

bpost

"Mooi rendement in de bus"

Advies:	HOUDEN	Huidige koers:	24.37 EUR
Naam analist:	Dieter Furniere	Koersdoel:	20.5 EUR
ISIN code:	BE0974268972	Opwaarts potentieel:	-15.9%

	2014	2015E	2016E	2017E
Winst per aandeel (EUR)	1.56	1.60	1.58	1.64
% groei j/j	-	3.0%	-1.4%	3.8%
Koerswinst ratio	15.6x	15.2x	15.4x	14.8x
Bruto dividend (EUR)	1.23	1.27	1.27	1.28
% groei j/j	#N/A	3.3%	0.0%	0.6%
Dividendrendement (%)	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%

In een notendop

Bpost voorstellen lijkt op het eerste gezicht een overbodige zaak. Het is één van de grootste werkgevers van het land en iedereen komt wel eens met het bedrijf in aanraking. Nochtans is het postbedrijf, dat sinds juni 2013 op de beurs noteert, meer dan enkel de postmannen en -vrouwen die in alle vroegte en in weer en wind brieven en kranten in de bussen gooien. Al leveren die laatste wel nog steeds de bulk van de omzet.

Toch is het meer dan de moeite waard om de activiteiten van "De Post" eens tegen het licht te houden en te kijken wat er nog allemaal in de envelop zit, want de toekomstige groei zal voornamelijk uit de niet-traditionele postactiviteiten komen. De activiteiten van bpost worden vandaag in drie grote stukken verdeeld: binnenlandse post, pakjes en bijkomende inkomstenbronnen.

