Kinepolis, where the trend is your friend

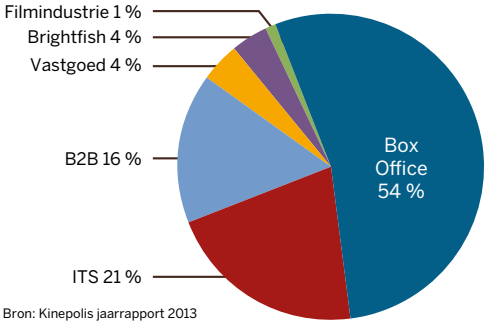
Kristof Beckers
Nicolas Vandermarliere

Fundamenteel zou iedere doordachte belegger en fanaat van technische analyse poneren dat een aandeel dat de laatste 5 jaar duidelijk in een stijgend trendkanaal zit, nog niet aan het eind van zijn kunnen is. Bijgevolg geeft het aandeel Kinepolis voorstanders van de efficiënte markthypothese jaar na jaar lik op stuk. Kan deze trend ook effectief doorgetrokken worden in de toekomst? Laten we dit eens van dichterbij analyseren.

De Kinepolisgroep is een in België gevestigde bioscoopoperator die verder ook actief is in Spanje, Frankrijk, Zwitserland en Polen en bovendien dé referentie voor kwalitatieve bioscoopbezoeken is. Maar de filmexploitant haalt zijn inkomsten uit veel meer dan enkel filmvertoningen. De Box Office activiteiten tellen 'slechts' voor 54 % van de totale omzet. De strategische set-ups die je verplichten om door de Mega Candy Stores te passeren alvorens de filmzaal te betreden, ofwel de In-Theatre Sales (ITS), zijn goed voor 21 % van de totale opbrengsten. Kort weetje: de bruto marge op de verkoop van popcorn bedraagt maar liefst 90 %. Daarnaast haalt Kinepolis ook nog inkomsten uit het in 2011 overgenomen advertentiebureau Brightfish, het vastgoed dat het in eigen bezit heeft en waar het huurinkomsten uit haalt, het organiseren van Business-to-Business activiteiten en tenslotte uit de filmdistributie van internationale en nationale films in België en Luxemburg. Een duidelijk gediversifieerde groep die meer is dan enkel onze lokale cinema.

Kristof Beckers (links) en Nicolas Vandermarliere (rechts) zijn twee Master in Financial Management studenten aan de Vlerick Business School en zijn bijzonder geboeid door de aandelenbeurs. Via deze bijdrage in het VFB-magazine beklemtonen ze nogmaals graag hun interesse in een carrière binnen de boeiende wereld van de financiële markten.

Grafiek 1 **Omzet per activiteit**



Bron: Kinepolis jaarrapport 2013

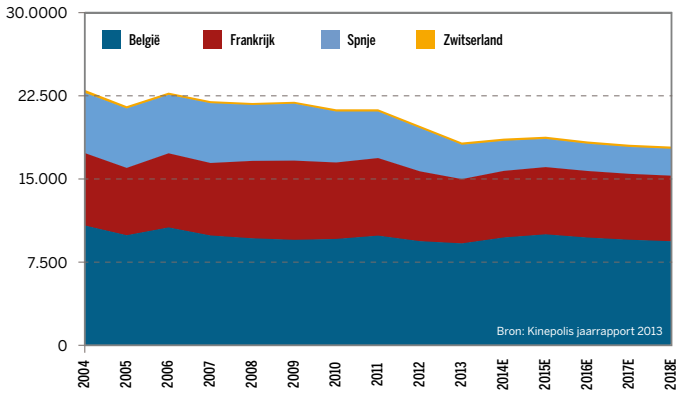
The Ultimate Movie Experience Kinepolis' missie en strategie voor de komende jaren mag duidelijk zijn: "We willen de beste marketeer, beste cinema-operator en beste real-estate manager zijn." Duurzame waarde creëren voor zowel filmliefhebbers, medewerkers, aandeelhouders draagt onze Belgische trots hoog in het vaandel. Het filmaanbod aanpassen aan de behoeften van de klanten, een volledige digitalisatie van de zalen, de keuze voor de meest kwalitatieve cinemaprojectoren en het flexibel omspringen met het gebruik van hun multiplexen, zijn slechts enkele voorbeelden die deze strategie hard maken. Dat het zijn vruchten afwerpt, bewijst niet enkel de koers van het aandeel, het heeft ook geresulteerd in de CinemaCon 2014 Global Achievement in Exhibition Award die naar ceo Eddy Duquenne ging. Deze prijs voor beste bioscoopuitbater erkent Kinepolis als een van de meest vooraanstaande in Europa.

