

‘Smallcaps worden alleen maar interessanter’

‘Kleinere aandelen blijven al een tijdje achter qua beursprestaties, maar er is geen probleem met hun fundamentals. Dus eigenlijk zijn ze alleen maar interessanter geworden,’ stelt Yves Vaneerdewegh van Quest for Growth.

Begin deze zomer zagen we in de Verenigde Staten de eerste, vroege tekenen van een comeback van kleine aandelen. Een ideaal moment dus om te polsen of er mogelijk ook weer wat beweging gaat komen in kleine Europese aandelen, de niche waarop de investeringsmaatschappij Quest for Growth focust. Ons interview met drie managing partners van Capricorn Partners, de beheervennootschap van Quest for Growth, kon dus amper op een interessanter ogenblik komen.

Voorts is een deel van de portefeuille geoormerkt voor beleggingen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Een beleggingsuniversum dat door de stijgende rente zo goed als stilviel. Ook hier kunnen we dus het bilan opmaken en nagaan of er al tekenen van een heropleving zijn.

Door het achterblijven van beide markten mag het niet verbazen dat ook QfG matig presteerde. Wanneer mogen beleggers hier verbetering in verwachten? ‘We moeten in de eerste plaats zorgen voor betere resultaten in beide segmenten van de portefeuille.

Door de hoge discount krijgen beleggers er wel onze hele cashpositie en de ventureportefeuille bijna gratis bij. Dat is ook een manier om er naar te kijken en aan te tonen dat

de koers, ten opzichte van de onderliggende portfolio, heel laag gewaardeerd is,’ aldus Vaneerdewegh.

VFB Deze zomer zagen we in de Verenigde Staten de eerste tekenen van een heropleving van smallcap-aandelen. Hoe kijken jullie daarnaar?

YVES VANEERDEWEGH We zagen inderdaad een opvallende beweging in de VS, iets dat we toch in decennia niet meer gezien hebben. Of dit nu effectief het langverwachte keerpunt zal zijn voor smallcap-aandelen, is niet voorspelbaar. Ik denk dat het een positief signaal is dat die markt kan heropleven, maar ik zou niet stellen dat dit nu hét keerpunt is.

VFB Kleine Europese aandelen blijven nog achterop hinken. Zien jullie daar mogelijke triggers voor een comeback?

VANEERDEWEGH Veel beleggers houden de evolutie van de rente in het oog, want smallcap-aandelen zijn beginnen underperformen toen de rente weer steeg. Een dalende rente kan voor deze aandelen dus een positief

“Niet zeker of dit nu het langverwachte keerpunt is voor kleine aandelen.”

Yves Vaneerdewegh

Katrin Geyskens

Rob van der Meij



“Europese smallcaps doen beter op het vlak van winstgroei, alleen focussen beleggers op andere dingen.”

signaal zijn. Wat ik belangrijker vind, is dat de aandelenmarkten de laatste jaren voortgedreven werden door een beperkt aantal grote aandelen. Iedereen denkt daarbij natuurlijk aan de beruchte ‘Magnificent Seven.’ Het is dus uitkijken naar deukjes in de prestaties van die groep. En we zien daar momenteel weer wat twijfel over ontstaan bij beleggers. Als de cyclus van de Magnificent Seven afremt, kan dit mogelijk het begin zijn van een nieuwe cyclus van smallcap-outperformance.

VFB *Hoe staan Europese smallcaps er fundamenteel voor?*

VANEERDEWEGH Eigenlijk doen ze het fundamenteel gezien niet zo slecht. Over verschillende periodes gemeten, zie je dat de winstgroei van smallcap beter is dan die van de bredere markt. Dus ondanks het achterblijven qua beursreturns, zie je dat Europese smallcaps wel beter doen op het vlak van winstgroei. Het probleem is vooral dat beleggers op andere dingen focussen. Het is dus vooral het sentiment onder beleggers dat moet veranderen. Dat zal ooit wel eens gebeuren, want dit soort voorkeuren komen en gaan met cycli.

