



Quest for Growth: resultaten eerste helft 2021 (2 augustus 2021)

Inleiding

In 2020 realiseerde Quest for Growth (QfG) voldoende winsten om de (overgedragen) verliezen van 2018 en 2019 te compenseren en om nog een aantrekkelijk dividend uit te keren. Dankzij de goede beursprestaties en de nog betere prestaties van QfG zelf, mag de belegger/aandeelhouder al opnieuw uitkijken naar een nieuw een aantrekkelijk dividend. Op voorwaarde natuurlijk dat er zich geen grote rampen voordoen in de wereld. We overlopen die resultaten en de verschillende bewegingen binnen de portefeuilles van genoteerde en niet-genoteerde aandelen.

Resultaten

In de eerste helft van 2021 realiseerde QfG een winst van 24,6 miljoen euro, of 1,47 euro per aandeel. In de eerste helft van 2020 was er daarentegen een verlies van 2,6 miljoen euro (-0,15 miljoen euro). Rekening houdend met de kapitaalvermindering (als alternatief voor het dividend) komt die winst neer op een rendement op eigen vermogen van 16%. De discount daalde van 28,9% eind 2020 naar 25,3% eind juni 2020. De aandelenkoers in de eerste helft steeg 17,2% en aangevuld met de kapitaalvermindering, kwam de totale prestatie uit op +23,5%.

Van de winst van 24,6 miljoen euro was 19,2 miljoen euro afkomstig van de genoteerde aandelen, 5,9 miljoen euro van de niet-genoteerde aandelen en 0,9% van de risicokapitaalfondsen. De portefeuilleverdeling is als volgt: genoteerde aandelen 63% van het totaal, niet-genoteerde aandelen staan voor 14,7%, de risicokapitaalfondsen vertegenwoordigen 16,4% van de portefeuille. Het restant van 5,9% bestaat uit cash.

De portefeuille genoteerde aandelen

De return van de genoteerde aandelen (bestaande uit 25 aandelen) wordt geschat op +18%, beter dan de Stoxx Europe 600 en de Stoxx Europe Small Cap 200 die ongeveer 15,2% stegen. De zwakste aandelen in die portefeuille waren Gurit Holding en Pharmagest die bijna 20% inboetten. Sterke prestaties en dito bijdragen waren er van Steico (meer dan 80% koerswinst) en Accell Group (meer dan 70% koerswinst). Zo droeg Steico 4,9% bij tot het rendement, CEWE 3%. Gurit Holding en Pharmagest hadden allebei een negatieve impact van -0,9%.

Wat de bewegingen in de portefeuille betreft, was de eerste helft van 2021 relatief rustig, zeker in vergelijking met 2020 toen 10 posities de deur uitgingen. Er werd slechts van een positie afscheid genomen, nl. deze in het Duitse LPKF. Er werd geen enkele nieuwe positie ingenomen, de transacties betroffen vooral verhogingen van bestaande posities (Melexis en CEWE) en het verlagen van bestaande posities (Pharmagest, Stelco, Umicore, Stratec, Steico, CEWE, LEM en Nexus).

De 10 grootste posities eind juni 2021 waren:

naam	% van port.	naam	% van port.
Steico (D)	4,8%	ABO Wind (D)	2,8%
CEWE (D)	4,7%	Accell Group (NL)	2,8%
TKH (NL)	4,0%	Roche (CH)	2,7%
Nedap (NL)	3,2%	Kerry Group (IRL)	2,7%
Fin. De Tubize (B)	3,1%	Wolters Kluwer (NL)	2,7%

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.



Net zoals eind 2020 komt de gemiddelde waardering van de portefeuille relatief hoog uit met een koers/winstverhouding van iets meer 26, tegenover 26 voor de Stoxx Europe Small Cap 200 en van 17,8 voor de Stoxx Europe 600. De waarderingen blijven dus relatief hoog, wat de beheerders van QfG tot voorzichtigheid aanzet en tot het zoeken naar relatief laag gewaardeerde aandelen.

Niet-beursgenoteerde portefeuille

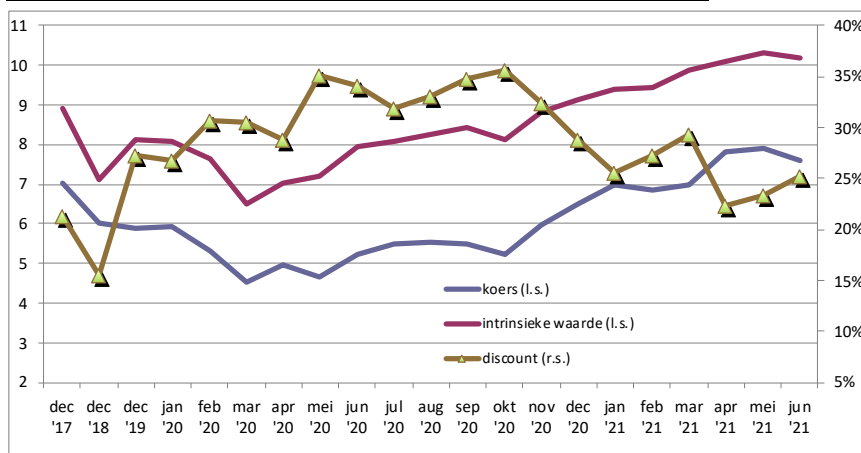
De niet-beursgenoteerde beleggingen, rechtstreeks (14,7% van de portefeuille) en onrechtstreeks voornamelijk via Capricorn-fondsen (16,4%), noteerden enkele nieuwe investeringen en een exit. Direct investeerde QfG 1,5 miljoen euro in het Leuvense REIN4CED, een co-investering met Capricorn Sustainable Chemistry Fund. Daarnaast verrichtte het vervolginvesteringen in NGData en Scaled Acces, co-investeringen met Capricorn ICT Arkiv.

