schermen in vliegtuigcockpits) en luchtverkeerscontrole.
- 5) Ventures (5% van groepsomzet): omvat 4 bedrijven die meer focus en autonomie vereisen om te kunnen groeien. Hieronder valt het pas overgenomen Canadese X2O.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER S VZW

Halfjaarresultaten 2014

In de eerste helft van 2014 moest Barco afrekenen met een omzetsdaling van zo'n 100 miljoen euro. Er werd rekening gehouden met een daling (ongeveer 70 miljoen euro) door de achteruitgang in digitale cinema, maar het viel nog lager uit door structurele uitdagingen bij LiveDots (Ventures) en in control rooms (Industrie en Overheid) die Barco 30 miljoen euro omzet gekost hebben.

| (in miljoen euro) | 13H1 | 14H1 | % 13/14 |
|-----------------------|---------|---------|---------|
| Omzet | 597,868 | 498,008 | -16,7% |
| EBIT | 37,143 | 14,371 | -61,3% |
| EBIT-marge | 6,2% | 2,9% | |
| EBITDA | 76,730 | 54,857 | -28,5% |
| EBITDA-marge | 12,8% | 11,0% | |
| Financieel resultaat | -1,220 | -0,985 | |
| Belastingen | -4,297 | -2,408 | |
| Nettowinst deel groep | 30,883 | 8,487 | -72,5% |
| Winst per aandeel | 2,540 | 0,690 | -72,8% |

De zwakkere dollar kostte 17 miljoen euro omzet. Bij een omzetsdaling van 16,7% ging de EBITDA 28,5% achteruit. Hogere afschrijvingen op gekapitaliseerde ontwikkelingskosten (zie verder) zorgden voor een 61,3% lagere EBIT. Het financiële resultaat verbeterde licht, de belastingen daalden sterk. De nettowinst, deel van de groep ging 72,5% achteruit.

| (in miljoen euro) | 13H1 | | 14H1 | | Omzetgroei | groei EBITDA | EBITDA% | EBITDA% |
|---------------------------|-------|--------|-------|--------|------------|--------------|---------|---------|
| | Omzet | ebitda | Omzet | ebitda | | | | |
| Entertainment & Corporate | 306,2 | 48,1 | 251,9 | 41,2 | -17,7% | -14,3% | 15,7% | 16,4% |
| Healthcare | 98,6 | 12,2 | 88,4 | 9,7 | -10,3% | -20,5% | 12,4% | 11,0% |
| Industrial & Government | 80,8 | 6,0 | 68,5 | -1,4 | -15,2% | n.r. | 7,4% | -2,0% |
| Defense & Aerospace | 71,1 | 6,7 | 64,0 | 8,1 | -10,0% | 20,9% | 9,4% | 12,7% |
| Ventures | 42,7 | 3,9 | 26,2 | -2,7 | -38,6% | n.r. | 9,1% | -10,3% |
| Eliminaties | -0,4 | | -1,0 | | | | | |
| Totaal | 597,9 | 76,9 | 498,0 | 54,9 | -16,7% | -28,6% | 12,9% | 11,0% |

Commentaren per afdeling:

- **Entertainment & Corporate:** omzet (-17,7%) en EBITDA (-14,3%) daalden. De daling in digitale cinema was zoals verwacht en kon deels opgevangen worden door het corporate-segment door de introductie van nieuwe projectoren en lichtsystemen. In digitale cinema kon Barco wel het marktaandeel verhogen door nieuwe orders uit China, Brazilië en Indonesië.
- **Healthcare:** het orderboek bereikte een recordniveau dankzij de opportuniteiten in de nieuwe marktsegmenten, maar dit kon niet beletten dat de omzet 10,3% daalde door een langere implementatietijd in de nieuwe segmenten. Algemeen was de markt ook iets zwakker (cfr. Philips). Enkele kostenbesparende maatregelen werden genomen en in combinatie met het hoge orderboek zal dat voor een goede tweede jaarhelft zorgen.
- **Industrial & Government:** omzet en orders daalden sterk door de zwakte van de markt, de vertraging van orders (bv. vanuit China) en de concurrentie van productleveranciers. In Noord-Amerika is er een transitie naar lager geprijsde oplossingen. Dat leidde tot een negatieve EBITDA, waardoor besparingsmaatregelen genomen werden.
- **Defense & aerospace:** ook hier kende Barco een omzetsdaling (-10%). De orders bleven op peil, maar sommige projecten werden naar de 2^e jaarhelft doorgeschoven. De herstructureringen van 2013 hadden een positieve impact en leidden tot een gevoelige toename van de EBITDA-marge en van de EBITDA.
- **Ventures:** de omzetsdaling van dit segment kan volledig op rekening van LiveDots (LED-displays) geschreven worden. Twee jaar geleden was dit een groot succes, vandaag lijkt het onder goedkope Chinese concurrentie. Door de negatieve EBITDA zullen er diverse maatregelen genomen worden om de rendabiliteit in de tweede jaarhelft van 2014 te herstellen. Het pas overgenomen X2O (verbinden van apparatuur met het Internet) wordt bedolven door projectvragen vanwege de andere Barco-filialen.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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



