



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

KINEPOLIS

19 januari 2016

Koers	37,50
Aantal aandelen (m)	27,91
Marktkapitalisatie (m)	1047

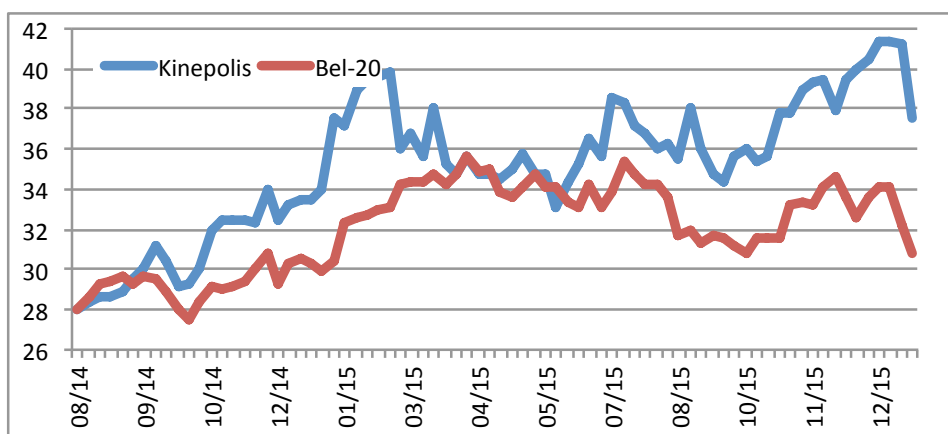
Eigen vermogen FY14	104,7
Netto fin. schuld FY14	118,6

ROE '14	33,6%
ROCE '14	17,7%

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
Bedrijfsopbrengsten	239,170	253,704	254,505	245,980	262,619	287,900	321,600
Groei in %	3,4%	6,1%	0,3%	-3,3%	6,8%	9,6%	11,7%
EBIT	45,185	53,341	51,673	55,069	50,665	56,960	63,740
EBIT%	18,9%	21,0%	20,3%	22,4%	19,3%	19,8%	19,8%
EBITDA	67,996	74,562	72,252	75,006	71,303	80,660	88,640
EBITDA%	28,4%	29,4%	28,4%	30,5%	27,2%	28,0%	27,6%
Financieel resultaat	-5,153	-3,169	-5,859	-5,998	-4,295	-7,500	-8,000
Netto resultaat, deel groep	27,847	36,194	35,704	37,541	35,167	37,260	41,640

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
Winst per aandeel	0,84	1,11	1,28	1,43	1,39	1,49	1,66
Netto dividend	0,19	0,27	0,35	0,48	0,67	0,49	0,52
Koers/winstverhouding *	12,08	9,98	12,84	16,07	24,05	25,11	22,57
Dividendrendement *	1,9%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,3%	1,4%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2015E en 2016E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Kinepolis is op Europees vlak één van de grotere uitbaters van cinemacomplexen. Eind 2014 telde de groep 35 complexen in 6 landen met 398 zalen. Na een periode van exponentiële groei in de jaren 1995-2001 (van 92 zalen in 1995 tot 327 in 2002) zag de groep zich genoodzaakt om een aantal activa te gelde te maken teneinde de financiële schuld terug te dringen. Vanaf 2004 was er opnieuw financiële ruimte voor expansie met de opening van een derde complex in Spanje in Granada (15 zalen). In 2005 volgde de opening van Nancy (10 zalen). In 2006 volgde Brugge (8 zalen). In 2007 was Oostende (8 zalen) aan de beurt.

Vanaf 2008 brak terug een periode van consolidatie aan, waarin gewerkt werd aan het optimaliseren van de interne processen en van een verbetering van de financiële structuur. In 2014 werd opnieuw aangeknoopt met externe groei. Eerst nam het twee complexen over in Spanje uit een faillissement, later gevolgd door de overname van de Nederlandse bioscoopgroep Wolff. In dezelfde periode verwierf het ook het vastgoed van het bioscoopcomplex UGC Toison d'Or in Brussel dat 10 zalen omvat. Ook startte Kinepolis zelf met de bouw van 2 nieuwe complexen, een in Nederland en een in Frankrijk.