VFB *In het beursgenoteerde compartiment was er recent een instap in het Finse Harvia, gespecialiseerd in sauna- en spa-apparatuur. Kunnen jullie aan de hand van die aankoop de selectiecriteria voor beursgenoteerde bedrijven uitleggen?*

“Waardering is het finale puzzelstukje.”

VANEERDEWEGH Harvia kwam in 2018 naar de beurs en het leek ons toen al een interessant bedrijf, maar we zijn voorzichtig met beursintroductions. Nu konden we ons baseren op een beursstraject van ongeveer zes jaar. Daardoor was er al een behoorlijke historie en moesten we ons niet enkel baseren op het mooie verhaal van bij de beursintroduction.

Een eerste element waar we naar zoeken, is groei. Dat hoeft geen exponentieel hoge groei te zijn, maar wel duidelijk meer dan gemiddeld. Harvia scoorde hier goed, met een omzetgroei van 19% per jaar sinds de beursgang. Dat vinden wij heel aantrekkelijk en het is voor ons leuk om opnieuw een wat sterker groeiend bedrijf in portefeuille te hebben. We zien ook nog voldoende groeipotentieel. In Finland is er gemiddeld één sauna per twee inwoners. In Duitsland is dat slechts één per 35 inwoners en in de VS slechts één per 300 inwoners. Bovendien liggen de prijzen in de VS een stuk hoger en wordt dit echt gezien als een luxeproduct. Ook in Azië, en dan vooral in Japan, is het een manier om in te spelen op de sterk ontwikkelende luxemarkt.



Investeringsregels

Als privak (private alternatieve instellingen voor collectieve belegging) moet QfG specifieke investeringsregels volgen.

- Minstens 25% van de activa moet in niet-genoteerde vennootschappen belegd zijn.
- Minstens 70% van de activa moet geïnvesteerd zijn in:
 - Niet-beursgenoteerde ondernemingen.
 - Genoteerde groeibedrijven met een marktkapitalisatie kleiner dan 1,5 miljard euro.
 - Andere alternatieve beleggingsfondsen met een gelijkaardig investeringsbeleid als de privak.
- De privak mag niet meer dan 20% van zijn portefeuille in één onderneming beleggen.
- Eventuele dividenden kunnen daardoor fiscaal vriendelijk uitgekeerd worden.

VFB Welke andere selectiecriteria spelen een rol?

VANEERDEWEGH We houden ook rekening met de financiële gezondheid van de bedrijven die op onze radar komen. Harvia scoort hier sterk en heeft een return on equity van ruim boven de 20%. Voor een misschien wat saai bedrijf is dat een spectaculair, sexy rendement op eigen vermogen. We gaan dus na of we effectief te doen hebben met kwaliteitsbedrijven en niet met groeibedrijven met zwakke fundamenten.

We zoeken verder naar marktleiders. Harvia is een relatief klein bedrijf als je enkel naar de omzet kijkt, maar het is wel de grootste speler in zijn domein en bovendien wereldwijd actief.

Vervolgens kijken we naar het management. We spreken steeds met het management eer we in een aandeel instappen. Het liefst zien we een down-to-earth management, dat geen megalomane trekjes heeft. Harvia doet enkel kleine overnames, die behapbaar zijn.

“We hebben onder andere UCB, EVS, Melexis en Jensen in portefeuille. Daar zien we nog steeds veel potentieel in.”

We kijken ook naar duurzaamheidselementen. Dan gaan we na of potentiële investeringen op de een of andere manier beantwoorden aan de duurzame ontwikkelingsdoelstellingen van de Verenigde Naties. In dit geval sluit Harvia aan bij de toenemende aandacht voor gezondheid en welzijn.

VFB Welke rol speelt de waardering hierbij?

VANEERDEWEGH We willen groeiaandelen kopen tegen aanvaardbare of aantrekkelijke prijzen. We zullen dus niet eender welke prijs betalen voor een bedrijf met een mooi groeipotentieel. Waardering is het finale puzzelstukje naast groei, financiële sterkte, marktpositie en duurzaamheid.

VFB Is er ruimte om nieuwe posities in te nemen?

