

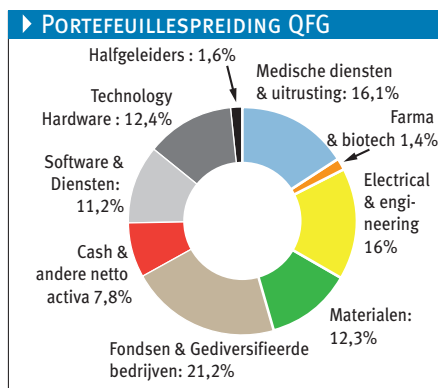
# Quest for 'less discount'

Quest for Growth, de enige beursgenoteerde privak, kon het voorbije decennium mooie groeicijfers voorleggen. Nu nog zorgen voor een vermindering van de décote tegenover de intrinsieke waarde.

Vorige week gingen we op bezoek bij de privak **Quest for Growth** (QfG). *Yves Vaneerdewegh*, Chief Investment Officer (CIO) voor het beursgenoteerde gedeelte van de beleggingsportefeuille,

stond ons te woord. Inzake organisatiestructuur is het belangrijk te weten dat QfG een onderdeel vormt van een groter geheel. Zo wordt de privak beheerd door *Capricorn Venture Partners*, die naast QfG ook actief is in het beheer van venture fondsen. Fondsen die men overigens ook terugvindt in het niet-genoteerde deel van de portefeuille van QfG. Enige verwevenheid dus.

koers van zowat 8 EUR heeft de aandeelhouder zicht op een royaal dividend. Alles hangt echter af van het resultaat over heel het boekjaar en dat valt soms tegen. Over **boekjaar 2016 was er geen dividend ingevolge plotse waardeverminderingen op het einde van het jaar**. Vaneerdewegh: "Het voorbije decennium genereerden we zo'n 80 mln. EUR aan gecumuleerde winsten ondanks het moeilijke beursjaar 2008. We willen er ook op wijzen dat 2017 het eerste jaar is dat QfG onder nieuwe boekhoudregels (IFRS) rapporteert. De waarderingsregels voor het niet-genoteerde deel gebeurt voortaan op een nog meer gestructureerde manier. Dat zorgt er echter ook voor dat het halfjaarverslag voortaan ruim 30 bladzijden telt tegenover 8 pagina's een jaar eerder".



## Sterke eerste jaarhelft

De resultaten over de eerste zes maanden mogen gezien worden: een winst van 22,1 mln. EUR of 1,46 EUR p.a. Niet onbelangrijk, want een privak moet wettelijk minstens 80% van de gerealiseerde winst uitkeren in dividendvorm. Gezien de huidige beurs-

## Portefeuillesamenstelling

De portefeuille, die per 30/08 157 mln. EUR groot (10,36 EUR p.a.) was, bestaat zowel uit genoteerde aandelen als niet-genoteerde bedrijven/fondsen. **De portefeuille is voor ruim 90% euro-getint**. Vaneerdewegh geeft mee dat QfG zich sinds vorig jaar niet meer indekt tegen wisselkoersfluctuaties. Volgens een sensitiviteitsanalyse heeft een schommeling met 10% van de vier belangrijkste vreemde valuta in portefeuille (USD, GBP, CHF en NOK) een effect van 1,58 mln. EUR (de halfjaarwinst bedroeg 22,1 mln. EUR). De CIO voegt er aan toe dat **QfG zich ook niet in grote mate indekt tegen dalende beurzen**.

### ► Beursgenoteerde participaties

De portefeuille van QfG bestond per 30/08 voor 68,1% uit beursgenoteerde participaties, waarbij de nadruk wordt gelegd op groeibedrijven, die men terugvindt in een zevental sectoren (zie taartgrafiek). In de praktijk zal een participatie, of het genoteerd is of niet, nooit een hoger gewicht meekrijgen dan 5%. Vaneerdewegh: "Bij zwaargewicht *TKH Group* (4,8%) hebben we trouwens in augustus wat winst genomen toen het op recordkoersen noteerde, om snel nadien weer een pakketje te kopen tegen zo'n 10%-lagere koersen". De CIO voegt er aan toe dat het spijtig is dat QfG soms goedpresterende aandelen zoals Me-

## WAT IS EEN PRIVAK?

QfG, de enige op Euronext Brussel beursgenoteerde privak, is een beleggingsvenootschap met vast kapitaal. Het **aantal aandelen blijft onveranderd**, tenzij de privak een kapitaalverhoging doorvoert. Een privak is **onderworpen aan specifieke beleggingsregels**. Zo moet o.a. minstens 25% van de portefeuille belegd zijn in niet-genoteerde bedrijven en moet de nadruk gelegd worden op groeibedrijven met een beurswaarde van minder dan 1,5 mrd. EUR. Of nog: om voldoende spreiding te garanderen mag één bedrijf niet zwaarder wegen dan 20% in de portefeuille. Net als GVV's **geniet een privak van veel belastingvoordelen, maar moet het in ruil minstens 80% van de gerealiseerde winst uitkeren in dividendvorm** (bij QfG is dat liefst 90%). Belangrijk om weten: de aandeelhouder moet geen roerende voorheffing (van normaliter 30%) betalen op het deel van het dividend afkomstig van de door QfG gerealiseerde meerwaarden op aandelen. **Van het brutodividend blijft dan ook vaak ruim 95% over in nettotermen**. Fiscaal interessant dus.

lexis moet afbouwen omdat de beurswaarde ervan 'groter is dan 1,5 mrd. EUR'. Zo weegt de halfgeleiderspecialist inmiddels ruim 3 mrd. EUR op de beurs.