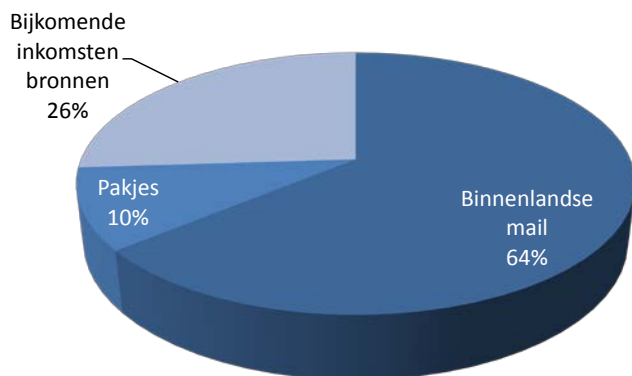
Kerncijfers



Bron: Jaarverslag bpost 2013

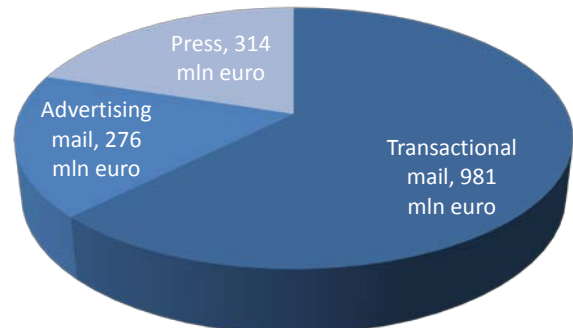
Aandelenfocus

OMZETVERDELING GROEP



Bron: bpost

OMZETVERDELING BINNELANDSE POST



Bron: bpost

Segmenten

- **Binnenlandse mail:** Met een omzet van 1,551 miljard euro tekenen deze activiteiten voor 64% van de activiteiten van de groep. De bulk daarvan, 961 miljoen euro, is afkomstig van wat gemakshalve als klassieke postbedeling wordt omschreven. Advertentiepost is goed voor 276 miljoen euro en press (krantenbedeling) is goed voor de resterende 314 miljoen euro. De Belgische overheid moet binnenkort trouwens een nieuwe aanbesteding uitschrijven voor de ochtendlijke verdeling van kranten en tijdschriften. Vandaag krijgt bpost hiervoor een vergoeding van 200 miljoen euro. Andere kandidaten voor het krantenbedelingscontract zijn AMP en BD.
- **Pakjes:** De levering van pakjes was in 2013 goed voor een omzet van 250 miljoen. Met 10% van het totaal is deze poot op het niveau van de omzet meteen ook de kleinste. Binnenlandse leveringen van pakjes zijn goed voor het leeuwendeel (142 miljoen euro) van deze activiteiten, met internationale leveringen op een tweede plaats (92 miljoen euro). Op de binnenlandse markt claimt bpost een marktaandeel van 50%. Tussen 2010 en 2012 tekende het bedrijf hier een groei op van 5% per jaar. In het B2B-segment, met een waarde van 750 tot 850 miljoen euro, tekent bpost voor een marktaandeel van 5%. Tegen 2017 ambiert bpost een verdubbeling van het marktaandeel. Op de internationale pakjesmarkt wil bpost het verschil maken door als tussenpersoon op te treden tussen verzending en aflevering. In België staan ze zelf voor de "last mile" levering in, daar waar ze in andere landen gebruik maken van externe partners. Dankzij een strategische aanwezigheid in Noord-Amerika en China verzekert de Belgische groei zich van goederenstromen uit die regio's. In hetzelfde segment vinden we ook nog de Special Logistics terug die goed zijn voor de resterende 16 miljoen euro.
- **Bijkomende bronnen van inkomsten:** Onder deze weinig inspiratieve noemer vinden we activiteiten terug die in 2013 goed waren voor een omzet van 628 miljoen euro of 26% van het totaal. Hier vinden we onder meer de bank- en financieringsactiviteiten van bpost terug (209 miljoen euro) en International mail (199 miljoen euro). Zo'n 90 miljoen euro is afkomstig van value added services zoals bijvoorbeeld het versturen van inschrijvingsbewijzen en nummerplaten van voertuigen, maar ook het aan het huis leveren van boodschappen, afleveren van voorschriftdocumenten aan artsen,...Andere diensten ten slotte maken met 130 miljoen euro het omzetplaatje volledig.



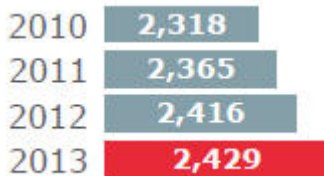
Aandelenfocus

Strategie

Die drie segmenten sijn pelen vanzelfsprekend door in de strategie van de groep die er op gericht is om, zoals de groep het zelf zegt, “**de brievenbus te verdedigen**”. Dit wil niks minder zeggen dan dat bpost zijn basisactiviteit, post, zal blijven ontwikkelen. De volumes van de basisactiviteit staan weliswaar onder druk (-4,9% in de eerste jaarhelft), maar een rondvraag leert dat 74% van de mensen (afhankelijk van het soort briefwisseling) nog steeds papier verkiest boven elektronische mail.

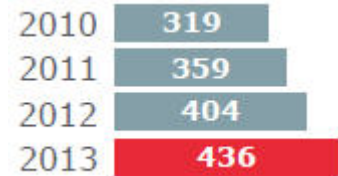
Niet blind voor het groeiende belang van dit laatste element zet bpost ook volop in op **innovatie**, geënt op de basisactiviteit. Daarvoor beroept het bedrijf zich op het uitgebreide distributienetwerk in België, waarop ook op zaterdag en mogelijk ook op zondag een beroep kan worden gedaan. Recente innovaties in dit verband zijn verder ook de pakjesautomaten die de marktpositie van bpost in het e-commerce segment (B2C) moet kunnen verbeteren. Daarnaast stelt de groep ook productiviteit centraal en het verbeteren van de kosten. In de voorbije twee jaar daalde het aantal voltijdse betrekkingen bij bpost met ongeveer 1.000. En met 37% van de medewerkers als 50-plusser is er volgens de groep nog ruimte voor natuurlijke afvloeiingen. Onder de vlag Visie 2020 wil bpost een oplossing bieden voor de dalende postvolumes, de complexere product mix en het toenemend aantal pakjes.

OMZETEVOLUTIE (IN MLN EURO)



Bron: bpost

EVOLUTIE GENORMALISEERDE EBIT (IN MLN EURO)



Bron: bpost

Bron: bpost

Resultaten

Bpost komt midden maart met volledige jaarcijfers, maar liet begin december al weten dat over de eerste tien maanden van het jaar het nettoresultaat op 244,8 miljoen euro uitkwam. Er werd bij dezelfde gelegenheid een interimdividend aangekondigd van 1,04 euro bruto per aandeel.