VANEERDEWEGH Enerzijds hebben we momenteel een redelijke cashpositie en we bekijken continu een aantal kandidaten. Anderzijds hebben we een aantal grote posities in onze portefeuille. Die gaan we niet zomaar verkopen om dan dingen te kopen die we misschien minder goed kennen. Zo hebben we onder andere UCB (via Tubize), EVS, Melexis en Jensen in portefeuille. Daar zien we nog steeds zeer veel potentieel in.

VFB Voor we inzoomen op het niet-beursgenoteerde deel van de portefeuille, kan u toelichten op welke delen van die markt QfG zich richt?

KATRIN GEYSKENS Wij investeren enkel in venture capital, een subset van private equity. Het gaat niet om bedrijven overnemen met schuldfinanciering, maar er worden minderheidsposities ingenomen in nog jonge, zeer innovatieve bedrijven. We gaan er daarbij van uit dat deze bedrijven door de innovatieve technologie die ze ontwikkeld hebben op termijn een grotere groei kunnen realiseren, waardoor we op termijn uitzicht krijgen op een mooie exit. Beleggers moeten dus goed begrijpen dat wij actief zijn in een specifieke niche van de private equity-markt.

VFB Door de snelle rentestijgingen kregen dit soort beleggingen het moeilijk en viel de dealmarkt stil. Zien jullie al tekenen van een heropleving?

GEYSKENS We zien zachtjes aan verbetering komen, maar er is natuurlijk nog heel veel onzekerheid in de markt. Beleggers kijken er evenzeer naar de economische en geopolitieke spanningen. Wat we het afgelopen jaar of twee veel zagen is dat fondsen zich heel erg focusten op hun eigen portefeuille. Ze gingen weinig de markt op. Daar zien we de afgelopen maanden verandering in komen.

Iedereen heeft vooral tijd nodig om zich aan te passen aan die nieuwe realiteit, na het tijdperk van gratis geld. Niemand denkt dat die tijd gaat terugkomen. Waarderingen doen er daarom weer meer toe en ze worden meer realistisch. Je huiswerk maken is weer belangrijker en je ziet niet meer diezelfde *Fear Of Missing Out* (FOMO) de markt domineren. Dus we zijn gematigd positief. We zien beterschap, maar we zitten nog altijd niet in een makkelijke markt waar bijna alles zo maar werkt.

VFB *Kunnen jullie het selectieproces voor dit deel van de portefeuille uitleggen?*

GEYSKENS Het eerste selectieproces hangt af van via welk fonds er geïnvesteerd wordt. Elk van onze fondsen heeft zijn eigen investeringstheorie en zijn eigen investeringsuniversum, zoals bijvoorbeeld digitale gezondheidszorg. Daarnaast gaan we specifiek op zoek naar bedrijven waarbij technologie een differentiërende factor kan zijn. We zijn ook heel ESG-gedreven. We denken dus na over welke bijdrage de technologie aan de maatschappij kan leveren, hoewel we voor alle duidelijkheid geen pure impactbeleggers zijn. We analyseren ook of er voor het product in kwestie een markt bestaat en hoe die benaderd kan worden.

Er zijn dus veel gelijkenissen met de strategie voor beursgenoteerde aandelen. Zo moet er op termijn een pad naar winstgevendheid zijn. Aangezien we de facto voor minstens een paar jaar samenwerken, hechten we ook veel belang aan het management. Daar proberen we een relatie mee op te bouwen en te onderhouden, zodat we op dezelfde lijn zitten. Verder houden we nog rekening met de vraag of er voldoende opwaarts potentieel is en of we op lange termijn exit-mogelijkheden zien.

VFB *Eind juli werd bekend dat QfG deelnam aan de kapitaalronde van het Gentse biotechbedrijf Confo Therapeutics. Kan u deze investering toelichten?*

GEYSKENS Voor dit soort beleggingen is een langetermijnvisie nodig, want eens je instapt kun je er niet zomaar uit. Dat is een belangrijk verschil met beursgenoteerde bedrijven. Ook hier speelt technologie weer een belangrijke rol. Confo Therapeutics komt voort uit onderzoek aan de Universiteit Gent. Het ontwikkelde een technologieplatform dat grote farmaceutische spelers toelaat om hun geneesmiddelen op een meer efficiënte manier te ontwikkelen.

