

Kinepolis: hogere omzet, lagere nettowinst



Gert De Mesure
Analist VFB

Overnames bieden uitzicht op mooie groei

De voorbije periodes was een bespreking van de cijfers van Kinepolis wat eentonig, maar steeds positief. Uit een onveranderde groepssamenstelling kon het management steeds meer winst puren, zonder aan kwaliteit in te boeten. Die sterke prestatie bezorgde de groep het luxeprobleem van overvloedige cash, waarmee eigen aandelen ingekocht werden en waarmee een mooi dividend betaald kon worden. Overnames stonden al een tijdje op het menu, maar geschikte doelwitten werden niet gevonden. Dit jaar echter wel, zo werden er al 2 acquisities verricht, alsook een opmerkelijke vastgoeddeal.

Overname in Spanje In de eerste helft van 2014 kocht Kinepolis 2 Spaanse bioscoopcomplexen, in Madrid (12 zalen) en in Alicante (16 zalen), uit het faillissement van de groep Abaco Cinebox. De overnameprijs bedroeg slechts 1,1 miljoen euro, een lage prijs omdat het vastgoed zelf geen deel uitmaakt van de transactie. De bioscopen zijn immers onderdeel van shopping centra. In Madrid bijvoorbeeld ontmoet Kinepolis dezelfde vastgoedeigenaar als van zijn complex in Valencia, met name Heron. Abaco Cinebox, een van de grootste Spaanse cinemagroepen, ontstond in 2006 door de fusie van Abaco met Cinebox, maar moest in 2007 al bescherming tegen zijn schuldeisers invoeren. Enkele bioscopen werden gesloten, van andere werd het vastgoed verkocht. Dit bracht weinig soelaas en in 2013 werd besloten tot vereffening over te gaan. De groep telde toen 19 complexen met 250 zalen en van die 19 pakte Kinepolis er 2 uit. Die 2 complexen verwelkomden 926.000 bezoekers in 2013 en Kinepolis hoopt op termijn een EBITDA-bijdrage van 1 tot 1,5 euro per bezoeker te realiseren. Belangrijk om weten is dat Kinepolis met de vastgoedeigenaars nieuwe huurvoorwaarden heeft onderhandeld die gelinkt zijn aan de evolutie van de bezoekersaantallen. Dit, samen met de lage overnameprijs, beperkt de risico's voor Kinepolis in belangrijke mate.

Wolff Bioscopen De overname van de Nederlandse groep Wolff Bioscopen Holding in juli 2014 was daarentegen van een andere orde. Voor 16,8 miljoen euro verwierf

Kinepolis 9 bioscoopcomplexen (45 zalen). In 2013 realiseerde deze 1,6 miljoen bezoekers en een EBITDA van 2,1 miljoen euro. In de transactie zijn ook 2 nieuwbouwprojecten inbegrepen. Daar moet een derde nieuwbouwproject, door Kinepolis zelf ontwikkeld, aan toegevoegd worden. De combinatie van de bestaande en nieuwe complexen moet Kinepolis toelaten om binnen 3 jaar meer dan 3,6 miljoen bezoekers te tellen in Nederland. Ter vergelijking, in 2013 telde de groep 18,2 miljoen bezoekers. Naast de overnameprijs van 16,8 miljoen euro zal Kinepolis nog een 50 miljoen euro moeten investeren in de 3 nieuwe projecten.

Een derde transactie tot slot betrof een zuivere vastgoeddeal, die met de cinemabusiness te maken heeft. Zo koopt Kinepolis het gebouw aan de Brusselse Guldenvlieslaan (beter bekend als Toison d'Or) waar concurrent UGC 10 zalen uitbaat. Een overnamebedrag werd niet bekend gemaakt, wel weten we dat het lopende rendement tussen 7% en 8% kan liggen. Het betreft dus een rendabele aanwending van de beschikbare middelen en daar moet op korte termijn niets meer achter gezocht worden.

Impact is minimaal De impact van deze 3 transacties op de halfjaarcijfers is minimaal, alleen de overname van een van de 2 Spaanse bioscopen heeft een beperkte impact. Bij de cijfers van de eerste helft van 2014 kon Kinepolis wel sinds lang nog eens uitpakken met hogere bezoekersaantallen (+5,5%). In het recente verleden leden deze cijfers onder minder goede weersomstandigheden, een minder aangepast filmaanbod (te weinig lokale films, vooral in Frankrijk) of onder de crisis (vooral in Spanje). Dat de groei van het aantal bezoekers vooral in Frankrijk (+7,6%) en Spanje (+9,9%) plaats vond, zal dan ook niet verbazen. Aangezien de Franse en Spaanse bezoekers minder besteden, steeg de omzet in mindere mate (+4,9%) dan het aantal bezoekers.

