



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Kinepolis: overzicht en halfjaarresultaten 2019 (27 augustus 2019)

Inleiding

Net zoals in september 2018 presenteren we de halfjaarcijfers van Kinepolis en plaatsen we deze in een ruimer kader, met name de evolutie van de voorbije jaren. Kinepolis heeft de voorbije jaren immers belangrijke acquisities verricht die het aanzicht en de omvang van de groep veranderd hebben. Kern van het verhaal is dat Kinepolis zijn succesvol concept toepast op de overgenomen bedrijven, met belangrijke winststijgingen tot gevolg.

Samenstelling van de groep

In 2014 werd de aftrap gegeven van een indrukwekkende overnamegolf. In dat jaar verwierf Kinepolis 2 Spaanse complexen uit een faillissement en nam het het Nederlandse Wolff over dat op dat ogenblik 9 complexen telde. In 2015 werd Utopolis ingelijfd (9 complexen in Luxemburg, Nederland en Frankrijk). Nadien volgden kleinere aankopen, alsook nieuwe openingen in Nederland en Frankrijk. De grootste slag sloeg Kinepolis in september 2017 met de overname van het Canadese Landmark Cinemas dat toen 44 complexen uitbaatte. In december 2018 tot slot verwierf het 2 complexen met 38 zalen in Spanje van de groep El Punt

In de tabel onder geven we een overzicht van het aantal complexen en bijhorend aantal zalen die Kinepolis eind juni 2019 bezat. Ter vergelijking geven we ook de situatie weer van eind juni 2013 om de expansie sindsdien beter te illustreren. In een aparte kolom vermelden we het aantal complexen dat de groep in bezit heeft en dus niet huurt. In een volgende fase zullen we zien dat dit een impact heeft op de marge die in de verschillende landen gerealiseerd wordt. Als aanvulling hierop kunnen we meegeven dat 54% van het totaal bezoekers in de eerste helft van 2019 een Kinepoliscomplex in volle eigendom bezocht heeft.

	Eind juni 2019			Eind juni 2013	
	# complexen	# in eigendom	# zalen	# complexen	# zalen
België	11	10	138	11	138
Frankrijk	12	9	141	7	87
Canada	44	9	317	0	0
Spanje	8	3	137	3	64
Nederland	17	11	121	0	0
Luxemburg	3	1	22	0	0
Zwitserland	1	1	8	1	8
Polen	1	1	18	1	20
Totaal	97	45	902	23	317

Naast de bestaande complexen heeft Kinepolis nog een pijplijn van 5 projecten (3 in Canada, een in Frankrijk en een in Nederland) met 36 zalen. Twee zullen nog in 2019 geopend worden, de andere 3 zijn gepland voor 2020. Het geschatte bezoekersaantal ervan komt uit op 1,8 miljoen.

Het Poolse complex wordt door Kinepolis verhuurd aan een andere uitbater, waardoor Polen niet voorkomt in de bezoekersaantallen.

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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

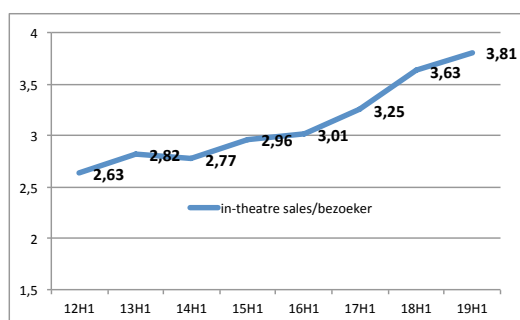
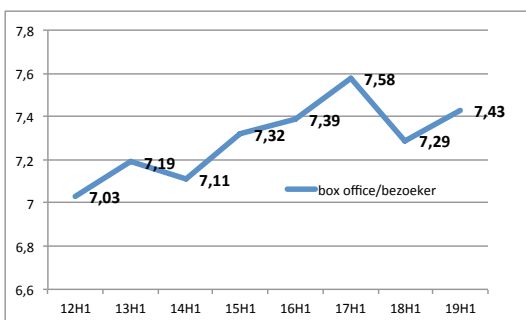