Een andere transactie met enige omvang betrof de overname van Utopolis. In een eerste fase worden de 9 bioscoopcomplexen buiten België in het Groothertogdom Luxemburg, Frankrijk en Nederland verworven. Voor de 4 Belgische moet Kinepolis wachten op toelating van de mededingingsautoriteit. Tot slot nam Kinepolis het bioscoopcomplex Mégaroyale te Lyon (F) in juli 2015 over, evenals een complex in Rouen (F) in januari 2016.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Halfjaarresultaten 2015

In de eerste helft van 2015 was het filmaanbod mager, maar dankzij de overnames in Spanje en Nederland kon Kinopolis de bezoekersaantallen met 11% doen stijgen tot 9,8 miljoen. Net zoals in het verleden slaagde de groep erin een hefboom te realiseren in die zin dat de omzet uit bioscooptickets 14,3% steeg en dat de in-theatre sales (jargon voor cola & popcorn) met 18,6% aangroeiden.

De omzet uit bedrijfsevenementen steeg 11,5%, de inkomsten uit het vastgoed namen sterk toe. De schermreclame in de eigen zalen daalde licht, de reclameregie voor België daarentegen liet een belangrijke omzetgroei optekenen. De omzet uit film distributie daarentegen daalde sterk. In totaal nam de omzet 13,1% toe tot 130,2 miljoen euro.

Doordat de kosten slechts 8,2% stegen, kon Kinopolis de EBITDA met 16,1% laten stijgen tot 34,77 miljoen euro. De bedrijfswinst of EBIT steeg dan weer 16,8%. Door een toename van de netto financiële schuld van 118,6 miljoen euro eind 2014 tot 153,7 miljoen euro eind juni 2015 stegen de financiële kosten in belangrijke mate. In de eerste helft van 2015 werden er belangrijke bedragen geïnvesteerd door de aankoop van het bioscoopgebouw in Enschede en de investeringen in een nieuw complex in Dordrecht (beiden in Nederland). Ook al in de loop van 2014 was de netto financiële schuld in zekere mate gestegen (van 88,1 miljoen euro eind 2013 naar 118,6 miljoen euro eind 2014) door de aankoop van de Nederlandse bioscoopgroep Wolff. In absolute cijfers viel het aankoopbedrag mee, in die zin dat er weinig vastgoed in de transactie vervat zat.

In de tabel hieronder geven we de opsplitsing van de prestaties per land weer. In deze tabel vallen vooral de groei in Spanje, alsook de eerste bijdrage van Nederland op.

(miljoen euro)	14H1	15H1	Δ 14/15
Bezoekers '000	8.827	9.799	11,0%
Omzet	115,101	130,2	13,1%
EBIT	20,204	23,598	16,8%
EBITDA	29,938	34,770	16,1%
EBITDA-marge	26,0%	26,7%	
Financieel resultaat	-2,648	-4,078	
Belastingen	-4,595	-5,168	
Nettowinst, deel groep	12,961	14,352	10,7%
Winst per aandeel	0,49	0,54	10,2%

	Bezoekersaantal (in '000)			Omzet in m euro			REBITDA in m euro		
	14H1	15H1	Δ 14/15	14H1	15H1	Δ 14/15	14H1	15H1	Δ 14/15
België	4.166	4.048	-2,8%	69,5	70,4	1,3%	17,2	18,1	5,0%
Frankrijk	3.064	3.015	-1,6%	29,6	29,7	0,5%	10,3	11,1	8,3%
Spanje	1.536	1.933	25,8%	14,1	18,1	28,0%	2,8	4,1	44,3%
Zwitserland/Polen	61	69	13,1%	1,9	2,4	23,1%	0,6	0,7	34,9%
Nederland	-	734	n.r.	-	9,6	n.r.	-	1,8	n.r.

Trading update derde kwartaal 2015

In het derde kwartaal zag Kinopolis het aantal bezoekers stijgen met 4,1% tot 4,9 miljoen. In België was er een beperkte stijging (+0,1%), in Frankrijk een lichte daling (-0,1%), in Zwitserland was de daling iets groter (-3,6%). Sterke groei was er daarentegen in Spanje (+16,5%) en Nederland (+17,8%) dankzij de acquisities.