Winstgroei in een krimpende markt Als men Kinepolis wil waarderen, moet men rekening houden met vooral twee belangrijke variabelen, de groei in bezoekersaantallen en de verandering in de marges. Verbeterde marges, ten gevolge van hogere inkomsten per bezoeker en een focus op kostenbeheersing, moeten de strijd met de dalende bezoekersaantallen aangaan, en dat doen ze met verve.

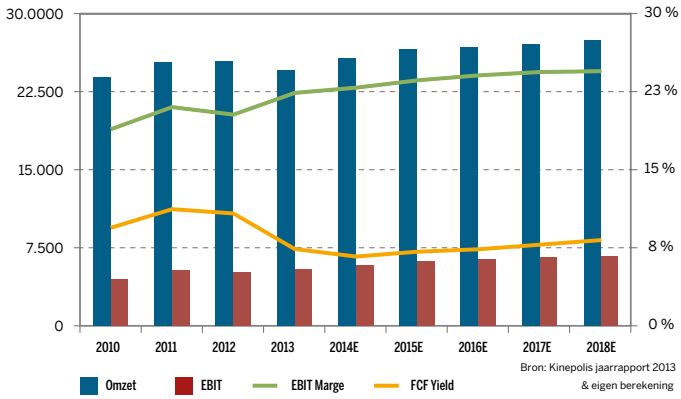
De groei in bezoekersaantallen weegt door op twee belangrijkste activiteiten, Box Office en In-Theatre Sales, deze zijn samen goed voor zo'n 75 % van de opbrengsten. Ondanks de algemene dalende trend in bezoekersaantallen, kon Kinepolis verrassen met een kwartaalgroei van 11,2 %. Op het eerste gezicht niet slecht, maar de opkomst van VOD (Video-on-Demand) services zoals Rex & Rio, nieuwkomer Netflix en de druk van illegale downloads leidt ons ertoe dit niet te zien als een ommekeer. We blijven voorzichtig in onze vooruitzichten en voorspellen een groei van 1,93 % in 2014 en 0,93 % in 2015. Na 2015 verwachten we een ommekeer (CAGR 2016-2023: -0.57 %).

De marges tonen daarentegen wel een positieve trend. De laatste jaren wist Kinepolis de EBIT-marge te verbeteren van 13 % in 2008 tot maar liefst 22 % in 2013 (EBIT CAGR 2008–2013: 14 %). Onderliggend aan de stijgende marges liggen twee drijfveren, hogere inkomsten per bezoeker en een verhoogde efficiëntie. De hogere inkomsten zijn het resultaat van de stijgende ticketprijzen, die ongeveer de target-inflatie (2 %) van de ECB volgen (1,81 % in ons model), en van de stijgende trend in ITS per bezoeker. Als we kijken naar de periode 2010-2013 zien we dat slimme trucs hebben geleid tot een

Grafiek 2 **Bezoekersaantal per land**



Grafiek 3 **Inkomsten versus netto bedrijfsresultaat + EBIT marge**



stijging in ITS per bezoeker van zo'n 6 % per jaar. Verhoogde inkomsten per bezoeker werden mede mogelijk gemaakt door enerzijds een verruiming van het aanbod (bvb. de unieke combo van contracten met Coca-Cola én Nestlé) en anderzijds enkele slimme technieken die ertoe leiden dat bezoekers meer spenderen, zoals het strategisch plaatsen van producten in de Mega Candy Store, namelijk deze met de hoogste marges eerst, of het gebruik van rechthoekige snoepzakken in plaats van puntzakken. Wij verwachten ook een groei, zij het iets langzamer, van zo'n 3 % per jaar (CAGR over 10 jaar).

