



Agfa Gevaert

CompuGroup Medical initieert vrije

Agfa	Advies	KOPEN	Huidige koers	3.57 EUR
	Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	4 EUR
	ISIN code	BE0003755692	Opwaarts potentieel	12.0%
	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0.30	0.37	0.59	0.47
% groei j/j	22.0%	24.0%	58.3%	-19.6%
Koerswinst ratio	12.0x	9.7x	6.1x	7.6x
Bruto dividend (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00
% groei j/j	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Agfa ontwikkelt en verkoopt kapitaalgoederen (zoals plaatbelichters, filmbelichters, inkjet machines etc.), verbruiksgoederen (film, platen, inkt etc.) en diensten voor de grafische en medische markten. Agfa Specialty Products produceert en verkoopt daarnaast ook filmproducten voor traditionele en nieuwe toepassingen. Het bedrijf is wereldwijd actief en stelt ongeveer 11,000 mensen tewerk.

Wat een dag voor de Mortselse beeldvormingsgroep. Het aandeel opende onmiddellijk na het luiden van de slotbel 8% hoger, maar kort na de middag milderde die winst tot pakweg 4%. Het vuur werd aan de lont gestoken door Bloomberg, dat gisterenavond de interesse van het beursgenoteerde CompuGroup Medical in Agfa wereldkundig maakt. CompuGroup heeft een marktwaarde van 1,9 miljard euro, terwijl Agfa zo'n 620 miljoen euro waard is.

Agfa wekt Duitse interesse op (herberekend naar bedrijf)



Source: Thomson Reuters Datastream

Dat nieuws werd voorbeurs ook bevestigd door Agfa zelf: de Duitse producent van software voor de gezondheidszorg overweegt namelijk een volledige overname van Agfa door middel van een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod. Animo in de marktenzalen,

want er werden al een massaal aantal aandelen verhandeld. Kopers en verkopers, want lang niet voor iedereen lijkt een bod een uitgemaakte zaak.

Het waarom achter die onzekerheid duiden we graag voor u, maar verklappen alvast dat de markt niet van mening is dat zo'n overname onafwendbaar is. Of tenminste al zeker niet vanzelfsprekend!

Healthcare + Graphics = Agfa

Om de beginnen geven we graag mee dat Agfa één van die bedrijven is die wat moeilijk te waarderen is, want het bedrijf is niet meer wat het geweest is. Agfa-Gevaert heeft de tijd van de filmrolletjes al lang achter zich gelaten, maar draagt toch nog een stuk van de erfenis met zich mee.

Vandaag steunt de groep op twee grote pijlers, aangevuld met een derde en kleinere.

1. Agfa Graphics (50% van de omzet)
2. Agfa Healthcare (43% van de omzet)
3. Specialty Products (7% van de omzet)

Operationele logica

Overduidelijk is dat de interesse in Agfa ingegeven is door de vaststelling dat ziekenhuizen meer uitgeven aan technologie. Agfa Healthcare is al langer dan gisteren tot die conclusie gekomen en groeide doorheen de jaren uit tot een volwaardige en snel groeiende speler in dit segment uit. De oplossingen zijn gericht op ziekenhuizen en laten de link toe met de dokters. De CompuGroup is in datzelfde medische segment actief in oplossing die de dokters verbinden met de patienten. Zelfde visie, op elkaar aansluitbare producten en dus potentiële synergievoordelen.

Maar die operationele logica gaat natuurlijk niet op voor de grafische activiteiten van Agfa, waarvan CompuGroup geen kaas gegeten heeft. Dat is op zich geen probleem, maar het lijkt aannemelijk dat deze divisie niet meteen in het lange termijn plaatje van een "fusiegroep" past. Behoeft dus duidelijkheid, maar aangezien er interesse voor een overnamebod getoond werd mogen we aannemen dat dit geen struikelblok is voor CompuGroup Medical.

Compugroup lonkt naar Mortsels icoon

(herberekend naar bedrijf)



Source: Thomson Reuters Datastream

Pensioenlasten

De echte vraag lijkt er dus in te bestaan wat CompuGroup van plan is met de 1,25 miljard euro uitstaande pensioenverplichtingen. Daarvan dient elk jaar, en dat nog voor een aanzienlijke periode, een deel betaald te worden.

De uitstroom van pensioengelden bedroegen in het boekjaar 2015 vlot 80 miljoen euro (waarvan 26 miljoen euro voor de huidige medewerkers en 54 miljoen euro voor ex-medewerkers). Voor het boekjaar 2014 bedroeg dat cijfer 86 miljoen euro (20 miljoen euro voor huidige medewerkers en 66 miljoen euro voor ex-medewerkers) terwijl het op het einde van het boekjaar 2016 74 miljoen euro zou moeten zijn (23 miljoen euro voor huidige medewerkers, dus pensioenkosten in EBIT, en 51 miljoen euro voor ex-medewerkers). De lage rente maakt dat gegeven nog wat erger, want een renteverlaging van 0,25% zal een bijkomende impact hebben van ongeveer 80 miljoen euro. Na de recente renteverlaging sinds eind 2015 gaat KBC Securities uit van een negatieve impact van 150 miljoen euro in het boekjaar 2016.

Het is niet denkbaar dat CompuGroup Medical deze verplichtingen zomaar gaat overnemen. Maar niettemin toonden ze hun interesse, dus er zou wel eens een plan kunnen zijn. Idealiter slaagt de groep in wat Afga niet lukte : deze verplichtingen volledig verkopen aan een verzekeraar, maar dat is natuurlijk makkelijk gezegd dan gedaan. De verplichtingen moeten namelijk betaald, niet geïncasseerd worden.