Na 9 maanden komt het bezoekersaantal daarmee uit op 14,7 miljoen, 8,6% meer dan in 2014. Kinopolis meldt nog dat de totale opbrengsten sneller stijgen dan het aantal bezoekers door een hogere opbrengst per bezoeker. Tevens is er een stijging van de courante EBITDA.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Overnames in Spanje en in Frankrijk

In 2014 nam Kinopolis 2 cinemacomplexen (Madrid en Alicante) over in Spanje uit het faillissement van de groep Abaco Cinebox. Ze maken beide deel uit van een winkelcentrum, waardoor Kinopolis niet de eigendom verwerft van het vastgoed. Met de eigenaars van de sites werd een nieuw huurcontract afhankelijk van de bezoekersaantallen overeengekomen, in 2013 hadden deze complexen samen 926.000 bezoekers. Kinopolis betaalde 1,1 miljoen euro en heeft als ambitie om op termijn een EBITDA per bezoeker van 1 tot 1,5 euro te realiseren.

In juli 2015 verwierf Kinopolis het bioscoopcomplex Mégaroyale in het Franse Lyon. Het telt 12 zalen en heeft ongeveer 600.000 bezoekers op jaarbasis. In januari 2016 nam het eveneens een complex van UGC over, gelegen in een winkelcentrum (eigendom van Wereldhave) in het Normandische Rouen. Het cinemacomplex heeft 14 zalen met 2.500 zitplaatsen en verwelkomde 400.000 bezoekers in 2015.

Overname Wolff in Nederland

In juni 2014 nam Kinopolis de Nederlandse bioscoopgroep Wolff over. De groep baat 9 complexen uit en heeft nog 2 te bouwen projecten in de pijplijn. Wolff heeft haar vastgoed niet in eigendom, maar huurt het. In 2013 telde het 1,6 miljoen bezoekers en realiseerde het een EBITDA van 2,1 miljoen euro. Voor het project in Dordrecht (6 zalen, opening februari 2016) voorziet de groep 0,3 miljoen bezoekers, het project in Utrecht (opening begin 2017) is een megaplex met 14 zalen en moet op jaarbasis 1,25 miljoen bezoekers opleveren. Wel zal het bestaande complex in Utrecht dan gesloten worden.

De totale overnameprijs bedraagt 16,8 miljoen euro. Kinopolis zal zelf de nieuwe projecten financieren en het vastgoed in eigendom nemen. Hierbij komt nog een project van Kinopolis zelf (Breda, opening 3^e kwartaal 2016) dat moet toelaten om jaarlijks 3,5 miljoen bezoekers te ontvangen op termijn in Nederland.

Overname cinemacomplexen van Utopolis

In juli 2015 (afgerond begin november 2015) nam Kinopolis 9 bioscopen over van Utopolis. Het betreft deze gelegen in het Groothertogdom Luxemburg (3), Nederland (5) en Frankrijk (1). In 2014 ontvingen deze 9 complexen 2,3 miljoen bezoekers en realiseerden ze een omzet van 28,3 miljoen euro, de EBITDA bedroeg 4,9 miljoen euro. Van de meeste van haar complexen bezit Utopolis het vastgoed. Kinopolis wil ook de vier Belgische bioscopen van de groep over nemen, maar dit is onder voorbehoud van de goedkeuring door de Belgische Mededingingsautoriteit.

Overzicht van de acquisities in 2014 en 2015

Om de impact van de diverse investeringen in een financieel model te kunnen vertalen, liesten we de verschillende transacties eerst op in de juiste volgorde en met hun geschatte omzet. Dat het om belangrijke cijfers gaat, moet duidelijk zijn.