In het derde kwartaal boekte het postbedrijf een omzet van 569 miljoen euro (verwachtingen KBC Securities: 556 miljoen euro), een REBITDA van 104 miljoen euro (93 miljoen euro verwacht) en een REBIT van 82 miljoen euro (72 miljoen verwacht). De nettowinst (IFRS) kwam uit op 53 miljoen euro (48 miljoen euro verwacht) en de niet geconsolideerde nettowinst volgens Belgian GAAP eindigde op 47 miljoen euro (38 miljoen euro verwacht).

Per divisie zagen de resultaten er als volgt uit:

- **Binnenlandse post:**

De volumes daalden met 4,6% in het voorbije kwartaal en gecorrigeerd voor het aantal werkdagen met 4,3%. (KBCS -5,7%, CSS -5,3%). Voor het volledige boekjaar stelde bpost eerder een daling met 5,5% in het vooruitzicht, maar met de cijfers over de eerste negen maanden in de hand werd die verwachting bijgesteld tot -5,0%. (KBCS -4,7%, tegen -5,2% voor de kwartaalcijfers). De volumes werden deels ondersteund door éénmalige mailings van enkele klanten, maar ondervond toch de negatieve impact van e-substitutie en advertentiemails. Maar het management ziet geen verdere agressieve maatregelen bij klanten.

- **Binnenlandse pakjes:**

De volumes stegen met 10,3% (+5,2% in de eerste jaarhelft, KBCS +6,5%) en kregen een zetje van de sterke vooruitgang in e-commerce, de eerste tekenen van herstel in C2C en voor 0,6% éénmalige elementen. Het segment Internationale pakketjes steeg met 10,6 miljoen euro (KBCS 5,6 miljoen euro).

De operationele kosten kwamen uit op 486 miljoen euro (KBCS 483 miljoen euro), een combinatie van herstructureringskosten en hogere inkomsten dan verwacht, grotendeels gecompenseerd door lagere operationele uitgaven.

Aandelenfocus

Vooruitzichten 2014

Op basis van de cijfers over de eerste negen maanden verhoogde KBC Securities-analist Dieter Furniere de verwachting voor de bedrijfswinst van 472 naar 487 miljoen euro. Hij aligneerde zich daarmee met het management dat voor het vierde kwartaal een resultaat verwacht ten minste in lijn met vorig jaar en derhalve de vooruitgang geboekt in de eerste negen maanden van het jaar zal kunnen vasthouden. In cijfers betekent dit 464 miljoen euro. Volgens bpost staan de netto resultaten onder BGAAP over de eerste negen maanden van 2014 op hetzelfde niveau als de cijfers over de eerste 10 maanden van 2013 (gecorrigeerd voor uitzonderlijke belastingen).

Waardering

- Het aandeel noteert deze dagen op zijn hoogste peil van de voorbije 12 maanden. Die beweging verliep in een quasi rechte lijn en bracht het aandeel van 15,05 euro naar 24,52 euro. Vandaag werd met 24,70 zelfs even op het hoogste peil sinds de beursgang afgetikt! Dat levert een marktwaarde op van 4,9 miljard euro.
- Bpost noteert momenteel aan een **koers-winstverhouding** van 15,2x voor 2015. Dat is omwille van de nog recente beursgang moeilijk in historisch perspectief te zetten, maar het ligt wel in lijn van de waarderingniveaus over 2014. Een ietwat meer genuanceerd beeld krijgen we op basis van de **koers/boekwaarde** verhouding voor 2015, die momenteel een stevige 7,6x bedraagt. Dat cijfer ligt boven het niveau per einde 2014 (5,1x), maar zou omwille van de nog op te bouwen winsten in de komende jaren moeten dalen naar 6,05 in 2016. Voor 2015 schommelt de **EV/EBITDA**-verhouding de 8x.
- Veel belangrijker is het dividendrendement. Terwijl de verwachte coupon een jaar geleden nog vlot boven de 7% (bruto) uitklim, heeft de koersstijging dat percentage gereduceerd tot 5,1% voor 2014. Dat is nog steeds een bijzonder aantrekkelijk niveau in een lage rente omgeving en zolang dit niveau aangehouden blijft, kunnen we redelijkerwijs verwachten dat beleggers het aandeel maar wat graag in portefeuille willen blijven houden.

