

Barco: de cijfers ondersteboven gekeerd

Op de jaarlijkse investeerdersdag in en rond Kortrijk medio september 2013 had het management van Barco zich sterk gemaakt dat de verwachte omzetzaling (door lagere verkoop van projectoren van digitale cinema nadat in 2012 de top van de cyclus bereikt werd), gecompenseerd zou kunnen worden door groei in de verkoop van andere producten. Om dat duidelijk te illustreren presenteerde het zijn nieuwste reeks van projectoren die vanaf oktober 2013 in de markt gezet zou worden en ging het met alle analisten langs in het spiksplinternieuwe Groeningheziekenhuis waar de nieuwste Barco-toepassingen in gezondheidszorg bewonderd konden worden.

De markt leek geleidelijk overtuigd te raken van die goede gang van zaken, maar bij de trading update moest het management wat gas terugnemen wat haar eerdere verwachtingen betrof. Zoiets is natuurlijk nooit goed voor het vertrouwen en dus zeker niet voor de beurskoers. Het aandeel is daarenboven de voorbije jaren ook regelmatig een speelbal geweest van een gevecht tussen 'believers' en 'non-believers' en die laatste lijken nu weer de overhand te halen. Los van alle sentimentaliteit leek het ons interessant om de zaken eens louter vanuit een financieel perspectief te bekijken en hierop een objectieve waardering toe te passen.

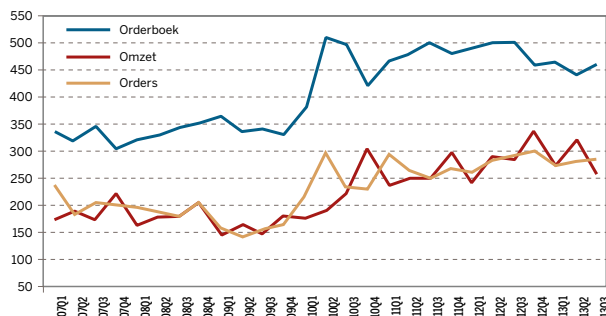
Het begon dus allemaal met de trading update over het derde kwartaal en met de aankondiging dat de omzet in het derde kwartaal met 10,3% daalde tot 255,7 miljoen euro. Vooral de leveringen in de loop van de maand september lieten het afweten. Maar dat neemt niet weg dat de omzet na 9 maand in 2013 nog altijd 4,6% hoger ligt dan in dezelfde periode in 2012.

Een analyse van de cijfers per divisie is heel interessant, want die geeft aan dat de divisie projectie (die digitale cinema omvat) het goed blijft doen met een omzetzaling van slechts 1,1% in het derde kwartaal (na 9 maanden is dat +19,1%), terwijl de markt toch uitging van een sterkere achteruitgang. Het zijn vooral divisies zoals defensie (-25,3%) en geavanceerde visualisatie (-21,9%) die zwak presteren in het derde kwartaal, maar die zoals aangegeven een tijdelijke zwakte

kennen. Beide divisies hebben zicht op belangrijke nieuwe contracten, in geavanceerde visualisatie worden er nieuwe producten ter vervollediging van het gamma uitgebracht, in defensie wordt er ook gewerkt aan een verbetering van de rendabiliteit.

Het feit dat onderbelicht werd door de beleggers, is de evolutie van de orders en het orderboek. Deze hebben we in een grafiek samen gebracht met de evolutie van de omzet per kwartaal sinds begin 2007. In deze grafiek merken we een daling van het orderboek sinds het vierde kwartaal van 2012 door de uitvoering van de orders voor digitale cinema die over een langere periode liepen. Wel valt op dat het orderboek in het derde kwartaal van 2013 terug aantrok. Bij de evolutie van de orders merken we ook een positieve evolutie vanaf het eerste kwartaal van 2013 die aanhield in het tweede en derde kwartaal van 2013. Deze evolutie is dus zeker positief voor de omzet in de volgende kwartalen, maar werd tot nu volledig genegeerd door de markt.