Bezoekersaantallen en omzet

Het businessmodel van Kinopolis bestaat erin zoveel mogelijk bezoekers aan te trekken. In de cinema markt in Europa en de V.S. geen groeimarkt, integendeel. Jaar na jaar daalt het aantal bezoekers. De bevolking geeft immers de voorkeur aan andere bestedingen en de demografie evolueert ongunstig. Een oplossing bestaat in de 'premiumisering' van de aangeboden diensten en in het verhogen van de omzet per bezoeker. Het aanbieden van alternatieve content (opera's, sportwedstrijden,...) wordt belangrijker, daarnaast wordt er ook veel aandacht besteed aan de 'in-theatre sales' (o.a. cola en popcorn). In de onderstaande tabel komt dit tot uiting. Zo zien we dat de Belgische bezoekers goed zijn voor 19,6% van de groep, maar vertegenwoordigen ze 29,4% van de groepsomzet. Het Belgische cijfer wordt wel deels vertekend door de aanwezigheid van andere activiteiten zoals filmdistributie, schermreclame en andere.

	Aantal bezoekers in mio			Omzet in miljoen euro		
	18H1	19H1	als % totaal	18H1	19H1	als % totaal
België	3,884	3,467	19,6%	71,8	70,0	29,4%
Frankrijk	3,284	3,577	20,2%	34,6	38,2	16,0%
Canada	5,635	5,480	30,9%	60,2	63,4	26,6%
Spanje	2,032	2,690	15,2%	21,2	27,5	11,5%
Nederland	1,751	1,996	11,3%	24,7	28,7	12,1%
Luxemburg	0,45	0,453	2,6%	7,2	8,1	3,4%
Zwitserland	0,052	0,050	0,3%	2,2	2,2	0,9%
Totaal	17,088	17,713	100,0%	221,9	238,1	100,0%

Het aantal bezoekers vormt dus de basis voor de omzet. Via de ticketprijs (of in het Engelse jargon *box office*) en de bestedingen in het cinemacomplex (*in-theatre sales* in het jargon) kan een groep zoals Kinopolis omzet genereren. De evolutie van beide elementen per bezoeker zag er in de voorbije jaren als volgt uit:



De gemiddelde ticketprijs per bezoeker steeg de voorbije jaren gestaag, deels door indexering, deels door voorstellingen met een hogere ticketprijs (3D, 4D,...). In de eerste helft van 2018 was er een daling door de consolidatie van de Canadese activiteiten door een gemiddeld lagere ticketprijs, maar in 2019 zet de stijging zich opnieuw verder.

Op de evolutie van de *in-theatre sales* had de integratie van Canada wel een positieve impact in 2018. In 2019 houdt de stijging van de gemiddelde besteding aan, enerzijds door meer bezoekers te verleiden tot aankopen in de *candystore* (kortere wachttijden, promoties,...), anderzijds door de gemiddelde besteding te verhogen door meer en andere producten aan te bieden.

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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Rendabiliteit

In aantal bezoekers en in omzet heeft Kinopolis een grote sprong voorwaarts gerealiseerd. De uitdaging is natuurlijk om een zekere marge te realiseren op die bezoekers en op die omzet.

	13H1	19H1	Δ13/19
Aantal zalen	317	902	185%
Aantal bezoekers in mio	8,369	17,713	112%
Omzet in mio euro	109,7	238,1	117%
REBITDA in mio euro	30,7	57,3	87%

In vergelijking met eind juni 2013 exploiteert Kinopolis 185% zalen meer, het aantal bezoekers is in die periode 112% gestegen, de omzet hield gelijke tred (+117%). De REBITDA (nu aangepaste EBITDA) daarentegen groeide slechts 87%. Die lagere groei heeft diverse oorzaken zoals het verschil in gemiddelde besteding per bezoeker en het al dan niet in eigendom hebben van het vastgoed. Voor dit laatste verwijzen we naar de tabel op blad 1 met het overzicht van het aantal complexen en het aantal zalen dat de groep in volle eigendom heeft.