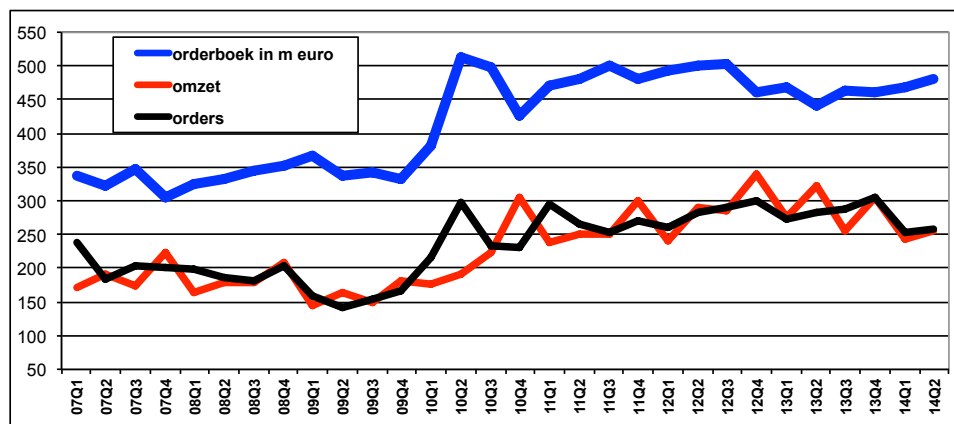
VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Eigen opmerkingen

De cijfers van de trading update over het eerste kwartaal lagen onder de verwachtingen en als verklaring werd een tijdelijke vertraging in de uitvoering van sommige orders aangehaald. Bekijken we de cijfers over de eerste jaarhelft, dan kunnen we alleen maar concluderen dat de uitdagingen van Barco meer inhouden dan de timing van de uitvoering van orders. Zo kent elk segment een achteruitgang en niet van de minste: zo gaat het in alle gevallen om een dubbelcijferige daling! Dat onder deze omstandigheden de rendabiliteit en EBITDA onder druk komen te staan, mag niet verbazen. Een klein lichtpunt is wel de EBITDA-groei in het segment Defense & Aerospace, waar de EBITDA 21% gestegen is ondanks de omzetsdaling van 10%. Of deze krachttoer ook in de andere segmenten herhaald zal kunnen worden, is niet zeker, of lijkt ons eerder onmogelijk.

Een tweede punt van discussie is de toename van de afschrijving van gekapitaliseerde ontwikkelingskosten. Een groot deel van de kosten die Barco maakt voor de ontwikkeling van nieuwe producten kan het op zijn balans boeken in plaats van in kosten op de resultatenrekening te boeken. Technisch gezien gaat het dus om investeringen en niet om kosten. Eenmaal die nieuwe producten gecommmercialiseerd worden, worden de gemaakte ontwikkelingskosten afgeschreven over de verwachte levensduur van dat product. Dit is een courante boekhoudkundige praktijk, ook bij merkinvesteringen (marketingkosten) kan deze techniek gebruikt worden. Opvallend is wel dat na de kritiek op deze boekingen Barco met hogere afschrijvingen op die gemaakte ontwikkelingskosten (van 23,058 naar 29,220 miljoen euro) uitpakte. Die toename met 6 miljoen euro had een belangrijke impact op de EBIT. Eind juni 2014 stond een bedrag van 93,641 miljoen euro uit.

Tussen het minder goede nieuws door moeten we toch nog een belangrijke positieve ontwikkeling aanhalen, met name de evolutie van het orderboek. In de grafiek hieronder merken we sinds het tweede kwartaal van 2013 een gestage toename, die zich logischerwijze vroeg of laat in de omzet zal manifesteren.



Een ander interessant punt is dat Barco enkele biedingen heeft gehad op sommige van haar activiteiten. Die biedingen zullen in de loop van de volgende weken geëvalueerd worden. Het wordt dus wachten op meer concrete zaken.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Conclusie

Barco is actief in een sterk concurrentiële marktomgeving, gekenmerkt door een groot aantal concurrenten en onderhevig aan alle mogelijke schommelingen op wisselkoers- of op economisch vlak. Een deel van de marktomstandigheden heeft ze zelf in handen (bv. ontwikkeling van succesvolle producten), voor een ander deel hangt de groep af van bestedingscycli van overheden en/of industriële bedrijven. Vandaag situeren de uitdagingen zich op het niveau van het opvangen van de verwachte daling in digitale cinema, het compenseren van het wisselkoersnadeel, het implementeren van nieuwe technologieën (bv. laser, netwerking,...), het opvangen van de concurrentie en het omgaan met verminderde bestedingsmogelijkheden door heel wat klanten.

In de eerste helft van 2014 leken al die negatieve elementen zich tegelijkertijd te manifesteren, met alle gevolgen vandien voor de resultatenrekening. Tussen al het negatieve proberen we enkele positieve elementen te vinden en dat brengt ons bij de positieve evolutie van het orderboek. Dat zal vroeg of laat doorstromen naar omzet en naar resultaten. Dat zal reeds in de tweede helft van 2014 gebeuren als we ons mogen laten leiden door de commentaren van het management. Naast de goede omzetevolutie zou er ook al een positieve impact moeten zijn van diverse besparingsmaatregelen.

De vraag die we ons stellen, is in welke mate de markt bereid zal gevonden worden om op die verwachte positieve kentering in te spelen na de minder goede cijfers over het eerste kwartaal en over de eerste jaarhelft. We zijn eerder sceptisch en vrezen dat de markt zal verkiezen om de kat uit de boom te kijken in de volgende maanden, in afwachting van indicaties over het derde kwartaal van 2014 die op 22 oktober 2014 bekend gemaakt zullen worden. De verkoop van een afdeling aan een stevige prijs kan natuurlijk ons afwachtend scenario doorkruisen.

De minder goede halfjaarcijfers vertalen we in een verlaging van ons koersdoel van 73 naar 62 euro per aandeel.

Gert De Measure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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