Koersreactie en conclusie

De twee kernvragen zijn wat CompuGroup van plan is met Agfa Graphics en hoe de 1,25 miljard euro uitstaande pensioenverplichtingen in de mix kunnen worden gegooid. Dat lijkt niet evident, maar zal wel moeten worden uitgeklaard alvorens een concreet bod op de tafel kan worden gegooid. Dat is er voor alle duidelijkheid nog niet, want verder dan "concrete interesse om alle uitstaande aandelen te verwerven" ging het deze ochtend niet. Daarvoor zal naast een antwoord op voornoemde kwesties ook nog een diep inzicht in de boeken ("due diligence") voorzien gegeven worden.

Het beleggersoptimisme dat we in het begin van de handelsdag (+8%) zagen, maakte geleidelijk aan plaats voor realisme (+4%). Dat wil niet zeggen dat een concreet bod onmogelijk is, maar wel dat er op voorhand heel wat uitgeklaard zal dienen te worden.

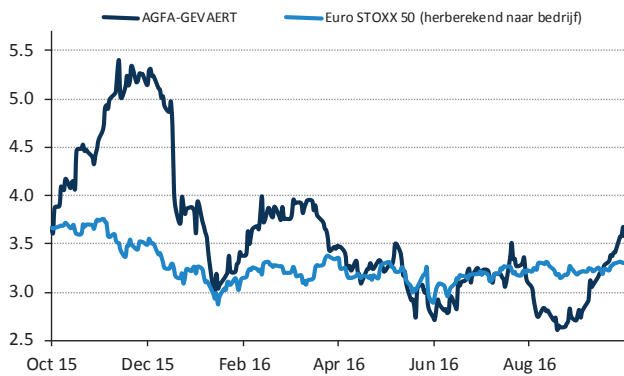
Beleggers die van mening zijn dat die onzekerheden uit de weg geruimd kunnen worden, kunnen de huidige niveaus dus zeker als een instapmoment beschouwen, klinkt het bij KBC Securities. Maar ook als u niet van mening bent dat er een daadwerkelijk bod zal worden gelanceerd, heeft Agfa zo zijn charmes.

We schreven er naar aanleiding van een recent bedrijfsbezoek al een uitgebreide nota over. De kernboodschap was dat dat 2015 en 2016 getekend werden door een nieuwe economische groeivertraging in verschillende markten, maar dat Agfa er toch in slaagde in om de erosie op het niveau van de omzet een halt toe te roepen. De omzet groeide zelfs opnieuw dankzij de zwakkere euro, maar ook door de vooruitgang in de groeidivisies. Agfa haalde tevens de andere doestellingen die het voor zichzelf had uitgestippeld. Vooral dankzij de verbetering van de bruto winstmarge slaagde Agfa er in om de REBITDA-marge dichter bij de kaap van 10% te brengen en maakt zich sterk dat dit in 2016 ook zal lukken.

Voor wie de case van KBC Securities kort samengevat wil zien raden we enkele educatieve videominuten aan.

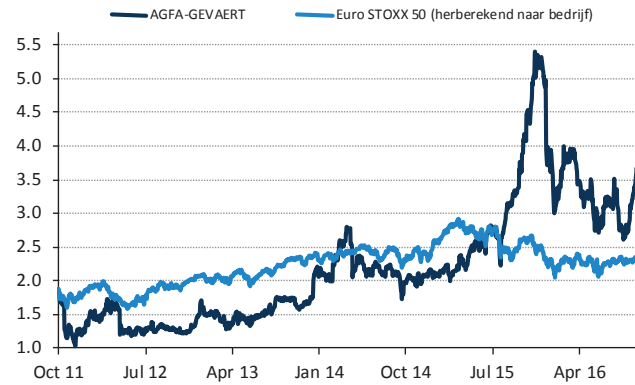


KOERSVERLOOP AGFA-GEVAERT (1 JAAR)



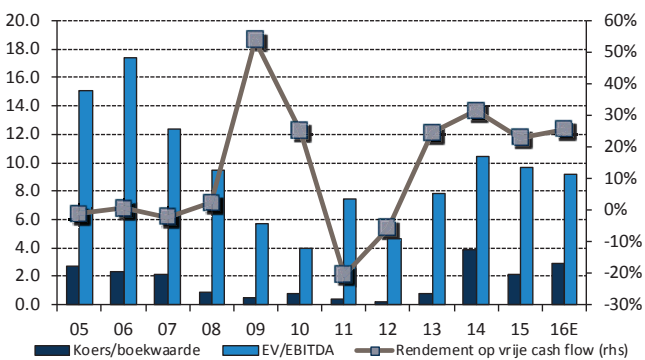
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP AGFA-GEVAERT (5 JAAR)



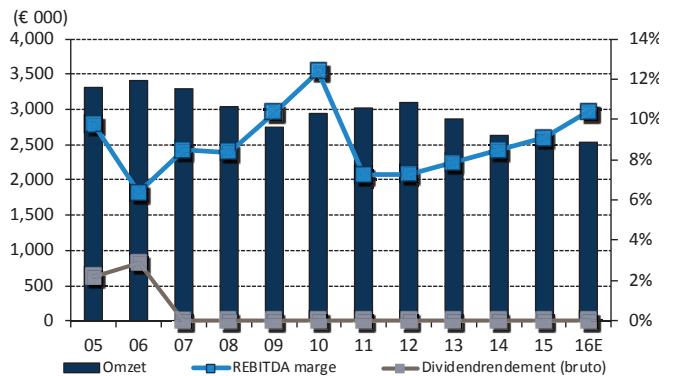
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Agfa



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Agfa



Bron: KBC Securities

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing..

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.