



Bolero

TOPIC: Smartphoto Group



# Smartphoto Group

## Picture Perfect

**E**lke zichzelf respecterend fotograaf weet hoe belangrijk focus is wanneer een beeld op de gevoelige plaat moet worden vastgelegd. Voor bedrijven is dat niet anders wanneer ze hun strategie en visie vast leggen.

Bij Smartphoto dreigde het enkele jaren geleden, toen nog onder de vlag van Spector, fout te lopen. Een snel veranderende markt en de timing van enkele ambitieuze overnames staken stokken in de wielen. Maar ondertussen werd alles op een rij gezet en timmert de groep naarstig verder aan de toekomst.

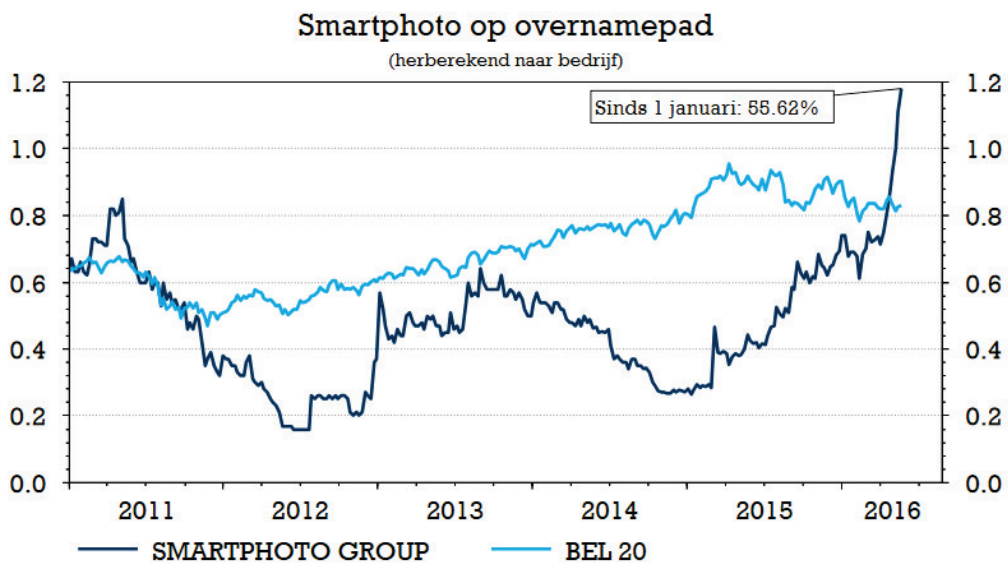
## 6 Vragen aan... Stef De corte

Deze week gingen we op bezoek bij Smartphoto Group. CEO Stef De corte geeft in 6 vragen een blik achter de schermen van deze beursgenoteerde speler in o.a. gepersonaliseerd fotomateriaal. Hoe kijkt hij naar de toekomst nu digitaal analoog definitief verdrongen heeft? Is concurrentiedruk de grootste bedreiging en hoe moet de recente overname in Nederland geïnterpreteerd worden? Moet het beste nog komen?



### In een notendop

Een stukje geschiedenis. Smartphoto Group zoals we die vandaag kennen werd in 2011 in de steigers gezet toen ExtraFilm en Spector samensmolten tot Smartphoto en Spector Photo Group twee jaar later herdoopt werd tot Smartphoto Group. De naamsverandering was het orgelpunt van een verhaal dat in 1964 in Wetteren begon en een opeenvolging werd van externe groei via de overname van onder meer Tecnocrome, ExtraFilm, Photo Hall en Maxicolor.



Belangrijk in de geschiedenis van de groep was de overname van het Duitse Photo Porst dat niet volgens verwachting presteerde, waarop stevige afschrijvingen werden geboekt en dat uiteindelijk in 2001 ook weer werd verkocht. Het heeft enkele jaren geduurd voor de wonden - die Photo Porst in de resultaten en balans van Spector heeft geslagen - waren geheeld.

De Smartphoto Group die vandaag op de koerstabelen op Euronext Brussel staat is in weinig nog te vergelijken met de Spector Photo Group van destijds, behalve dan dat de kern van de activiteiten nog steeds de foto is.

Smartphoto Group is vandaag actief in 14 Europese landen en biedt producten en diensten aan voor particuliere klanten en bedrijven. Die laatste worden trouwens nog steeds onder de merknaam Spector bediend.