De focus op kostenbeheersing is daarnaast ook zeer belangrijk. Onder andere de online ticket service en ticket-automaten hebben ervoor gezorgd dat Kinepolis het aantal werknemers heeft kunnen terugbrengen. Het kan zelfs nog extremer, de foyer wordt in sommige gevallen verwarmt met de warmte van de projectoren. Deze focus op kosten besparen is ingebakken in de cultuur, het management organiseert elk jaar een business review voor werknemers uit de hele groep, hier kunnen ze dan ideeën voor best practices uitwisselen. De oprichting van het opleidingscentrum 'Kinepolis University' moet de overdracht van zulke ideeën enkel versterken in de toekomst.

In onze waardering zien we deze strategie zich succesvol verderzetten. Wij voorspellen dat de EBIT-marge verder zal stijgen van 22 % in 2014 tot 25 % in 2023 (EBIT CAGR 2014-2023: 2.5 %), deze lagere stijging dan de periode 2008–2013 is te verklaren door de limieten die zulke kostenbesparende activiteiten met zich meebrengen. Al valt natuurlijk niet te voorspellen met welke innovatieve maatregelen Kinepolis bij het volgende kwartaalrapport zal uitpakken. Dit leidt uiteindelijk tot een groei in EBIT per bezoeker van 3,16 euro in 2014 tot 4,13 euro in 2023 (2008: 1,31 euro; 2013: 3,01 euro).

Als we dit vertalen in ons waarderingsmodel voor Kinepolis bekomen we een koersdoel van 165 euro, deze prijs houdt rekening met een WACC van 6,16 %, een langetermijngroei van 1 % en een liquiditeitskorting van 15 % die gerechtvaardigd is omwille van de constante inkoop van eigen aandelen door het management. Dit resulteert in een opwaarts potentieel van 15 %, wat er ons toe leidt om Kinepolis een 'kopen' aanbeveling mee te geven. Momenteel komt de prijs overeen met een verwachte koers/winst verhouding van 18,3 in 2014 dalend tot 15,4 in 2023. Het aandeel is historisch gezien ietsje duurder geworden, maar een sterk groeiende EBIT-marge rechtvaardigt dit. Let op: na de aandelensplitsing (5:1) op 1 juli zal ons koersdoel 33 euro bedragen.

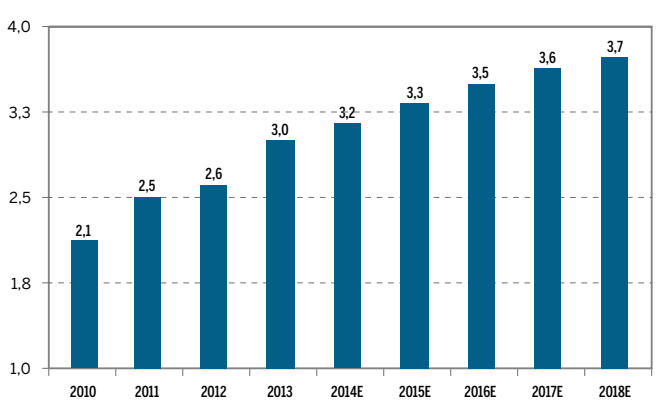
Dit lijkt natuurlijk een zeer aantrekkelijk aandeel, maar zoals men weet bestaat er geen gratis lunch. Ons koersdoel van 165 euro moet afgewogen worden aan volgende risico's: extreme weersomstandigheden, meer dan verwachte druk van substituten (WK voetbal, VOD ...) verminderde kwaliteit van het internationale alsook het lokale filmaanbod en beperkte resterende operationele efficiëntiemogelijkheden. Deze zijn opgenomen in het model onder een "neutraal" scenario, maar bij afwijkende verwachtingen dient het koersdoel mogelijk gerevalueerd te worden.