Evolutie omzet, orders en orderboek in miljoen euro



Naast de onderschatting van de order evolutie merken we nog een andere heel belangrijke discrepantie in dit dossier. De waardering en de huidige koers van het aandeel reflecteren geenszins de gemiddelde winstschatting van de analisten. Het negeren door beleggers van die schattingen van de analisten kan betekenen dat sommige beleg-

gers misschien uit gaan van een negatiever scenario, ofwel dat elk vertrouwen in het management ontbreekt. Wat het is, maakt ons niet uit, duidelijk is dat het aandeel sterk ondergewaardeerd is. We illustreren dit met enkele eenvoudige berekeningen.

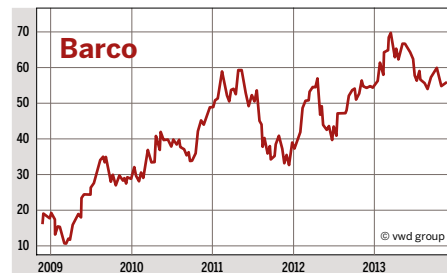
We vertrekken vanaf de winstschattingen van de analisten voor 2013 en 2014, zoals verzameld door Thomson Reuters. We merken dat voor 2013 en 2014 geen significant lagere omzet verwacht wordt, wel dat de EBIT en de EBITDA in 2013 en 2014 lager zullen uitkomen. Dat is te verklaren doordat de omzet uit digitale cinema die wegvalt, een hogere winstmarge heeft, dan de omzet die in de plaats komt. Voor 2013 moeten we ook vermelden dat er in de eerste helft voor 4,62 miljoen euro herstructureringskosten geboekt werden. Ook niet onbelangrijk is dat in 2013 en 2014 de belastingen hoger zullen uitkomen na het opgebruiken van de overdraagbare verliezen in 2011 en 2012.

Op basis van die EBITDA en EBIT van 2013 en 2014 maken we een snelle waardering op basis van de DCF-methode. We starten bij de EBIT en trekken hier 20% belasting van af ($92,6 - 18,52 = 74,08$). Hier tellen we de afschrijvingen bij en trekken we de investeringen af. We gaan ervan uit dat beide aan elkaar gelijk zijn. We bekomen aldus een vrije cashflow van 74,08 miljoen euro. Deze verdisconteren we naar de eeuwigheid

aan gewogen gemiddelde kapitaalkosten van 8,5%. Aldus bekomen we een waarde van 823,1 miljoen euro ($74,08/0,085$), waar we de netto cash van 24 miljoen euro van eind juni 2013 bijtellen. De totale waarde is aldus 847,1 miljoen euro of 73 euro per aandeel. Voor de pessimisten onder ons willen we de kapitaalkosten gerust verhogen naar 9%, dat levert een koersdoel van 69,05 euro op (bij 9,5% is dat 65,51 euro). Ook nog vermelden dat dit een waardering is zonder groei in de toekomst!

Met deze berekening willen we aantonen dat op korte termijn het sentiment (positief of negatief) kan

(in miljoen euro)	2012	2013E	2014E
Omzet	1156,0	1215,0	1210,0
EBIT	97,5	92,7	92,6
EBITDA	159,5	151,0	153,0
Nettowinst	94,1	82,2	75,2
Winst per aandeel	7,67	6,30	5,94



overheersen, maar op termijn (vroeg of laat) komt de onderliggende waarde naar boven. We hebben dat duidelijk gezien met Delhaize toen de koers onder 30 euro dook in de tweede helft van 2013 om nadien te herstellen tot de huidige koersen zonder dat er spectaculaire zaken gebeurden sindsdien. M.a.w. de markt heeft niet altijd gelijk.



GERT DE MESURE

ANALIST VFB

REDACTIE 4 NOVEMBER 2013

KOERS 54,85 EURO

WWW.BARCO.COM