Naast de verkoop van tickets en de traditionele cola & popcorn, heeft Kinepolis ook andere omzetbronnen. Die kenden een gemengd verloop. Schermreclame daalde 9,8% door de impact van het wereldkampioenschap voetbal. De inkomsten uit film distributie verdrievoudigden, met dank aan een ruimer aanbod van lokale films.

De hogere omzet kon Kinopolis wel niet vertalen in een hogere rendabiliteit. Zo daalde de EBITDA 1,5 % voornamelijk als gevolg van kosten die gemaakt werden voor de verschillende overnames ($\pm 0,6$ miljoen euro). Op recurrente basis steeg de EBITDA of REBITDA 2,6 %. De REBITDA per bezoeker daalde wel van 3,66 naar 3,56 euro, zoals al vermeld door de gemiddeld lagere opbrengst van de bezoeker in Frankrijk en Spanje.

Het financiële resultaat verbeterde van -3,1 naar -2,6 miljoen euro dankzij lagere rentelasten. De belastingen daarentegen stegen van 4,1 naar 4,8 miljoen euro doordat er minder gebruik kan gemaakt worden van overdraagbare verliezen. Het netto resultaat, deel van de groep, daalde 7 % tot 13,3 miljoen euro, per aandeel is de daling beperkt tot 2,7 % door het lager aantal uitstaande aandelen (inkoop eigen aandelen).

(in miljoen euro)	13H1	14H1	$\Delta 13/14$
Bezoekers x 1000	8.369	8.827	5,5 %
Omzet	109,7	115,1	4,9 %
EBIT	21,6	20,7	-3,8 %
REBIT	21,0	21,3	1,5 %
EBITDA	30,9	30,5	-1,5 %
REBITDA	30,7	31,4	2,6 %
REBITDA-marge	28,0 %	27,3 %	
Financieel resultaat	-3,1	-2,6	
Belastingen	-4,1	-4,8	
Nettowinst, deel groep	14,3	13,3	-7,0 %
Winst per aandeel	2,59	2,52	-2,7 %

Geen koopje meer Bij wijze van conclusie komen we bij de waardering van Kinopolis. Dat het aandeel al lang geen koopje meer is, zal niemand betwisten. Een blik op de winstschattingen en de daaruit volgende koers-winstverhouding zegt voldoende: voor 2014 bedraagt de K/W 22,9, voor 2015

is dat 20. Het is duidelijk dat een benadering via de koers-winstverhouding onvoldoende is. De cashflow is immers een meer relevante parameter, want vandaag behoeft Kinopolis relatief weinig investeringen, niet in zware renovaties van de complexen, terwijl de meeste zalen volledig gedigitaliseerd zijn. Op min of meer recurrente basis kan de vrije cashflow op zo'n 52 miljoen euro per jaar geschat worden. Verdisconteerd aan 6 % minus de schuld, geeft dat een waarde per aandeel van 27,7 euro. Op basis hiervan noteert de koers zo'n 8 % hoger, dat is dan een voorschot dat betaald wordt op de toekomstige groei. En zoals de kaarten nu op tafel liggen, zal er in de nabije toekomst zeker en vast een mooie groei gerealiseerd kunnen worden, ten noorden (in Nederland) en ten zuiden (in Spanje) van België.

Maar met deze manier van rekenen kunnen we wel alle mogelijke koersdoelen bekomen: bij een verdiscontering aan 5 % bedraagt de waarde zelfs 34 euro. Dat is dus het leuke van de financiële theorie rond de verdiscontering van de vrije kasstromen: afhankelijk van de input van parameters kan je vele mogelijke uitkomsten bekomen. We denken wel niet dat beursanalisten dergelijk lage verdisconteringsvoeten gebruiken, wel zullen ze uitgaan van een stevige groei in de volgende jaren. De kleine belegger dient gewoon te onthouden dat er vandaag al heel veel goed nieuws in de koers zit en zolang Kinopolis de huidige situatie kan volhouden, is er geen vuiltje aan de lucht. En we moeten toegeven, zoals de zaken vandaag evolueren, zien we ook geen vuiltje.



ONTDEK ONZE HALFJAARRESULTATEN OP
WWW.ZETES.COM/H1-2014

Bekijk hier hoe onze oplossingen werken



REDACTIE 15 SEPTEMBER 2014

KOERS 29,90 EURO

WWW.KINOPOLIS.COM