



Fagron

Licht aan het einde van de tunnel in zicht

Fagron	Advies	HOUDEN	Huidige koers	6.95 EUR
	Naam analist	Michaël Vlemmix	Koersdoel	8 EUR
	ISIN code	BE0003874915	Opwaarts potentieel	15.1%
	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0.52	-6.42	0.03	0.13
% groei j/j	-150.6%	-	-100.5%	338.3%
Koerswinst ratio	13.3x	-	230.9x	52.7x
Bruto dividend (EUR)	1.00	0.00	0.00	0.00
% groei j/j	38.9%	-	-	-
Dividendrendement (%)	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%

Fagron's strategie is gebaseerd op de optimalisatie en innovatie van magistrale bereidingen. Als een R&D-gedreven farmaceutische leverancier wil Fagron het therapeutisch gebied van de voorschrijver verbreden met patiëntspecifieke farmaceutische zorg. Via zijn activiteiten ondersteunt Fagron de unieke meerwaarde van de apotheker.

Fagron rapporteerde vandaag een bijzonder geanticiperde set van kwartaalcijfers en trakteert zichzelf daarmee op een verlies van 2,2%. Niet onlogisch, want er blijven nogal wat onzekerheden en meer nog dan dat, onderwerpen beleggers na al hetgeen er vorig jaar gebeurd is elke komma en elk vraagteken aan het nodige onderzoek.



Dat deden we zelf ook, samen KBC Securities analist Michaël Vlemmix. De uitkomst van dat onderonsje kunnen we al deels verklappen: Fagron blijft een moeilijk aandeel om zomaar even in een bepaald vakje te klasseren, maar Michaël ontwaart eerder groeischeuten dan potentiële nieuwe valkuilen.

Halfjaarcijfers

Eerst de cijfers over de eerste jaarhelft zelf. De omzet daalde met 3,1% tot 210,2 miljoen euro en dat was iets onder de consensusverwachting van 213,3 miljoen euro. Te noteren valt dat de omzet overal steeg, behalve in de VS omdat daar een afdeling van de hand werd gedaan.

De recurrente bedrijfskasstroom (REBITDA) van 45,6 miljoen euro klopte de verwachting van 44,5 miljoen euro dan weer wel. Het cijfer lag 21,4% lager dan een jaar eerder, maar deed dus wel beter dan gedacht. Dat geldt ook voor marge, die daalde van 26,7% in dezelfde periode van het jaar tot 21,7%, maar het zette daarmee de analisten wel een neus. Fagron slaagt er met andere woorden in om de operationele kosten zodanig goed onder controle te houden dat een omzetsdaling kan worden opgevangen.

Winst- en verliesrekening (x € 1.000)	S1 2016	S1 2015	Evolutie
Netto-omzet	210.237	216.997	-3,1%
Brutomarge	133.488	136.815	-2,4%
<i>Als % van de netto-omzet</i>	<i>63,5%</i>	<i>63,0%</i>	
Operationele kosten	-87.917	-78.873	+11,5%
<i>Als % van de netto-omzet</i>	<i>41,8%</i>	<i>36,3%</i>	
EBITDA voor niet-recurrent resultaat	45.571	57.942	-21,4%
<i>Als % van de netto-omzet</i>	<i>21,7%</i>	<i>26,7%</i>	
Niet-recurrent resultaat	-1.674	-2.518	-33,5%
EBITDA	43.897	55.424	-20,8%
<i>Als % van de netto-omzet</i>	<i>20,9%</i>	<i>25,5%</i>	
Afschrijvingen en waardeverminderingen	-10.036	-7.902	+27,0%
EBIT	33.861	47.523	-28,7%
<i>Als % van de netto-omzet</i>	<i>16,1%</i>	<i>21,9%</i>	
Financieel resultaat, excl. herwaardering financiële derivaten	-11.677	-14.773	-21,0%
Herwaardering financiële derivaten	1.296	495	+161,8%
Winst vóór belastingen	23.480	33.245	-29,4%
Belastingen	-6.899	-10.573	-34,7%
Nettowinst uit voortgezette bedrijfsactiviteiten	16.582	22.673	-26,9%
Resultaat beëindigde bedrijfsactiviteiten	-536	4.925	-110,9%
Recurrente nettowinst ⁵	13.496	26.072	-48,2%
Nettowinst per aandeel uit voortgezette bedrijfsactiviteiten (€)	0,44	0,72	-38,9%
Recurrente nettowinst per aandeel (€)	0,37	0,84	-56,5%
Gemiddeld aantal uitstaande aandelen	36.937.855	30.909.841	+19,5%

Per divisie zien de resultaten er als volgt

- **Fagron Trademarks:** de omzet daalde in het eerste semester van 2016 met 1,9% naar 25,1 miljoen euro, al zou dat zonder de nadelige wisselkoerseffecten een groei van 9,7% geweest zijn. De REBITDA is in het eerste semester van 2016 met 12,4% gedaald naar € 8,0 miljoen of 31,8% van de omzet.