	Aangepaste EBITDA in miljoen euro			Aangep. EBITDA-marge		Aan. EBITDA
	18H1	19H1	% totaal	18H1	19H1	13H1
België	17,4	16,4	23,4%	40,6%	39,9%	16,3
Frankrijk	11,0	14,0	20,0%	31,7%	36,7%	10,5
Canada	8,2	15,9	22,7%	13,6%	25,1%	
Spanje	5,4	9,8	14,0%	25,5%	35,5%	3,1
Nederland	6,6	10,1	14,4%	26,7%	35,1%	
Luxemburg	2,4	3,00	4,3%	33,3%	36,9%	
Zwitser./Polen	0,9	0,9	1,3%	39,3%	41,3%	0,8
Totaal	51,9	70,1	100,0%	23,4%	29,4%	30,7

De discrepantie tussen groei van het aantal bezoekers en de omzet enerzijds en anderzijds de aangepaste EBITDA, kan verklaard worden door de wijziging van de geografische mix. Het is duidelijk dat de verdubbeling van het aantal complexen in Spanje, de overnames in Nederland en Canada de gemiddelde EBITDA-marge van de groep gedrukt hebben. Een belangrijke verklaring ligt zoals gezegd in het feit dat de groep bepaalde complexen in die landen niet in bezit heeft, waardoor de huurlasten de EBITDA drukt. Dat is ook de reden waarom er dan gekeken wordt naar de EBITDAR, de (R)EBITDA voor de betaling van huurgelden. In het licht van de invoering van IFRS 16 (zie verder) publiceert Kinopolis deze niet meer over de eerste helft van 2019.

De belangrijke stijgingen van de aangepaste EBITDA-marge van 18H1 naar 19H1 (bv. bij de landen Canada, Spanje en Nederland, in mindere mate Frankrijk) in de tabel hierboven, wordt verklaard door de toepassing van IFRS 16. Deze zorgt ervoor dat in de landen met gehuurde of geleasede complexen, de aangepaste EBITDA hoger uitkomt dan vroeger. Tegenover de hogere aangepaste EBITDA staan wel hogere financiële kosten, maar die worden niet per land toegewezen.

Los van deze problematiek is het duidelijk dat het toepassen van het succesvolle Kinopolismodel de rendabiliteit in de andere landen gevoelig kan verbeteren. In Nederland is reeds een zekere weg afgelegd, maar het is vooral in Canada waar er zich mogelijkheden bevinden. Gelet op het feit dat de Canadese omzet goed is voor 26,6% van het groepstotaal, kan de relatieve impact belangrijk zijn naar de toekomst toe.

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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



IFRS 16

De nieuwe boekhoudregel IFRS 16 zag in januari 2016 het licht en heeft betrekking op de administratieve verwerking van leases/huurovereenkomsten. Gebruikers/huurders worden vanaf 2019 verplicht een gebruiksrecht in de activa en een leaseverplichting in de passiva te erkennen. Voor partijen die belangrijke buiten-balansverplichtingen hebben onder de vorm van operationele leases, kan de impact heel materieel zijn.

Kinepolis is een betrokken partij doordat het niet al zijn bioscoopcomplexen in bezit heeft. Van de 97 complexen die het uitbaat, worden er 52 gehuurd/geleased. Het gaat vooral om de Canadese, enkele Spaanse en enkele Nederlandse complexen.

Heel simpel uitgelegd moet Kinepolis de waarde van de huurcontracten (over een bepaalde duur, zelfs langer dan dat sommige huurcontracten lopen, bij Kinepolis is dat 15 tot 20 jaar) als een financiële schuld erkennen. In eerste instantie is er dus een heel materiële impact op de balans, er is ook een impact op de resultatenrekening, maar die is minder materieel.

(in miljoen euro)	19H1	19H1
	ex IFRS 16	na IFRS 16
Omzet	238,1	238,1
EBITDA	56,4	69,2
Aangepaste EBITDA	57,3	70,1
Bedrijfswinst	34,5	36,2
Financieel resultaat	-5,8	-10,0
Belastingen	-8,1	-7,4
Netto resultaat	20,6	18,8

Zo merken we in de tabel dat de EBITDA met 12,8 miljoen euro toeneemt, de afschrijvingen stijgen met 11,1 miljoen euro, zodat de bedrijfswinst 1,7 miljoen euro hoger uitkomt na toepassing van IFRS 16. Wel nemen de financiële kosten met 4 miljoen euro toe, op de belastingen is er een effect van +0,7 miljoen euro. In totaal komt het netto resultaat na IFRS 16 dus 1,8 miljoen euro lager uit.