Een privak moet **wettelijk 2 keer per jaar de portefeuillesamenstelling publiceren. QfG doet dat 12 keer, zodat we de privak geen gebrek aan transparantie kunnen verwijten.** Vaneerdewegh geeft eerlijk toe dat de gemiddelde k/w van het genoteerde gedeelte met 19 vrij hoog is, maar 'acceptabel'. De smallcapindex noteert ook tegen gemiddeld 17 keer de winst. In zijn zoektocht ('Quest' in het Engels) naar groeibedrijven speurt de CIO voorts naar bedrijven met weinig schulden. Van de 25 genoteerde bedrijven in portefeuille zijn er zelfs 11 met een nettokaspositie. Slechts vier ervan hebben een ratio nettoschuld/EBITDA van meer dan 1, en dat zijn defensieve farmawaarden.

#### ► Niet-genoteerde participaties

QfG belegt ook in 'private equity' (moet minstens 25% van de totale portefeuille uitmaken). In de eerste jaarhelft hebben deze beleggingen QfG geen windeieren gelegd. Denken we aan het belang in *Ogeda* dat het voorwerp werd van een overnamebod. Deze transactie had een positieve impact van bijna 10 mln. EUR op de intrinsieke waarde. Rechtstreekse participaties in individuele niet-genoteerde bedrijven vertegenwoordigen minder dan 5% van de portefeuille. QfG belegt liever via durfkapitaalfondsen. Vaneerdewegh: "Vroeger deden we dit via derdepartijfondsen. We waren toen op die manier eerder 'volgers' en betaalden dubbele kosten. Maar sinds 2012 gingen we geen verbintenissen meer aan wat die derdepartijfondsen betreft (nog goed voor zowat 2% van de portefeuille). Het gros van onze beleggingen in durfkapitaalfondsen bestaat nu uit belangen in de diverse Capricorn-fondsen". In de meeste bedrijven waarin de Capricorn-fondsen beleggen, zetelen ze in de Raad van Bestuur.

**Balansmatig is QfG kerngezond** (geen schulden). De kaspositie vertegenwoordigt zelfs zo'n 12% van de portefeuille. Dat biedt QfG nog investeringspotentieel, maar het geld moet ook dienen om verbintenissen ten aanzien van de Capricorn-fondsen te kunnen honoreren.

**Dat er niet meer privaks op de beurs noteren, is wellicht te wijten aan de décote.** Vaneerdewegh: "De voorbije vijf jaar was dat gemiddeld 23% en 29% in het voorbije decennium. Vroeger werd wel eens een inkoopplan gelanceerd van eigen aandelen. In de praktijk is dat echter moeilijk voor aandelen die slechts in beperkte mate verhandeld worden. Een bedrijf mag met deze inkopen de koersvorming niet beïnvloeden." Dit jaar werden er gemiddeld 16.000 stuks/dag verhandeld.

#### ONZE VISIE

**QfG heeft een mooie eerste jaarhelft achter de rug, zodat de aandeelhouder zicht heeft op een mooi dividend. Ook de resultaten op lange termijn zijn positief. Spijtig dat QfG wettelijk verplicht is om een groot deel van de winst uit te keren, want dat zorgt voor bokkesprongen van het aandeel. De portefeuille is mooi gespreid over een reeks (Europese) groeibedrijven, die na hun koersstijgingen weliswaar tegen vrij hoge waarderingen noteren. Dat kan de prestaties afremmen. Daartegenover staat de relatief hoge korting van zo'n 22%. We vermoeden dat deze kleiner wordt naarmate de kans toeneemt dat een royaal jaardividend wordt uitbetaald. Het aandeel noteert al langer binnen een brede band van 8 à 8,4 EUR. Het aandeel mag opgepikt worden (H+ 2), met het oog op een daling van de discount ten opzichte van de intrinsieke waarde.**

► Intrinsieke waarde QfG		
Participaties	p.a. QfG	% I.W.
<b>Beursgenoteerd</b>	7,06	68,1%
<i>TKH Group</i>	0,50	4,8%
<i>Pharmagest IA</i>	0,44	4,2%
<i>Technotrans</i>	0,39	3,8%
<i>Andere</i>	5,73	55,3%
<b>Private Equity</b>	2,02	19,5%
<i>Indiv. bedrijven</i>	0,42	4,0%
<i>Fondsen</i>	1,60	15,5%
<b>Nettokas + andere</b>	1,28	12,4%
<b>I.W. (30/08)</b>	10,36	
<b>Koers</b>	8,09	
<b>Onderwaardering</b>	21,9%	

## KOSTEN, TYPE AANDELEN EN (KEUZE)DIVIDEND

- In april werd de **beheersvergoeding** ten gunste van Capricorn Venture Partners vastgelegd op 1%, wat iets minder is dan de vorige 'complexere' vergoeding. Enkele jaren geleden was dat zelfs nog 1,75% à 2%.
- Van de uitstaande 15,15 miljoen aandelen in omloop zijn er respectievelijk 750 en 250 **preferente A- en B-aandelen**. Indien de nettowinst van QfG een dividendrendement van minstens 6% bruto toelaat, wordt 20% boven deze grens toegewezen aan de preferente aandelen. De overige 80% wordt vervolgens gelijk verdeeld over de overige gewone aandelen.
- Inzake dividend mag u noteren dat QfG vanaf dit boekjaar een **keuzedividend** zal invoeren. Na de uitzonderlijk grote dividenduitkering in de lente van 2016 (37,7 mln. EUR of 2,73 EUR p.a.) moest QfG ingevolge de belangrijke kasuitstroom een kapitaalverhoging doorvoeren. Vaneerdewegh: "Nadeel hiervan is dat tussen de datum van de dividendbetaling en de kapitaalverhoging er een tijdsverschil was van twee maanden, waardoor enkele beleggingsopportunities niet benut konden worden".