In 2023 werd een licentie afgesloten met het Amerikaanse Eli Lilly, wat een duidelijke validatie is van de kracht van de technolo-



gie. Het gaat om één ziektebeeld, maar het platform kan breder gebruikt worden. Zeker gezien de grote interesse in medicijnen voor obesitas en diabetes, kan dit platform in de toekomst aan de basis liggen van veel meer medicijnen. Het blijft natuurlijk biotech, met alle risico's van dien, maar omdat de technologie al gevalideerd is, neemt dit toch een deel van het risico weg. Dat is vergelijkbaar met wat Yves zei over het feit dat we voorzichtig zijn met bedrijven die net naar de beurs komen. Bij Confo Therapeutics hebben we ook dat beetje extra bevestiging voor onze investment case.

VFB *Hoe groot schatten jullie het potentieel van deze investering in?*

GEYSKENS We denken dat hier voor QfG een heel mooie upside kan inzitten. Het is echt de bedoeling om een succesvolle nieuwe, wereldwijde biotechspeler te creëren. Gaat dat lukken? Ja, wij geloven erin. Maar natuurlijk: time will tell.

“We zijn actief in een specifieke niche van de private equity-markt.”

“Wij doen er alles aan om de resultaten te verbeteren en positieve rendementen te behalen.”

VFB *In het niet-beursgenoteerde compartiment focussen jullie onder meer op cleantech. Veel van die aandelen kregen het moeilijk door de rentestijgingen. Blijven jullie overtuigd van dit thema?*

ROB VAN DER MEIJ Het is duidelijk dat technologie een essentiële rol zal spelen bij het behalen van de klimaatdoelstellingen. Mensen in de sector spreken niet voor niets over de ‘7 trillion opportunity’ (de opportuniteit van 7000 miljard dollar, red.) We kijken daarbij niet naar de hypes, maar proberen na te gaan wat de onderliggende en achterliggende technologieën zijn die we nodig hebben. Als je kijkt naar de energietransitie, de materiaaltransitie en de voedingstransitie, dan zie je dat technologie bij allen een enorme rol speelt.

In de praktijk is het een breed veld met bijvoorbeeld drones en satellieten voor preciselandbouw. Op het vlak van materialen is er nood aan speciale lichte materialen, die het extra gewicht van de batterij van een elektrische auto compenseren. Ook bij isolatiematerialen zien we kansen. Als je weet dat

meer dan de helft van de residentiële huizenmarkt een energielabel C of lager heeft, dan is het evident dat daar grote kansen liggen.

Wij kijken specifiek naar dat soort transitie en investeringen. Dan kan je zeggen dat Cleantech als groep misschien wat minder populair was, maar als je kijkt naar de kansen in deze sector dan zien wij, zowel voor het beursgenoteerde als het niet-beursgenoteerde deel van de portefeuille, veel opportunititeiten.

VFB *Waar ligt de focus op het vlak van cleantech bij het niet-beursgenoteerde compartiment?*

VAN DER MEIJ Aan de venturekant ligt die focus op de ontwikkeling van die technologieën. Er is bijvoorbeeld veel te doen om waterstof, maar de technologie die nu bij waterstoftoepassingen wordt gebruikt, is eigenlijk al behoorlijk oud en niet heel efficiënt. Daar liggen dus nog kansen voor het rapen. Ook materialen zijn belangrijk. De circulaire economie speelt daarbij een belangrijke rol. We zien hier enorme technologische ontwikkelingen en kansen waar we nadrukkelijk op inzetten. Dat hebben we al gedaan met ons Sustainable Chemistry Fund en dat doen we nu met ons nieuwe Clean Chemistry Fund. Dat zet in op ontwikkelingen op het vlak van lichtere materialen. Een mooi voorbeeld daarvan zijn carbon vezels gemaakt via een biologische procedé.