¡Y Viva España!

Na een lange periode van geruchten en speculatie is de kogel door de kerk, op donderdag 11 juni melde Kinepolis dat het twee multiplexen zal overnemen uit de vereffening van de groep Abaco Cinebox in Spanje voor een bedrag van 1 miljoen euro. Voor dit bedrag krijgt Kinepolis 28 extra zalen die goed zijn voor zo'n miljoen bezoekers, op termijn goed voor een contributie van 1 tot 1,5 euro aan EBITDA per bezoeker. Een totale verrassing is dit nieuws niet, koopjes in Spanje behoorden tot de strategische keuzes van Kinepolis omdat de cinemamarkt er onder druk staat, ook versterkt dit de positie in Spanje en brengt dit het aantal bezoekers terug naar de 4 miljoen en tevens worden zo de operationele kosten gespreid voor een betere dekking van de overhead.

Grafiek 4 **EBIT per bezoeker**

Bron: eigen berekening



Het is nu aan Kinepolis om zijn model zo snel mogelijk te implementeren en te zorgen voor een snelle turnaround, hiervoor zal Kinepolis maximum nog een paar miljoen op tafel leggen. Doch is de impact op de waardering marginaal, volgens onze berekeningen zou de overname slechts 1,3 euro toevoegen aan het koersdoel dat wij daarom onveranderd laten.

Wel verwachten we dat er meer, en significantere, expansieplannen zullen volgen. Dit werd ook bevestigd door CFO Nicolas De Clercq die dit ziet als een beginpunt. Hierbij zetten wij overnames of greenfield-expansie (i.e. nieuwbouw) in Nederland met stip op 1. Nederland was een van de meest stabiele bioscoopmarkten in 2013 en werd eerder al vernoemd als een interessante markt, mede door de gelijkenissen met België en de achterstand van de multiplexcultuur beschouwen wij dit als dé kandidaat voor volgende expansieplannen. Als we het iets exotischer bekijken zijn verdere koopjes in Spanje alsook overnames in Frankrijk nog steeds een optie. Ook Italië lijkt een aantrekkelijke markt omdat het aantal bioscoopbezoeken er vorig jaar steeg met 6 % al houdt zulke investering meer risico in, iets wat Kinepolis schuwt sinds de mislukte overname van Cinemaxx. Daarom blijft Nederland de meest logische keuze. Oranje boven dus.

Dat er ruimte voor uitbreiding is, verbaasd niemand. De cash op de balans bedraagt bijna 20 miljoen euro (2013) en de huidige vrije cashflow generatie bedraagt zo'n 50 miljoen euro per jaar. Daarnaast hebben ze nog een kredietovereenkomst openstaan voor 90 miljoen euro tot 2017, hiervan is slechts 8 miljoen euro opgenomen. Bovendien, gezien de huidige lage rentetarieven valt het niet uit te sluiten dat Kinepolis de obligatiemarkt nog eens opzoekt. Wanneer we de doelstelling van een netto financiële schuld/EBITDA van 2,5 in gedachten houden, kan Kinepolis tot 150 miljoen euro extra ophalen. De overname van de complexen van Abaco Cinebox heeft nauwelijks een effect op de cash-positie. Aan financiële middelen is er dus zeker geen gebrek, waardoor we van Kinepolis nog wel meer vuurwerk kunnen verwachten.

Conclusie Ondanks de reeds optisch hoge waardering, zien we nog behoorlijk wat opwaarts potentieel in het Kinepolis-aandeel. Ons koersdoel van 165 euro brengt zo'n 15 % opwaarts potentieel met zich mee. De overname van de Abaco Cinebox-complexen beweegt het koersdoel nauwelijks maar in verdere expansie zit wél een enorm potentieel. Daarnaast kan men zich ook afvragen wat Kinepolis zal doen met de berg cash die het overhoudt als het geen verdere expansie doorvoert. Een verdere verhoging van het dividend en/of inkoop van eigen aandelen behoren tot de klassieke mogelijkheden. Maar met de familiale aandeelhouders in gedachten zou dit laatste ook mogelijks kunnen leiden tot een delisting van het bedrijf indien de free float verder decimeert. Alle opties zijn uiterst interessant voor de aandeelhouders Daarom geven we Kinepolis dan ook een overtuigend koopadvies mee.

