

Beurs bij de Lunch

AANDELENFOCUS

(Deze ideeën zijn adviezen van KBC Securities. Voor uitleg adviezen: zie legende)

Gimv	"Intrinsieke waarde hoger na exitrijk halfjaar"			
	Advies:	HOUDEN	Huidige koers:	36.2 EUR
	Naam analist:	Tom Simonts	Koersdoel:	37 EUR
	ISIN code:	BE0003699130	Opwaarts potentieel:	2.2%
	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	2.16	0.61	-	-
% groei j/j	-56.2%	-71.6%	-	-
Koerswinst ratio	16.8x	59.1x	-	-
Bruto dividend (EUR)	2.45	2.45	2.45	2.45
% groei j/j	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendrendement (%)	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%

Gimv is de grootste investeringsmaatschappij van België en beheert ongeveer 2,0 miljard euro. De groep opereert vanuit België, Frankrijk, Duitsland en Nederland en beschikt over een uitgebreid internationaal netwerk. De kernactiviteiten omvatten schuldfinanciering van uitkoopoperaties, verstrekken van groeikapitaal en financiering van opstartbedrijven. Sinds kort behoren infrastructuurprojecten ook tot het activiteitsdomen van de groep. Gimv is één van de grotere internationale spelers op het vlak van Venture Capital en behoort tot de top in het buy-out segment in de Benelux.

Gimv trok vanochtend de boeken open over de voorbije zes maanden. In dat fiscale halfjaar kwam de nettowinst uit op 48,5 miljoen euro, wat ongeveer het dubbele is ten opzichte van een jaar eerder. Dat cijfer bestaat uit zowel gerealiseerde (24 miljoen euro) als niet-gerealiseerde meerwaarden (24 miljoen euro), waarbij dat laatste vooral het gevolg is van verbeterde operationele resultaten bij de deelnemingen (18,3 miljoen euro) en een verwachte exit van een bestaande participatie (10,7 miljoen euro). Daarnaast waren er nog andere elementen die in totaal 20,8 miljoen euro bijdroegen, maar werden er ook wat waarderingmultiples omlaag geschroefd bij de niet-genoteerde participaties (impact op de winst -18,9 miljoen euro).

De desinvesteringen waren duidelijk winstgevend. Gimv slaagde er namelijk in om participaties te verkopen aan een bedrag dat 22,0% boven de boekwaarde (per eind maart 2014) lag. Die verkopen leverden een zogenaamde 'money multiple' op: 1,7x hoger dan het oorspronkelijke investeringsbedrag. Desondanks blijft de onderliggende waardering behoorlijk conservatief: de gemiddelde EV/EBITDA-multiple (die gebruikt wordt om bedrijven in de portefeuille aan marktwaardering in te schatten) bedraagt vandaag 5,6x. Het is net die conservatieve inschatting die het mogelijk maakt om een pak meerwaarden te realiseren. In de voorbije maanden gebeurde dat op de verkoop van Barco (Q1), Movea, Covagen, Trustteam en Ymagis (Q2). De gerealiseerde meerwaarde op de verkoop van Trustteam en Covagen lag zelfs beduidend hoger dan het historisch gemiddelde van 11,6%, terwijl het rendement op de verkoop van dcinex en Movea zich wél rond de 11,6% bevindt. Deelnemingen in Funico, Ubidyne, Govecs en Openbravo werden eveneens verkocht, terwijl er gedeeltelijke desinvesteringen waren van de belangen in Prosensa en McPhy. Kapitaalverminderingen tekenden we dan weer op bij Oldelft en Walkro.

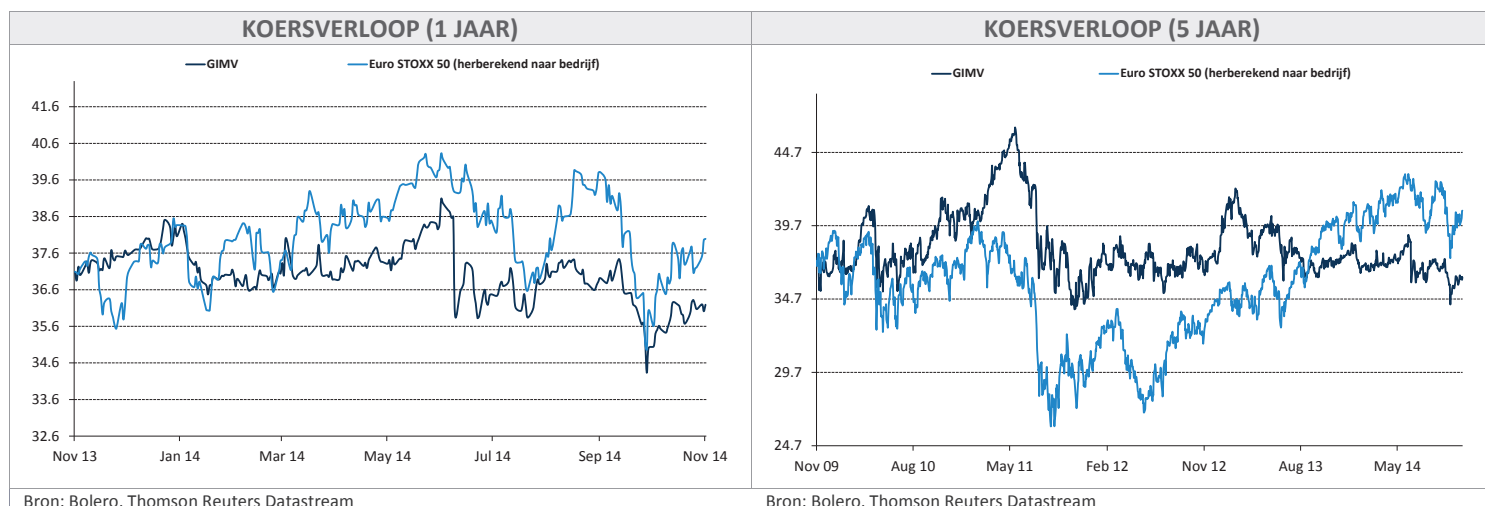
De nettowinst zorgt er natuurlijk voor dat de intrinsieke waarde per aandeel toegenomen is met 4,9% op jaarbasis van 38,89 euro per 30 juni tot 39,46 euro per 30 september 2014. Geen verrassing voor KBC Securities-analist Yves Franco, die eenzelfde cijfer naar voor had geschoven, maar misschien een beetje voor de rest van de analisten, die gemiddeld rekenden op een cijfer van 38,56 euro. De toename staat gelijk aan een rendement op eigen vermogen van 4,9%, na correctie voor de kapitaalverhoging na het keuzedividend.