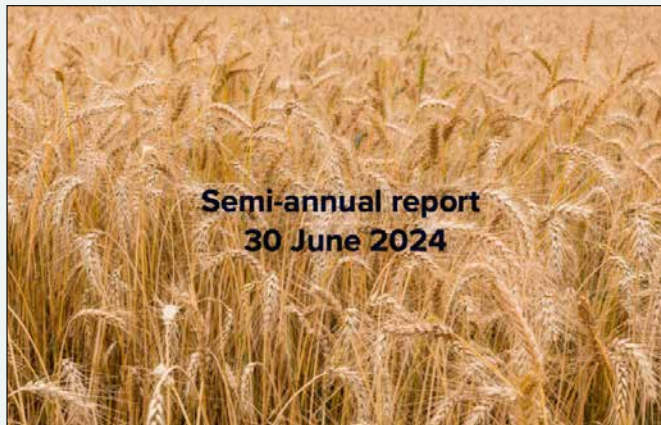
VFB *Hoe wordt daar op ingespeeld via het beursgenoteerde compartiment?*

VANEERDEWEGH Ook bij de beursgenoteerde aandelen zie je rond dit thema weer wat meer realisme. Zoals zo vaak kent de beurs eerst een fase van overdreven enthousiasme, gevolgd door een fase van normalisering met misschien net te weinig enthousiasme, terwijl het groeipotentieel nog steeds aanwezig is.

Belangrijker is vooral dat we kijken naar efficiëntie, energie-efficiëntie bijvoorbeeld. Op het vlak van isolatiemateriaal spelen we daar op in via Kingspan. Dat is een vrij grote positie in onze portefeuille. Via Jensen-Group kunnen we inspelen op water efficiëntie. Bovendien maakt dat bedrijf ook gebruik van energie-efficiënte industriële wasmachines.

VFB *In de haljaarcijfers was er sprake van een verlies van 1,9 miljoen euro. De beurskoers blijft ook achter en de discount*

“We moeten eerst overgedragen verliezen uit het verleden goedmaken. Daarna is er een heel realistische kans op een dividend.”



“Iedereen heeft vooral tijd nodig om zich aan te passen aan die nieuwe realiteit, na het tijdperk van gratis geld.”

is opgelopen tot maar liefst 40%. Waar zien jullie de oorzaak voor dit achterblijven?

VANEERDEWEGH Kijken we naar de evolutie van de netto inventariswaarde (NAV) dan zie je dat die over het laatste anderhalf jaar daalde van 7,93 euro naar 7,46 euro eind juli. Dat is natuurlijk niet goed. Twee zaken spelen daarbij een rol: de beursgenoteerde aandelen behaalden enerzijds een beperkt positief rendement, anderzijds zorgde anderhalf jaar aan afschrijvingen in de venture capital-portefeuille ervoor dat die beperkte winsten werden weggegeven.

De beurskoers zakte op zijn beurt van ongeveer 6 euro naar 4,29 euro. Dus terwijl de NAV met minder dan een halve euro zakte, daalde de beurskoers met 1,7 euro. Dat is drie à vier keer zoveel. De reden van die grotere impact ligt bij de toename van de discount. Het is typisch dat de discount oploopt als de performance niet zo goed is.

VFB *Wat is uw boodschap aan bezorgde beleggers?*

VANEERDEWEGH Wij doen er alles aan om de resultaten te verbeteren en positieve rendementen te behalen. Als we daarin slagen, is er weer uitzicht op een dividend. Positieve resultaten kunnen bovendien helpen om de discount te verkleinen. We moeten dus zorgen voor betere resultaten in beide segmenten van de portefeuille. Dan hopen we dat de markt dat herkent en ons een lagere discount toekent. We denken dat dat zeker moet kunnen in de toekomst.

VFB *Beleggers kunnen dit jaar niet rekenen op een dividend. Wanneer kunnen zij hier weer naar uitkijken?*

VANEERDEWE Op dit moment zitten we nog met iets meer dan acht miljoen euro aan overgedragen verliezen uit het verleden, op een portefeuille van ongeveer 140 miljoen euro. Die moeten we eerst goedmaken. Daarna is er een heel realistische kans op een dividend.

Als je kijkt naar de resultaten, dan zie je dat we meer dan 8 miljoen winst maakten in 6 van de afgelopen 10 jaar. Dus als alles een beetje meezit, is het niet zo moeilijk om dat resultaat te halen. ■

Interview
Thomas Laureys
Freelance journalist en
medewerker VFB