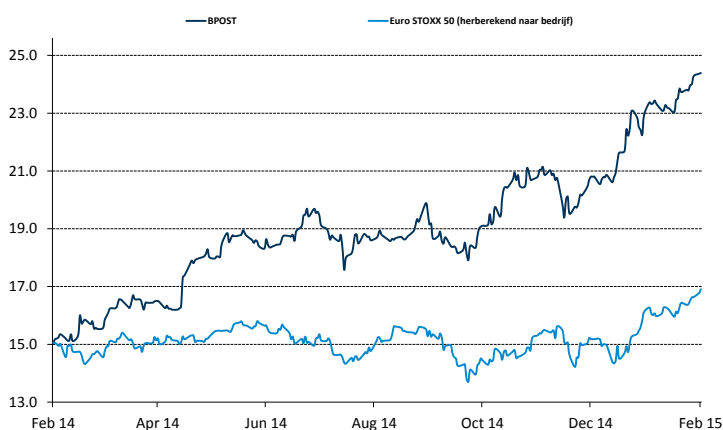
Conclusie

Op basis van de sterke kwartaalcijfers en gezien de kleiner dan gevreesde daling van de volumes bij binnenlandse post, verhoogde Dieter Furniere zijn winstverwachting per aandeel voor 2014 van 1,53 naar 1,56 euro per aandeel. Voor 2015 wordt dat 1,60 euro in plaats van 1,58 euro. Het advies bleef onveranderd op houden, maar het koersdoel werd opgetrokken van 19,5 euro naar 20,5 euro. Aan het nieuwe koersdoel noteert bpost aan 6,6 keer EV/EBITDA en aan een vrijkasstroomrendement van 7,2%.

Dat is allemaal goed nieuws voor de aandeelhouders, temeer omdat de postgroep een minimum uitbetaling vooropstelde van 85% van de nettowinst (onder Belgian GAAP). KBC Securities mikt daarom op een coupon van 1,23 euro over 2014 (5,1% bruto) en 1,27 euro over 2015 (5,2% bruto).

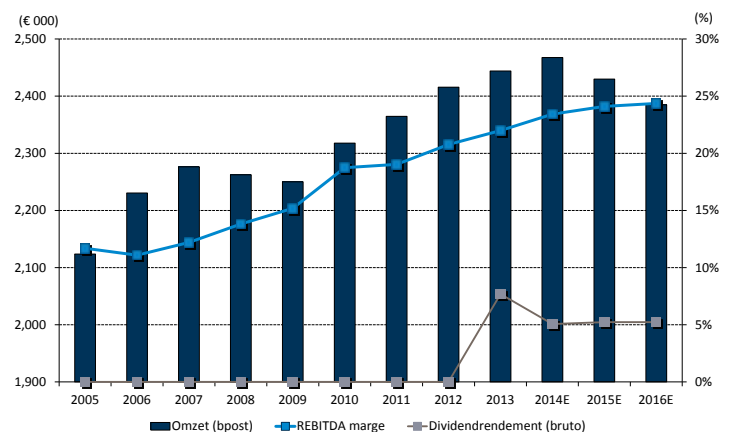
Kijken we nog even naar het koersdoel. Dat staat op dit moment op 20,5 euro, terwijl de koers zelf ondertussen doorstoomde naar een niveau van ver boven de 24 euro. Neerwaarts potentieel, met andere woorden, maar wel een heel aantrekkelijk en stabiel dividend. U koopt het aandeel met andere woorden voor zijn cash flows, wat maakt dat bpost op de beurs bekeken wordt als een veredelde obligatie. Wat het in zekere zin en bij de huidige lage rentestand ook is, natuurlijk.

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

OMZET, RENDEMENT EN MARGE



Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

Aandelenfocus

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.