Op datum van eind 2018 kwam de waarde van die financiële schuld op de gebouwen uit op 311,1 miljoen euro, op datum van 30 juni 2019 was dat 335,7 miljoen euro. Tegenover die schuld op de passivazijde van de balans, werd er op de activazijde de waarde van het gebruiksrecht geboekt, met name van 294,5 miljoen euro eind 2018 en van 316,5 miljoen euro op 30 juni 2019.

De netto financiële schuld van 276,8 miljoen euro eind 2018 liep zonder IFRS 16 op tot 310,8 miljoen euro op 30 juni 2019, na IFRS 16 is dat 646,6 miljoen euro. Niet onbelangrijk is dat die bijkomende IFRS 16 – schulden niet meetellen voor het berekenen van de schuld ratio's. Dus op datum van 30 juni 2019 kwam de ratio schuld/EBITDA uit op 2,5.

Waardering

In deze alinea actualiseren we de waarderingen die we de voorbije jaren opmaakten. We baseren ons op de gemiddelde analistenschattingen van de EBITDA voor de jaren 2019, 2020 en 2021. De hogere EBITDA-cijfers die verwacht worden zijn enerzijds een gevolg van een toename van de omzet, anderzijds van een verbetering van de EBITDA-marge.

We starten dus bij de schattingen van de EBITDA voor de jaren 2019, 2020 en 2021. Na aftrek van afschrijvingen berekenen we hierop belastingen. Die trekken we van de EBITDA af om de operationele cash-flow te bekomen. Hiervan trekken we vervolgens de vervangingsinvesteringen af, om de vrije cash-flow te bekomen. Die verdisconteren we naar de eeuwigheid aan discontovoeten van 5%, 5,5% en 6%. Na aftrek van de schuld bereiken we een koersdoel, dat we tot slot delen door het aantal aandelen.

Met dit simulatiemodel kan de belegger dus zijn eigen koersdoel berekenen.

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

Wat deze berekening betreft, dienen we nog rekening te houden met de volgende elementen:

- de waardeberekening houdt geen rekening met groei na 2021
- in feite moeten we de waarde die we bekomen op basis van de verwachtingen voor 2021 naar vandaag verdisconteren
- we houden de netto financiële schuld stabiel, terwijl de cijfers geen statisch gegeven zijn. In principe zal de schuld eind 2019 lager uitkomen dan de 310,8 miljoen euro van eind juni 2019 die we in het model gebruiken.
- toepassing van een hogere verdisconteringsvoet leidt tot een lagere waardering
- de analistenschattingen kunnen te hoog of te laag zijn
- we kunnen natuurlijk geen rekening houden met eventuele andere overnames.

Wijzelf hebben een lichte voorkeur voor het scenario met de winstschattingen voor 2021 met een verdisconteringsvoet van 6%. Deze sluit nauw aan bij de huidige koers. M.a.w. het aandeel houdt geen rekening met de groei na 2021, groei die er zeker zal komen. Indien er geen (externe) groei mocht zijn, zal het bedrijf toch nog een aanzienlijke vrije cash-flow produceren. Die vrije cash-flow kan dan gebruikt worden voor schuldafbouw, dividenden en/of de inkoop van eigen aandelen.

Tabel: Waardering met simulatie op basis van analistenschattingen voor 2019, 2020 en 2021 (in miljoen euro)

	2019	2020	2021	
EBITDA	134	146	159	
EBITDA-marge	25,3%	26,5%	27,5%	
Belastingen	21	22	24	
Cash-flow na belasting	113	124	135	
Vervangingsinvesteringen	30	30	30	
Vrije cash-flow	83	94	105	
Netto financiële schuld	310,8	310,8	310,8	
Verdisconteerd min schuld	1.358	1.561	1.782	5,0%
	1.207	1.391	1.591	5,5%
	1.080	1.249	1.433	6,0%
Per aandeel	50,54	58,11	66,30	5,0%
(discontovoet staat rechts)	44,90	51,77	59,22	5,5%
	40,19	46,49	53,32	6,0%

Gert De Measure (28 augustus 2019, koers Kinopolis 51,60 euro)

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.