Kernlanden in het universum van Smartphoto Group zijn tot dusver België, Zwitserland, Zweden en Frankrijk. Iets minder de helft van de omzet, 14 miljoen op een totaal van 34 miljoen in 2015, wordt in België gerealiseerd.



(Bron: jaarverslag 2015 Smartphoto)

De producten en diensten van SmartPhoto laten zich eenvoudig samenvatten. Klanten kunnen via een e-commerce platform hun foto's door de groep laten bewerken en laten afdrukken. Zich bewust van het veranderende gedragspatroon van klanten, die steeds meer foto's digitaal bewaren en minder voor een klassieke afdruk kiezen, veranderde de groep enkele jaren geleden het geweer van schouder en stelde een breed assortiment samen van producten waarop foto's kunnen worden afgedrukt.

Initieel begon het met fotoboeken en fotokalenders, maar ondertussen is blijkbaar niks te gek genoeg om er een foto op te laten zetten. Vandaag heeft de groep naar eigen zeggen 250 verschillende producten beschikbaar op de website die binnen maximum 48 uur worden geproduceerd en drie dagen later bij de klant afgeleverd worden. Jaarlijks worden 1,5 miljoen pakjes verstuurd.



Begin dit jaar lanceerde Smartphoto trouwens een nieuw initiatief: Beaublue.be. Via dit platform biedt de groep all-in-one feestboxen aan met gepersonaliseerde ingrediënten voor een feest of een speciale gelegenheid. De transitie van het klassieke afdrukmodel via een netwerk van fotografiewinkels naar het digitale model heeft de groep ondertussen achter de rug en in de vingers. Dat blijkt ook uit de resultaten.

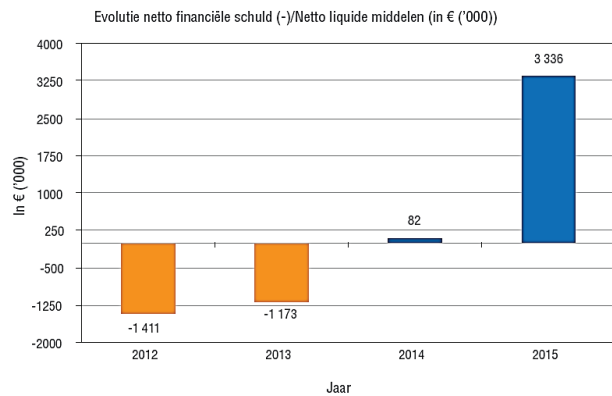
## Jaarcijfers

Smartphoto publiceerde in maart een mooi jaarrapport. De omzet steeg van 32,6 naar 34,2 miljoen euro terwijl op 32,3 miljoen euro was gerekend. Omzetgroei dus, maar volgens de groep afgeremd door een forse daling van de inkomsten uit analoge en digitale fotodivisie, terwijl de foto gerelateerde producten een stevige groei lieten zien. Deze laatste leveren evenwel een hogere marge op, wat zich liet voelen op het niveau van de rendabiliteit.

Volgehouden kostencontrole leverden daar bovenop een mooie klim van de EBITDA op van 2,3 naar 4,2 miljoen euro. De bedrijfswinst ging van 0,8 naar 2,4 miljoen euro. KBC Securities had op respectievelijk 3,2 en 1,7 miljoen euro gerekend.

De financiële kosten bleven stabiel en de belastingen stegen van 0,2 naar 0,4 miljoen euro wat zich in een groei van de nettowinst vertaalde van 0,16 naar 1,56 miljoen euro. Er was slechts op 1 miljoen euro gerekend.

Smartphoto genereerde dus flink wat cash in het voorbije boekjaar en dat leverde een netto financiële kaspositie op van 3,33 miljoen euro.