Een heel mooie uitstap realiseerde QfG bij HaliDx dat overgenomen werd door Veracyte voor 260 miljoen euro. Na toepassing van een korting (voorzichtigheidshalve) boekte QfG een opbrengst van 5,6 miljoen euro of 0,33 euro per aandeel. De kans is groot dat de betaling voor de helft gebeurt in nieuwe aandelen van Veracyte.

Capricorn Partners, de beheersvennootschap van QfG en de Capricorn-fondsen, richtte samen met het Amerikaanse Southern Research Trillium Renewable Chemicals op. Trillium wil de technologie ontwikkeld door Southern Research commercialiseren. Deze technologie kan grondstoffen zoals suiker en glycerol (soort van alcohol) omzetten in bepaalde chemische producten die normaal op basis van gas en petroleum gemaakt worden. Deze chemische producten kunnen gebruikt worden voor de productie van kledij, speelgoed, auto-onderdelen, verf, zeep e.a. Trillium wordt ondergebracht in het Capricorn Sustainable Chemistry Fund. Welke investering hiermee gepaard gaat, is niet geweten.

Van de Heylen Group heeft Capricorn Partners het beheer van een Chinees risicokapitaalfonds overgenomen, dat omgedoopt werd in Capricorn Fusion China Fund. Het fonds heeft een omvang van 30 miljoen euro, QfG zal er 7,6 miljoen euro in beleggen.

Evolutie van de koers, de intrinsieke waarde en de discount



Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Mesure.



Toekomstige dividendpolitiek

Op de analistenvergadering werd uitvoerig gedebatteerd over de toekomstige dividendpolitiek. Veel heeft te maken met de aanpassingen van de privak-wetgeving die in het Koninklijk Besluit van 10 juli 2016 verwoord zijn. We weten dat de privak minstens 80% van zijn jaarwinst als dividend moet uitkeren, maar hier komt nu bij dat alleen gerealiseerde meerwaarden uitgekeerd mogen worden. Niet-gerealiseerde meerwaarden (of papieren winsten in het jargon) vallen dus uit de boot.

Toegepast op de winst in het eerste halfjaar van 2021 levert dit het volgende op. De winst kwam dus uit op 24,6 miljoen euro, maar hiervan is 22,1 miljoen euro niet gerealiseerd. In theorie zou er dus slechts 2,5 miljoen euro uitgekeerd kunnen worden, of afgerond slechts 10% van de winst.

Een creatieve oplossing kan erin bestaan om aandelenposities waarop QfG grote meerwaarden heeft, te verkopen en dan direct terug te verkopen. Maar er zijn natuurlijk andere opties. Zo zouden we groot voorstander zijn van een dividendpolitiek zoals gevoerd door GIMV. GIMV keert elk jaar een zeker dividend uit dat het als duurzaam beschouwt. Het voordeel van deze politiek is dat de aandeelhouder elk jaar zicht zou hebben op een dividend, in plaats van het ene jaar een hoog dividend en het daaropvolgende jaar misschien geen. Opnieuw toegepast op de halfjaarwinst van 24,6 miljoen euro of 1,47 euro per aandeel, zou dit bedrag misschien aangewend kunnen worden om te starten met een jaarlijks dividend van 0,30 euro, toch goed voor een dividendrendement van 3,9%. Met die 1,47 euro per aandeel zou je al een reserve hebben om 5 jaar na elkaar een dividend van 0,30 euro uit te kunnen keren. Dergelijke duurzame dividendpolitiek zal in ieder geval de discount ten goede komen, lees de discount verminderen.

Maar, er is nog een ander probleem. Het is weinig bekend, maar van Quest for Growth staan er naast de gewone aandelen ook aandelen A en aandelen B uit, aandelen die de oprichters en het management aanhouden. Deze aandelen ontvangen een preferent dividend op het deel van het dividend als dat hoger is dan 6% van het eigen vermogen. Van het deel boven die 6% wordt 20% uitgekeerd aan de aandelen A en aandelen B, de overige 80% gaat naar de aandeelhouders. In ons voorstel zal het dividend niet snel die 6% overstijgen, zodat de kans op een preferent dividend verkleind. Zien de oprichters en het management dat zitten? De discussie binnen de raad van bestuur zal in oktober 2021 plaats vinden. Het wordt spannend!

We herinneren eraan dat deze problematiek over 2020 werd opgelost door het doorvoeren van een kapitaalvermindering gelijk aan de winst die voor uitkering in aanmerking kwam. Dergelijke omweg lijkt niet voor herhaling vatbaar.

Besluit

Qfg heeft in de eerste helft van 2021 een mooi vervolg gebreed aan de goede prestatie neergezet in 2020. Net zoals vorig jaar deden de portefeuille genoteerde aandelen alsook de niet-genoteerde investeringen hun duit in het zakje. Zonder grote ongelukken op de beurzen mag de aandeelhouder opnieuw uitkijken naar een dividend.

We kijken tevens uit naar de discussies over de toekomstige dividendpolitiek en hopen dat er gekozen wordt voor een duurzame (stabiel met lichte groei) uitkering i.p.v. een uitkering die volledig afhankelijk is van de jaarprestatie en die daardoor sterk kan fluctueren. We denken dat dergelijke politiek tot een lagere discount tegenover de intrinsieke waarde kan leiden.

Gert De Measure (2 augustus 2021, koers Quest for Growth: 7,74 euro)

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.