KBC Securities stipt aan dat de cijfers vooral in Europa en in Brazilië sterk waren, maar dat dat bij die tweede alweer goeddeels opgegeten werd door een verdere verzwakking van de Braziliaanse real. Ook speelde een wijziging in de manier waarop de terugbetalingen geregeld worden een negatieve rol.

- **Fagron Specialty Pharma Services (FSPS):** de omzet steeg met 13,4% (+14,3% tegen constante wisselkoersen) naar 74,2 miljoen euro. Op organische basis steeg de omzet 4,0%, terwijl de bedrijfswinst in dit segment met 12,3% daalde naar 15,8 miljoen euro (marge van 21,2%)

De gerapporteerde groei lag onder de verwachtingen van Michaël. Te onthouden valt dat er een dubbelcijferige autonome groei in de VS werd opgetekend, maar dat het verschil tussen realiteit en verwachting verklaard werd door het verlies van een deel van het sales team (omwille van Bellevue Farmacie en de verkoop van een kleine fabriek in Marseille). Dat team zou weer volledig up and running moeten zijn tegen het vierde kwartaal van 2016. Ook de Wichita-fabriek bleef niet onopgemerkt, want die draaide een kleiner dan verwachte omzet omdat het nog niet alle goedkeuringen kreeg. Dat zijn procedurele elementen die naar verwachting tegen het eerste kwartaal van 2017 volledig van de baan zouden moeten zijn.

- **Essentials:** de omzet daalde met 11,7% [-5,2% tegen constante wisselkoersen] naar 106,4 miljoen euro, wat op organische basis (dus zonder overnames) een krimp van 14,1% was. Door die daling daalde de REBITDA in het eerste semester met 29,6% naar 21,0 miljoen euro.

Ook hier blijkt een verandering in de manier van terugbetaling wat roet in het eten gegooid te hebben, vooral op het niveau van Freedom Pharmaceuticals. De meeste autonome groei werd opgetekend in Europa en Brazilië, al werd die laatste ook hier negatief beïnvloed door de daling van de real.

- **HL Technology:** Dit segment richt zich op het ontwikkelen en introduceren van innovatieve precisiecomponenten voor de dentale en medische orthopedische industrie. Het draaide in het eerste semester een omzet van 4,6 miljoen euro, een daling van 17,1% op jaarbasis. Ook de REBITDA daalt en wel met 20,1% tot 0,9 miljoen euro.

(x 1.000 euro)	Fagron Specialty Pharma Services	Fagron Trademarks	Fagron Essentials	Fagron Total	HL Technology	Total
Totale omzet	74.192	25.073	107.764	207.029	4.559	211.588
Omzet tussen de segmenten			1.351	1.351		1.351
Omzet	74.192	25.073	106.413	205.678	4.559	210.237
Bedrijfswinst	7.445	5.102	21.766	34.313	(453)	33.861
Financieel resultaat						(10.381)
Winst voor						23.480
Belastingen op het resultaat						6.899
Nettoresultaat						16.582

Schuldpositie

Dankzij de kapitaalsverhoging kwam de nettoschuld neer op 301 miljoen euro. De verhouding tussen de nettoschuld en de REBITDA ligt daarmee nog steeds op een hoog niveau (3,4x), ondanks de kapitaalverhoging. Maar de generatie van vrije cash flow laat toe om dit cijfer in de toekomst naar beneden te krijgen en onder controle te houden.

Ook geruststellend is dat deze 3,4x binnen de met de banken afgesproken convenanten ligt. Ja, die worden door de tijd wel strenger (zoals onderstaande tabel laat zien), maar analist Michaël Vlemmix maakt zich sterk dat dat voor beleggers geen groot zorgpunt is. "Fagron heeft voldoende tijd om rustig zijn schuld verder af te bouwen." En daarbovenop zit Fagron nu al in lijn met de doelstellingen van juni 2018.

Test period	Financial covenants	
	Net financial debt / REBITDA	REBITDA / net interest charges
31 December 2016	Max. 5.02x	Min. 1.81x
30 June 2017	Max. 4.60x	Min. 1.98x
31 December 2017	Max. 4.09x	Min. 2.32x
30 June 2018	Max. 3.60x	Min. 2.80x
After 30 June 2018	Max. 3.25x	Min. 4.00x

Vooruitzichten

Voor heel 2016 mikt Fagron op een omzet van minstens 415 miljoen euro en een REBITDA tussen 85 en 95 miljoen euro. In 2015 bedroeg de REBITDA nog 106,5 miljoen euro. Het is spijtig dat we nog geen vooruitzichten kregen voor 2017, want dat is toch iets waar de markt en de analisten op zitten te wachten.

