

Aandeel Philips kan het zomaar gaan maken in 2016

Philips is een van de oudste en meest bewonderde bedrijven van de Nederlandse beursindex (koosnaampje: "flippen"), maar ook een van de meest besproken aandelen. Behoorde Philips de vorige eeuw samen met Shell, en Unilever - vaste prik - tot de top-3 van Nederlandse aandelen met een gewicht in de AEX-index van minimaal 10%, nu is dat verleden tijd. Met een belang van 5,8% bezet Philips nog slechts een bescheiden gedeelte vijfde plek, samen met Unibail-Rodamco. Belangen van ruim 10% zijn weggelegd voor ING Bank, Shell en Unilever. Maar ook voormalig dochter ASML uit Veldhoven bezet met een kleine 9% een meer vooraanstaande positie in de topaandelenindex dan voormalig moederbedrijf Philips. Philips zou, als het in Duitsland genoteerd was, nauwelijks groot genoeg meer zijn om in de midcapindex genoteerd te zijn. Wat is hier gaande?

Underperformance

De teloorgang van 't voormalig troetelkindje van de beurs (jaren-70 , jaren-80 van de vorige eeuw) komt ook tot uitdrukking in de chronische underperformance van het aandeel versus aandelen als ASML (technologie sector) Reed Elsevier en Wolters Kluwer (consumer discretionary sector) of Heineken en Unilever (non-durable consumer products). De vraag is of deze underperformance ook de komende periode een blijvertje is, of dat het aangekondigde voornemen van het management van Philips om het bedrijf in tweeafzonderlijke bedrijven op te delen, voor meer focus zal gaan zorg dragen en dus een beter (bottom line) resultaat zal opleveren. Dat kan zich op zijn beurt gaan vertalen in een relatief performanceherstel. Kortom, is het aandeel Philips in 2016 (jaar van de aangekondigde split) het aankijken en dus beleggen waard?

Metamorfose

Zonder dat velen het waarschijnlijk weten, is er al veel veranderd bij Philips. Net als bijvoorbeeld bij een ander megaconcern in Nederland Unilever, is de laatste jaren al veel veranderd in de structuur van het bedrijf. Beide multinationals hebben de laatste tien jaar fors gesneden in de overtollige aardlagen van managers die zich mettertijd in allerlei tussenlagen van de bestuurspiramide hadden genesteld. Het waren zo hogelijk 'ambtelijke' concerns geworden, waar de beslissingslijnen lang waren en traag functioneerden. De personele kosten gingen door de simplificatie van de bestuursstructuur omlaag, en de besluitvaardigheid nam eerder toe dan af.

Daarnaast zijn aloude zogeheten 'bleeders' afgestoten of gesloten. Het bekendste voorbeeld hiervan is de verkoop van de productielijn die televisietoestellen produceerde. Hoewel Philips hier ooit groot mee geworden is, was door concurrentie uit landen als China, Taiwan en Korea, deze activiteit jaren achtereen verlieslatend. Daar is Philips nu van verlost. En onderdelen die niet meer tot de kerntaak van het concern werden gerekend, zijn afgesplitst of op de beurs via een IPO (deels) verkocht.

Maar de grootste verandering is nu aanstaande. Het Philips van 2016 is niet meer het manusje van alles dat op technologisch vlak wereldwijd alles wil kunnen maken en verkopen, van geheugenchips, tv-toestellen tot aan broodroosters en CT-scans toe.

Philips deelt zich over een halfjaar op in één aandeel dat Philips Health kan gaan heten en daarbij voegt zich (zoals we het verwachten) één aandeel dat Philips Lighting zal heten. Door Philips zelf is recent overigens aangegeven dat er slechts één (1) aandeel Philips zal overblijven in 2016. Dat is Philips Health Care (waar ook de zo succesvolle consumentenproducten-divisie onder valt dat onder meer scheerapparaten maakt). Een deel van de divisie 'Lighting' wordt sowieso verkocht. Het gaat hier om ongeveer \$ 2 miljard jaaromzet van de activiteiten in 'Lumileds' en 'Automotive'. Dan resteert nog een 'stand alone' lichtdivisie die een geschatte jaaromzet genereert van ruim € 7

miljard. Deze zal via een zogeheten IPO in de markt worden gezet, of middels een private verkoop aan een grote investeerder van de hand gedaan worden.



Volgens Bartjens

Volgens ons (en waarschijnlijk ook het Friese rekenwonder Bartjens), is de som van de delen meer dan wat nu als aandeel Philips op de beurs staat genoteerd (€ 23,30).

Allereerst nemen we het aandeel Health Care onder de loep. Hiertoe valt de omzet die in Health wordt gegenereerd. In 2016 zal de jaaromzet ergens tussen de € 11-12 miljard liggen. Het recent overgenomen Amerikaanse bedrijf Vulcano voegt op jaarbasis ruim \$ 400 miljoen omzet toe en verwacht mag worden dat de komende periode nog andere 'add-on' overnames deze unit zullen gaan verstevigen. Naar grootte zou deze unit 70% van de omzet genereren van een als voorbeeld gezien concern in Health Care: Medtronic. Voeg nog toe bij Philips Health Care de consumentenunit met een jaaromzet van € 5,3 miljard, dan blijkt het Nieuwe Philips een jaaromzet te genereren van ruim € 17 miljard. Medtronic genereert meer dan \$ 18 miljard omzet, en realiseert een EBITDA resultaat van 18%. De beurswaardering van dit uiterst gefocuste Amerikaanse concern is verbazingwekkend hoog: \$ 106 miljard (eind 2Q15). Dit is markant want conglomeraat Philips, met een jaaromzet van ruim € 24 miljard, wordt slechts beloond wordt met een beurswaarde van € 21,5 miljard.