REDACTIE 12 JUNI 2014
KOERS 141,80 EURO
WWW.KINEPOLIS.COM

Kinepolis Dashboard	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Visitor Growth	-3,09%	0,00%	-7,04%	-7,58%	1,93%	0,93%	-2,29%	-1,61%	-0,91%	-0,52%	-0,36%	-0,25%	-0,18%	-0,12%
Revenue Growth	3,44%	6,08%	0,32%	-3,35%	4,55%	3,46%	0,65%	1,03%	1,38%	1,56%	1,56%	1,60%	1,64%	1,66%
Revenue	239.170	253.704	254.505	245.980	257.179	266.079	267.807	270.568	274.295	278.579	282.934	287.463	292.184	297.048
EBIT	45.185	53.341	51.673	55.069	58.862	62.782	64.467	65.996	67.135	68.237	69.352	70.520	71.737	72.990
EBIT Margin	18,89%	21,02%	20,30%	22,39%	22,89%	23,60%	24,07%	24,39%	24,48%	24,49%	24,51%	24,53%	24,55%	24,57%
Depreciation	22.949	19.954	19.971	20.005	18.174	17.722	17.281	16.851	16.432	16.023	15.624	15.235	14.856	14.487
Change in WC	-8.791	-104	4.152	-4.450	2.575	1.541	299	478	645	742	754	784	817	842
Taxes	-13.511	-14.566	-11.403	-12.939	-14.127	-15.381	-16.117	-16.829	-17.455	-18.083	-18.725	-19.393	-20.086	-20.437
Capex	-14.257	-13.008	-12.754	-12.037	-11.824	-11.530	-11.243	-10.963	-10.690	-10.424	-10.165	-9.912	-9.665	-9.425
Free Cash Flow	31.575	45.617	51.639	45.648	53.660	55.133	54.687	55.533	56.067	56.494	56.840	57.235	57.659	58.457
P/E	12,0	11,7	10,6	14,8	19,0	17,8	17,5	17,1	16,9	16,7	16,7	16,5	16,3	16,0
EV/EBITDA	4,91	5,55	6,67	8,22	10,44	9,60	9,07	8,58	8,13	7,68	7,25	6,81	6,37	5,94
Earnings Yield	8,34%	8,56%	9,42%	6,75%	5,27%	5,61%	5,73%	5,84%	5,91%	5,97%	6,00%	6,07%	6,14%	6,26%
FCF Yield	9,43%	11,22%	10,81%	7,39%	6,67%	7,14%	7,37%	7,81%	8,26%	8,73%	9,23%	9,80%	10,45%	11,26%
EBIT/Vsitor	2,12	2,50	2,61	3,01	3,16	3,33	3,50	3,65	3,74	3,82	3,90	3,98	4,05	4,13
Free Cash Flow	31.575	45.617	51.639	45.648	53.660	55.133	54.687	55.533	56.067	56.494	56.840	57.235	57.659	58.457
Discount Factor					103,03%	97,06%	91,43%	86,13%	81,13%	76,43%	71,99%	67,82%	63,89%	60,18%
Discounted FCF					55.287	53.511	50.000	47.829	45.488	43.177	40.922	38.816	36.836	35.180

FCF Value	447.046
Terminal Value	689.116
Enterprise Value	1.136.161,9
Net Financial Debt	88.537
Equity Value	1.047.625
Nr. Shares	5.401.267
Liquidity Discount	15%
Target Price	**164,87**

Riskfree Rate	3,00%
Cost of Equity	8,70%
Cost of Debt	4,75%
Beta	0,95
WACC	6,16%
LT Growth	1,00%
Upside	**15%**