(Bron: jaarverslag 2015 Smartphoto)

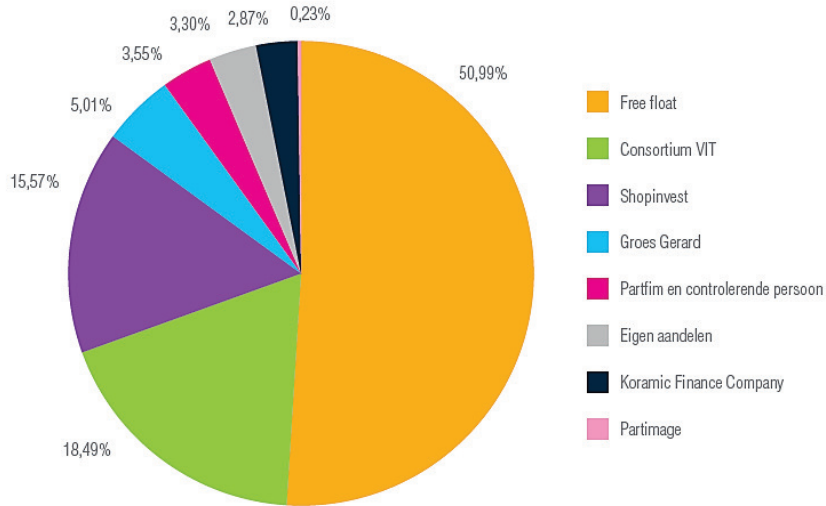
## Overname

Die kaspositie werd onlangs aan het werk gezet. Na jaren van volgehouden kostencontrole en een duidelijke strategische focus lijkt de groep klaar voor een nieuwe belangrijke stap richting externe groei. En die richting werd Nederland. De groep legt voor 1,67 miljoen euro in contanten en 3 miljoen euro in aandelen de hand op het Webprint International die met een bijdrage van 12 miljoen euro de totale omzet van Smartphoto met een derde zal opkrikken.

Interessant met het oog op de realisatie van synergievoordelen is het feit dat Webprint in 2014 de webwinkel Kaartwereld overnam, een online platform waarbij klanten gepersonaliseerde wenskaarten kunnen maken. De kaarten kunnen nog op dezelfde dag verzonden worden. Een totaal andere activiteit is het kleinere Porters.nl dat onderdeel is van Webprint International en waarbij klanten uit een collectie van meer dan 25.000 afbeelding een keuze kan maken om posters af te drukken.



Voor de financiering van de operatie vroeg Smartphoto onlangs aan de aandeelhouders groen licht voor de creatie van 2,8 miljoen nieuwe aandelen. Smartphoto heeft ook nog een potje met 1,2 miljoen eigen aandelen dat het volledig zal aanspreken. Na de operatie heeft de verkoper van Webprint International een belang van 10,15% in de Belgische groep.



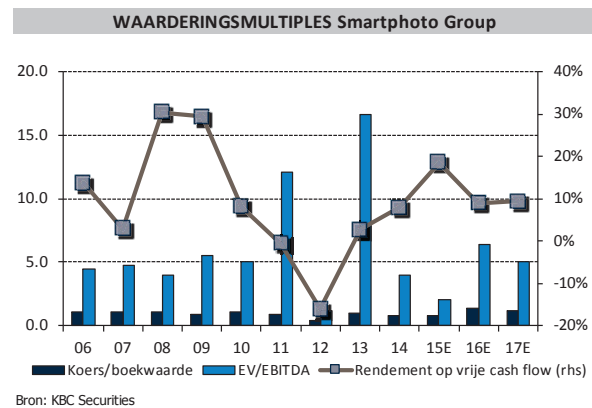
(Bron: jaarverslag 2015 Smartphoto)

## Waardering

Op de beurs gooide Smartphoto sinds begin 2015 bijzonder hoge ogen. De koers van het aandeel veerde immers op van zo'n 0,278 cent in januari 2015 tot 1,1 euro vandaag. Aangezien die stijging natuurlijk niet gevolgd kon worden door de winstgevendheid is de waardering vanzelfspreken niet meer zo interessant. Het koersdoel van KBC Securities (1,1 euro) laat alleszins geen opwaarts potentieel meer toe, maar een nadere blik brengt daar toch enige nuance in. Vandaag betaalt u 1,33 keer de boekwaarde voor 2016, maar de verwachting van een aanhoudend snelle groei en aanzienlijke vrije kasstromen zou die ratio in 2017 en 2018 naar 1,15x en 0,98x moeten brengen. Zo'n evolutie is typisch voor bedrijven die zich in een groeispurt bevinden, wat ook zichtbaar wordt in de EV/EBITDA verhouding.