Jaar	Maand	Project	Aantal bezoekers m	Omzet in miljoen euro
2014	Juni	Complexen Madrid, Alicante	0,9	9,0
2014	Juli	Overname Wolff in Nederland	1,6	16,0
2015	Juli	Overname Mégaroy in Lyon (F)	0,6	6,0
2015	November	Overname Utopolis	2,3	28,3
2016	Januari	Overname Rouen (F)	0,4	3,8
2016	Februari	Opening Dordrecht (NL)	0,3	3,0
2016	Juli	Opening Breda (NL)	0,5	5,0
2017	Februari	Opening Utrecht (NL)	1,0	10,0
2017	Februari	Opening Brétigny (F)	0,5	5,0
TOTAAL			8,1	86,1

Qua aantal bezoekers verwachten we een toename van 35%, op omzetvlak zien we een toename van 33% tegenover de cijfers van 2014.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Deze verwachtingen hebben we dan omgezet naar verwachtingen per jaar en naar een EBITDA-schatting. In onze schattingen gaan we heel beperkt uit van stijgende marges en hogere bijdragen per bezoeker. In deze initiële fase hebben we de bezoekers van Utopolis in de verschillende landen nog niet geografisch uitgesplitst. Dit zal in een latere fase gebeuren.

Bezoekersaantallen in miljoen

	B	F	ES	NL	CH	Utop	TOTAAL
2014	9,00	6,20	3,60	0,80	0,10	0,00	19,69
2015E	9,25	6,45	4,05	1,50	0,12	0,20	21,57
2016E	9,10	6,85	4,00	2,00	0,12	2,30	24,37
2017E	9,15	7,40	4,00	3,25	0,12	2,40	26,32
2018E	9,20	7,55	4,00	3,50	0,12	2,40	26,77

Omzet in miljoen euro

	B	F	ES	NL	CH	Utop	TOTAAL
2014	155,20	60,50	33,00	9,90	4,00	0,00	262,60
2015E	159,10	63,86	38,60	19,70	4,20	2,47	287,92
2016E	156,52	68,16	38,24	26,30	4,10	28,29	321,61
2017E	157,38	73,63	38,24	42,84	4,10	29,52	345,71
2018E	158,24	75,50	38,24	46,27	4,15	29,57	351,97

EBITDA-marge

	B	F	ES	NL	CH	Utop	TOTAAL
2014	26,8%	36,7%	21,2%	22,2%	30,0%	0,0%	28,3%
2015E	26,5%	38,0%	22,8%	19,0%	30,0%	17,5%	28,0%
2016E	27,0%	36,9%	22,7%	22,6%	30,0%	19,0%	27,6%
2017E	27,1%	36,5%	22,9%	23,9%	30,0%	20,5%	27,7%
2018E	27,2%	37,2%	23,1%	25,4%	30,0%	21,5%	28,2%

EBITDA in miljoen euro

	B	F	ES	NL	CH	Utop	TOTAAL
2014	41,59	22,20	7,00	2,20	1,20	0,00	74,19
2015E	42,16	24,26	8,80	3,74	1,26	0,43	80,66
2016E	42,26	25,15	8,68	5,94	1,23	5,38	88,64
2017E	42,65	26,87	8,76	10,24	1,23	6,05	95,80
2018E	43,04	28,09	8,83	11,75	1,25	6,36	99,32

EBITDA/bezoeker

	B	F	ES	NL	CH	Utop
2015E	4,56	3,76	2,17	2,49	10,50	2,16
2016E	4,64	3,67	2,17	2,97	10,25	2,34
2017E	4,66	3,63	2,19	3,15	10,25	2,52
2018E	4,68	3,72	2,21	3,36	10,38	2,65

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Waardering

Traditioneel maken we een waardering op basis van de verwachte vrije cash flow voor het lopende jaar, zonder groei nadien. Die cash-flow verdisconteren we naar de eeuwigheid (minus de netto financiële schuld). Niet onbelangrijk is dat we geen te lage discontovoet gebruiken om ons koersdoel niet teveel op te blazen. Daar heeft niemand belang bij.

In het huidige geval dienen we rekening te houden met de lopende investeringen in nieuwe cinemacomplexen en met de consolidatie over 12 maanden van de overnames van 2016. In de loop van 2017 wordt de laatste (bekend gemaakte) investering in gebruik genomen, in 2018 zal deze over 12 maanden meetellen. We richten ons daarom naar de schatting van de vrije cash-flow van 2018, deze wordt dan verdisconteert naar de eeuwigheid en daar trekken we de geschatte netto financiële schuld van 2018 van af. Dat schuldencijfer is de resultante van de geplande investeringen tot 2017, de vervangingsinvesteringen, de vrije cash-flow en de impact van het positieve werkkapitaal.