Hoe is dit mogelijk? Dat heeft alles te maken met de winstgevendheid van Philips, en de trage groei die het concern genereert. Philips behaalt met zijn divisie Health een 5% EBITDA-marge, ruim 8% voor de lichtdivisie en ruim 11% voor de divisie consumentenproducten. Vooral de divisie Health heeft de laatste 5 kwartalen zeer zwak gescord. De EBITDA-marge is van 15,3% in 1Q14 teruggelopen naar (aangepast) 5,6% in het eerste kwartaal van 2015. Uiteraard zijn daar meerdere redenen voor te noemen, maar de hoofdoorzaak is toch wel de sluiting gedurende 2-3 kwartalen van de productielocatie van Philips in Cleveland-USA waar onder meer CT-scans worden geproduceerd. Doordat om redenen als afwezigheid van een perfecte documentatie van afgeleverde producten, een 'FDA-approval' voor deze producten uitbleef, werd productie hier tijdelijk stop gelegd. Door deze

afgedwongen actie werd het concern opgescheept met een kostenpost van \$ 220 miljoen. Dit jaar normaliseert de situatie in Cleveland (medio 2015 draait de fabriek op 50% van de capaciteitsbenutting in 4Q13) en eind dit jaar moet de situatie weer net zo zijn als eind 2013.



De toekomst...

Philips verwacht dat de Philips-unit waar Vulcano toebehoort (Image Guided Therapy) in 2017 een EBITDA-marge genereert van 20% (omzet geschat op € 1,5 miljard). Laat nu een nieuw gefocust Philips een omzet genereren van € 17 miljard en een EBITDA-marge van 'slechts' 15%, dan bedraagt het EBITDA-resultaat € 2,5 miljard. Uitgaande van de forse waardering van Medtronic (ruim 5x de jaaromzet) mag naar onze bescheiden mening ook de waardering van Philips Health Care minimaal 2x de jaaromzet bedragen. Dan komt ook Bartjens uit op een beurswaarde voor alleen al deze divisie van ruim € 30 miljard. Daarbij komt dan nog de waarde die aan de lichtdivisie mag worden toegekend. Dat mag toch ook zeker € 7 miljard zijn. Dat betekent dat de huidige beurswaardering van € 22 miljard, een forse onderwaardering is, aannemende dat de resultaten bij de divisie Health de komende 2 jaren herstellen naar het gemiddelde sectorniveau.

Kortom, Philips in gesplitste en gefocuste vorm is veel meer waard dan het aandeel in de huidige vorm. Conglomeraten worden nu eenmaal, zo leert de ervaring op de effectenbeurs, veel lager gewaardeerd, dan die bedrijven die één ding goed willen doen.



Kosten van splitsing

Punt van kritiek is wel de kosten die gepaard gaan met de splitsing van Philips in twee aparte units. De kosten in zijn geheel (juridische kosten, markering, IT-kosten, etc) worden door het concern geschat op € 300 - €400 miljoen, wat ongeveer 1,4% van de omzet is. En mogelijke extra kosten worden ook op de aandeelhouders verhaald! Het lijkt ons dat dit bedrag toch wel erg veel geld is voor zulk een, toch relatief, eenvoudige actie.

Conclusie

Het nieuwe Philips is een geheel andere, dan het ietwat stoffige Philips van weleer. Daarbij komt dat om specifieke redenen zoals op de productielocatie in Cleveland-USA gebeurde, de winstgevendheid van het concern (de voorbije 4 kwartalen) extra onder druk gestaan heeft. Dat leidde tot en zeer forse underperformance van het aandeel ten opzichte van zijn 'peers' en van andere aandelen in de AEX-index. Zowel het verwachte aanstaande resultaat, alsook het lopende programma van inkoop van eigen aandelen ter grootte van € 1,5 miljard, maar vooral ook de splitsing van het concern, doet ons vermoeden dat een positieve ontwikkeling rondom de waardering van het aandeel Philips niet kan uitblijven. Menig 'professioneel' aandeelhouder is (door vele kwartalen op rij tegenvallende resultaten) een beetje 'Philips-moe' geworden en zit daardoor waarschijnlijk onderwogen in aandelen Philips. Een wending ten goede zou zich de komende periode om genoemde redenen bij Philips kunnen voordoen. Bij de huidige koers van € 23,50 behaalt de belegger een dividendrendement van 3,4% dat in de toekomst gehandhaafd kan worden (of kan gaan stijgen). Daar komt nog bij dat de balansverhoudingen bij Philips conservatief zijn (de ratio EBITDA/NET DEBT < 1 (jaarverslag 2014)). Dit is zonder meer gezond te noemen is. Het heeft er volgens om daarom alle schijn van dat het aandeel Philips nieuwe stijl (2016) het aankijken meer dan waard.

Cor Wijtvliet

En dan nog dit:

- Heb je opmerkingen en/of vragen? Mail ze gerust aan: info@corwijtvliet.nl
- Of via mijn twitteraccount: @wijtvliet. (www.twitter.com/wijtvliet)
- Voor meer door mij geschreven artikelen bezoek je mijn website: www.corwijtvliet.nl
- Of bezoek www.Beurshalte.nl
- Ontvang je het Cor Wijtvliet Journaal niet rechtstreeks? Abonneer je zich dan [hier!](#)