Op basis van de huidige schattingen bevindt die zich voor 2016 op 6,23x, maar dat zou in 2017 al moeten dalen naar 4,86 en tegen 2018 naar 4,37x. En dat is laag, want een vuistregel zegt dat bedrijven met een normale groei zelfs tot 8x mogen noteren. Waarom is dit zo en waarom lijkt de markt niet bereid te zijn om dergelijke "normale" multiples te willen betalen. Dat heeft alles te maken met de winst- en verliesrekening van Smartphoto, waar

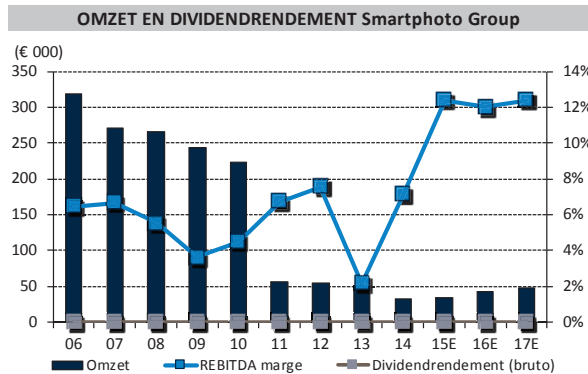
nogal wat afschrijvingen in verwerkt moeten worden. De nettowinst wordt met andere woorden gedrukt door boekhoudkundige verplichtingen, maar die vreten op geen enkele manier cash. En die cash is nu al hoog, stijgend en zichtbaar in de EV/EBITDA multiple.



Bron: KBC Securities

Logischerwijs is deze indicator daarom een belangrijk groen licht voor aandeelhouders, maar dan enkel als de gegenereerde cash ook daadwerkelijk in het bedrijf blijft en niet wegglijdt onder de vorm van bijvoorbeeld werkkapitaal, dure overnames of kapitaalsinvesteringen.

Om dat te weten te komen kijken we graag naar het zogenaamde rendement op vrije cash flows (free cash flow yield). De verhouding tussen die cash flows en de beurskoers bedraagt bij Smartphoto 9,1%, 9,5% en 8% voor 2016, 2017 en 2018. Indien er niets verandert aan de toekomstige cash flows, zou het dus ongeveer 11 jaar (1/9,1%) duren eer het bedrijf uw investering vanzelf terugverdiende. En u dus ook. Een rendement op vrije cash flow van rond 10% is aantrekkelijk.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Als we de koersboekwaarde, de EV/EBITDA multiple en het rendement op vrije cash flow bij elkaar tellen, is de conclusie dat er in Smartphoto nog heel wat waarde zit, ondanks de recente koersrally. Het zal misschien wel wat tijd vragen om deze waarde ook effectief te zien, maar zo'n tijd dient u als volleerd belegger te maken. En wie weet wat de tijd brengt? Meer overnames van het kaliber van Webprint? Striktere kostencontrole waardoor de huidige schattingen té conservatief blijken. Of komt er in afwachting van die waarde net een concurrent met diepere zakken en grotere marketingbudgetten roet in het Wetterse eten strooien?

## Conclusie

Smartphoto Group	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	1.15 EUR
	Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	1.1 EUR
	ISIN code	BE0003663748	Opwaarts potentieel	-4.3%
<b>Winst per aandeel (EUR)</b>	2014	2015A	2016E	2017E
	0.00	0.04	0.06	0.07
% groei j/j	-107.8%	885.6%	33.1%	22.2%
Koerswinst ratio	258.4x	26.2x	19.7x	16.1x
<b>Bruto dividend (EUR)</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
% groei j/j	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Smartphoto leverde volgens KBC Securities-analist Guy Sips veelbelovende resultaten af en ook 2016 dient zich veelbelovend aan door een te verwachten stijging van de foto gerelateerde producten.

Daarnaast zet Smartphoto met de overname van Webprint in Nederland zijn Europese ambities in de verf. 90% van de omzet van Webprint wordt immer op de thuismarkt gerealiseerd, terwijl Smartphoto vandaag nauwelijks actief is bij onze noorderburen. Positief zijn bovendien de te verwachten synergievoordelen op het niveau van de kosten. In de nasleep van de aangekondigde overname en de financiering ervan sleutelde de KBC Securities-analist aan zijn model en bekwam uiteindelijk een koersdoel van 1,1 euro.

### 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](http://www.kbcam.be/aandelen) en de "Disclosures" op [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.be/disclosures](http://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.