Het getal dat we bereiken, zouden we naar vandaag moeten verdisconteren (-> 2 jaar, ongeveer 12% lager), maar dat doen we niet en houden dat cijfer aan als koersdoel voor 2018.

De basis van onze berekening is de geschatte EBITDA van 2018 van 99,3 miljoen euro, wat een EBITDA-marge van 28,2% impliceert. Deze ligt lager dan de schatting van andere beurshuizen. We gaan wel uit van geleidelijk toenemende marges op termijn, maar we moeten opmerken dat het gemiddelde van de voorbije jaren vanaf 2016 gedrukt wordt door de lagere marge van Utopolis en door de cinemacomplexen in gehuurd vastgoed (bv. in Nederland en Frankrijk).

We weerhouden ons ervan om een welbepaald cijfer als koersdoel voorop te stellen. In de plaats geven we een tabel waaruit de geïnteresseerde belegger zelf zijn koersdoel kan afleiden op basis van de parameters die hij zelf kiest (EBITDA of EBITDA-marge enerzijds, anderzijds de verdisconteringsvoet van 5,5%, 6% of 6,5%). We verbergen wel niet dat onze voorkeur uitgaat naar de combinatie van een EBITDA-marge van 28,2% met een verdisconteringsvoet van 6% (-> 32,20 euro in het gele vakje).

Tabel: Waardering met simulatie op basis van 2018 schattingen (in miljoen euro)

EBITDA	99,3	102,00	106,00	109,00	
EBITDA-marge	28,2%	29,0%	30,1%	31,0%	
Belasting à 28%	18,54	19,04	19,79	20,35	
Cash-flow na belasting	80,76	82,96	86,21	88,65	
Vervangingsinvesteringen	15,00	15,00	15,00	15,00	
Vrije cash-flow	65,76	67,96	71,21	73,65	
Netto financiële schuld	215	215	215	215	
Verdisconteerd min schuld	980,71	1020,64	1079,79	1124,15	5,5%
	881,07	917,67	971,89	1012,56	6,0%
	796,75	830,54	880,59	918,13	6,5%
Per aandeel	35,84	37,30	39,46	41,08	5,5%
	32,20	33,53	35,52	37,00	6,0%
	29,12	30,35	32,18	33,55	6,5%

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

Na 6 jaar van interne consolidatie en optimalisatie heeft Kinopolis terug aangeknoopt met interne en externe groei via een 9-tal investeringen/overnames. We vonden het wel nuttig om het winstpotentieel van deze operaties op te lijsten en te vertalen naar een waardering tegen het jaar 2018. We rekenen hierbij niet op een vergelijkbare groei (*like-for-like* in het jargon) van de bestaande cinemacomplexen of op een te sterke verbetering van hun rendabiliteit. De focus ligt op de nieuwe bioscoopcomplexen of op de overnames met hun bestaande marges en met een geleidelijke verbetering van die marges. We zijn hierbij behoedzaam te werk gegaan om geen te overdreven verwachtingen te creëren.

Aangezien de waardering van een aandeel onderhevig kan zijn aan verschillende parameters, kozen we ervoor om de impact van diverse parameters te berekenen en deze als dusdanig weer te geven. Aan de geïnteresseerde belegger staat het dan vrij om zijn scenario uit te kiezen en een bepaalde waardering te bekomen.

Het is wel duidelijk dat de huidige koers al heel wat positieve elementen weerspiegelt, waardoor het opwaarts koerspotentieel ten gevolge van de vandaag bekende transacties ons beperkt lijkt. Blijkbaar is de markt al bereid gevonden om vandaag een premie te betalen voor de groei na 2018, waar op zich niets verkeers mee is, maar wat de koers wel kwetsbaar maakt.

Ons voorzichtig koersdoel voor 2018 is dus 32,20 euro per aandeel, wat impliceert dat we vandaag al betalen voor de groei na 2018.

Gert De Measure

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.