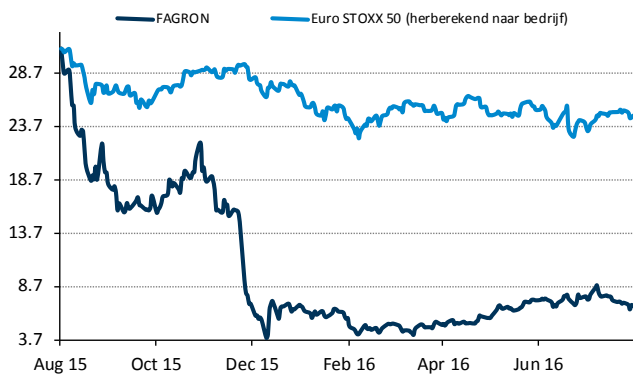
Conclusie

KBC Securities-analist Michaël onthoudt dat de winstgevendheid boven de verwachtingen uitkwam en dat dat bewijst dat de operationele kosten netjes onder controle worden gehouden. Dat de algemene omzet iets lager dan verwacht was, doet daar niet meteen afbreuk aan. Hij was er namelijk net zoals de rest van de analisten op het aandeel van overtuigd dat de cijferset niet bepaald van Miss België-esthetiek ging zijn.

Wat telt, is dat Fagron duidelijk werkt aan het herstel na al het tumult dat er rond het bedrijf geweest is en we denken dat dit herstel daadwerkelijk is ingezet. De marges bewijzen dat namelijk. Maar gezien de nog steeds hoge schuldgraad (al vormt dat niet meteen een probleem) en de onduidelijkheid over de markt in de VS (vooral dan op juridisch vlak) is de huidige waardering volgens KBC Securities correct.

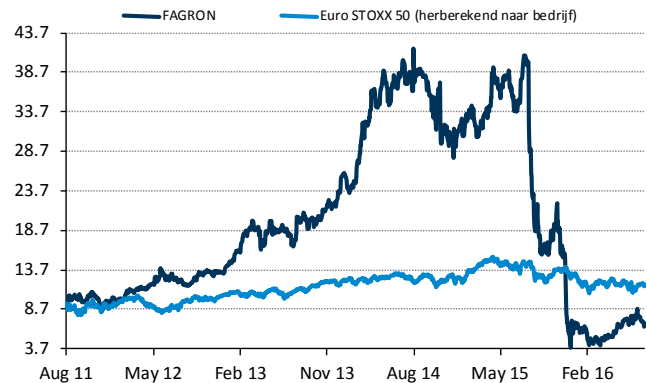
“Bijhouden”, klinkt het, al wordt er aan toegevoegd dat beleggers met een investeringshorizon op langere termijn ook door een veel positievere bril zouden kunnen kijken. Als de turnaround effectief wordt bevestigd door de cijfers, kan er nog heel wat meer uit de kast gehaald komen. Zo bijvoorbeeld kunnen de huidige onzekerheden over de vordering van AnazaoHealth (waarvoor geen voorziening werd aangelegd) en het recente FBI-onderzoek naar MedHealth Rx (een dochteronderneming van Freedom Pharma waar Fagron geen belang in had) ook netjes opgelost geraken. Eens dat zo is, zal de focus komen te liggen op de activiteiten zelf en op de toenemende winstgevendheid. Dat zal gestuurd worden door de volledig operationeel geworden steriele compounding faciliteit in Wichita. Ja, er is licht aan het einde van de tunnel in zicht en het tij kan weer keren, maar dan wel op middellange termijn.

KOERSVERLOOP FAGRON (1 JAAR)



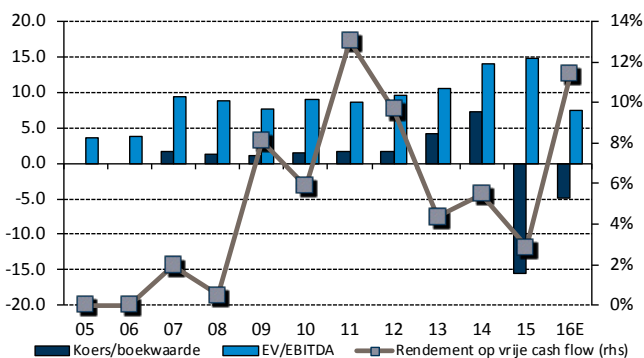
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP FAGRON (5 JAAR)



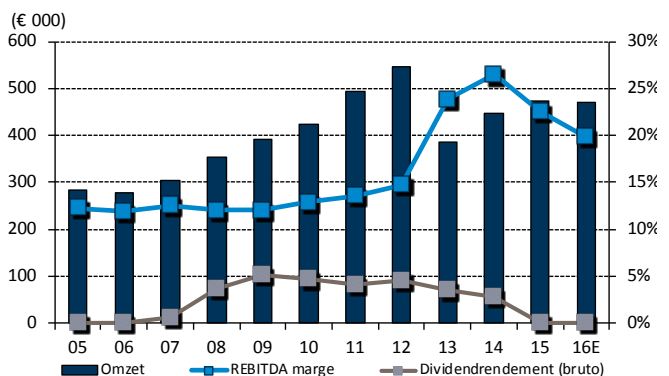
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Fagron



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Fagron



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.