De nettokaspositie bleef ongeveer stabiel op 116,1 euro, waardoor beleggers met vertrouwen kunnen uitkijken naar de betaling van een toch wel royale (want brutorendement van 6,5%) coupon. Of dat een verworven recht is, is misschien een brug te ver, maar dat het management in het persbericht van vandaag aanhaalde dat het dividendbeleid voortgezet zal worden is wel een zekerheid.

Beurs bij de Lunch

CONCLUSIE

In afwachting van meer financiële gegevens, die op de analistenbijeenkomst van later vandaag zullen worden gepresenteerd, blijft Yves Franco van mening dat het aandeel van Gimv aan een aanvaardbare korting ten opzichte van zijn intrinsieke waarde wordt verhandeld. (ongeveer 10,0%). Het combineren van de hernieuwde belofte om het huidige dividendbeleid te handhaven met een gedegen portefeuille en een gunstig exitklimaat voor bestaande participaties maakt dat KBC Securities bij zijn 'houden'-advies en koersdoel van 37 euro blijft.



Gimv NAV breakdown

Portfolio	BB	# shares	Last price (€)	Value (€ m)	Stake (%)	% of NAV	Value (€m)
Consumer 2020 platform						21.9%	223.3
Listed stakes						1.4%	13.9
Greenyard Foods	GRYFO BB	1,169,562	€ 11.89	13.9	2.2%	1.4%	13.9
Unlisted stakes: Vandemoortele, Wolf Lingerie, Marco & Vasco, XL Video...				209.4		20.5%	209.4
Health & Care platform						9.5%	96.6
Listed stakes						2.4%	24.0
Prosensa	RNA US	2,620,248	€ 9.17	24.0	7.5%	2.4%	24.0
Unlisted stakes: Almaviva Santé, Prosensa, Jenavalve, Eurocept...				72.6		7.1%	72.6
Smart Industries platform						16.1%	164.4
Listed stakes						1.3%	13.6
Inside secure	INSD FP	4,254,171	€ 3.12	13.3	12.4%	1.3%	13.3
Ymagis	MAGIS FP	52,184	€ 6.37	0.3	0.0%	0.0%	0.3
Unlisted stakes: Punch Powertrain, Xeikon, PE International, Coscale...				150.8		14.8%	150.8
Sustainable Cities platform						13.7%	139.6
Listed stakes						0.7%	6.7
McPhy Energy	MCPHY FP	853,696	€ 7.80	6.7	0.0%	0.7%	6.7
Unlisted stakes: McPhy Energy, Itineris, Viabuild, Lampiris...				132.9		13.0%	132.9
Third party funds						20.2%	205.7
Other shareholdings						2.7%	27.7
Listed stakes						0.7%	7.4
Capman	CPMBV FH	8,431,978	€ 0.88	7.4	9.9%	0.7%	7.4
Unlisted stakes				20.3		2.0%	20.3
Total investment portfolio						84.1%	857.3
Off-balance sheet (Fund management)						0.9%	8.8
Net cash (Incl. FX movements & others)						15.1%	153.5
Adjusted equity value						100.0%	1,019.6
Number of shares (issued)							25,426,672
Treasury shares (for remuneration purposes, resale, collateral,...)						0.0%	0
Treasury shares (available for cancellation)						0.0%	0
Number of shares (outstanding)							25,426,672
Gimv last price							36.23
Gimv market capitalisation							921.08
Adjusted equity value p.s.							40.10
Current discount							9.66%
KBCS target prices	Prosensa	17.00	GreenYard Foods	12.80			
Target equity value							1,041.17
Target equity value p.s.							40.95
Discount to target equity value							11.53%

KBCS has a HOLD recommendation and a € 37 target price.

The upside potential versus a stock price of € 36,23 equals 2,14%.

The implied discount of our € 37 target price vs. the target equity value is 9,64%.