

Stefan Willems
Freelancejournalist



Analyse: De impact van covid-19 op Kinopolis

IN APRIL PUBLICEEERDE DE Belgische bioscoopgroep Kinopolis haar jaarverslag wat een echte aanrader is om te lezen. De kennis, ervaring en liefde voor het bedrijf springt eruit bij het omdraaien van elke pagina.

Een belegger moet altijd vooruitkijken. Nu het duidelijk is dat de covid-19 crisis zal blijven duren tot er een vaccin is, moeten we de implicaties hiervan meenemen in onze beleggingsstrategie. De beste manier om te toetsen of je belegging nog future proof is, is om als advocaat van de duivel elke zwakke plek van je favoriete bedrijf in kaart te brengen.

Om dit te doen voor Kinopolis, gaan we uit van een realistisch scenario. Zo moeten we er rekening mee houden dat de wereld van voor corona (tenzij er wonderen gebeuren), niet zal terugkeren voor midden 2021 en zelfs eind 2021. Dat is de tijd wanneer een eerste vaccin ten vroegste verwacht wordt. Hierna moeten we ook nog tijd incalculeren voor de productie en verdeling van miljarden dosissen wereldwijd, wat maanden kan duren.

In een zeer pessimistisch scenario (dat ik niet zal behandelen) bestaat de kans dat we helemaal geen vaccin zullen vinden tegen 2022. Een vaccin ontwikkelen duurt normaal tien jaar en is geen makkelijk proces. Dit zagen we deze week toen bleek dat het beloftevolle medicijn Remdesivir van Gilead geen voordelen bood tegen corona volgens de WHO. Ook het gehypte hydroxychloroquine blijkt volgens het Europees Geneesmiddelenbureau voor ernstige bijwerkingen te zorgen terwijl de gunstige effecten niet aangetoond zijn. De weg naar een behandeling is dan ook nog lang en tot er een medicijn is, zal de wereld voorgoed anders zijn.



Gezellig samen naar de cinema, wanneer zal het terug mogen?

Is het businessmodel nog future proof?

KINEPOLIS IS VOOR VEEL mensen al jaren een goede huisvader-aandeel. Exemplarisch is dat ceo Eddy Duquette in interviews erop wijst dat men een zo hoog mogelijk rendement wil behalen met een lager dan gemiddeld risicoprofiel. In het verleden lukte dit, want Kinopolis bewijst al jaren dat men het bezoekersaantal kan verhogen en meer winst kan halen uit hetzelfde aantal klanten. Een zeer mooi trackrecord waar Kinopolis lof voor verdient.

De vraag is of Kinopolis in een post corona-omgeving nog wel zo future proof zal zijn. In China heeft men de cinema's te-

rug geopend, maar al snel terug gesloten. Ruimtes waar honderden mensen samenkomen en op elkaar zitten, zijn immers de perfecte manier om het coronavirus snel te verspreiden. Je zit immers in afgesloten ruimtes waar covid-19 deeltjes nog uren kunnen blijven rondzweven en ook op de oppervlaktes achterblijven. Om de zoveel uur zitten nieuwe bezoekers in de stoelen waardoor Kinopolis zal moeten investeren in reiniging. Overheden zullen tegelijkertijd niet toelaten dat na alle maatregelen die we hebben genomen, we ineens events zullen toelaten waarbij het risico van een nieuwe massa-uitbraak bestaat. Er zullen dus strenge maatregelen gelden in de bioscopen.

Kinepolis bezoekers per land

Bezoekers (mio)	België	Frankrijk	Canada	Spanje	Nederland	US	Luxemburg	Zwitserland	Totaal
2018	8	6,6	11,6	4,3	4,1	-	0,9	0,1	35,6
2019	8,1	7,4	11,7	6,2	4,5	1,4	1	0,1	40,3
Vershil 2019-2018	1,6 %	12,5 %	0,3 %	43,6 %	11,1 %	-	6,4 %	3,8 %	13,3 %



© Lieven Van Assche / dphphotography

“Erger is dat de crisis filmhuizen onder druk zet om sneller de toevlucht te nemen tot streamingkanalen. De afgelopen jaren was er al een trend waarbij films minder lang exclusief draaiden in de bioscopen.”

Negatieve impact op aantal bezoekers per zaal en rotatiesnelheid

DIT HEEFT GROTE GEVOLGEN voor Kinepolis. De zalen waarin duizend personen kunnen, worden ineens grotendeels onbruikbaar. Een bezettingsgraad van 20% tot 25% kan hierdoor wel eens de nieuwe norm worden. Zo heeft in Nederland de

cinema-uitbater Pathé een protocolvoorstel opgesteld voor de Nederlandse Vereniging van Bioscopen en Filmtheaters. Hierin spreekt men van een maximum van 100 bezoekers per zaal waarbij men minstens 3 stoelen afstand houdt van elkaar. Dit is maar een voorstel, maar ingrijpende maatregelen lijken onvermijdbaar en zullen een enorme impact hebben op het

maximale bezoekersaantal en de ticketinkomsten.

Vastgoed is een zegen, maar daalt wel in waarde

EEN VAN DE STERKE punten van Kinepolis is het vastgoed dat men in portefeuille heeft waardoor men hierop geen huur moet betalen. Zo schatten analisten de waarde van het vastgoed van Kinepolis op 700 miljoen tot 1 miljard euro. Een kanttekening: als men praat over de waarde van het vastgoed, moeten beleggers beseffen dat dit vastgoed vaak enkel dient voor specifieke activiteiten. Bioscopen tellen immers grote inkomhallen, lange gangen en grote ruimtes die niet voor alle activiteiten bruikbaar zijn. Door de specifieke structuur blijven vaak enkel bioscoopuitbaters of andere organisatoren van massa-events over als potentiële koper. En laat net deze groepen onder druk staan door het virus.

Het argument dat er een sterke vastgoedbuffer achter Kinepolis zit, moet ik daarom nuanceren. Dit klopt en helpt om de uitbatingkosten laag te houden, maar het argument dat het een financiële buffer is die de waardering van het aandeel ondersteunt, is een gevaarlijke these. Met sectorgenoten die kreunen onder de schulden en door de effecten van het coronavirus, is het niet vanzelfsprekend om een goede prijs hiervoor te krijgen. Ook is het de vraag hoe je dit vastgoed moet waarderen in coronatijden en of je het wel makkelijk verkocht krijgt. In de realiteit moet je op het einde van de dag immers een koper hebben en vastgoed is niet liquide in tijden van nood. Ook een sale and lease back kan in het geval van permanent lagere bezoekersaantallen wel zorgen voor liquiditeit, maar zal op lange termijn niet gunstig zijn voor de groep.

Anderzijds bewees Kinepolis in het verleden wel dat men cinema's deels kon ombouwen tot indoor playgrounds (Madrid) of klimmuren (Frankrijk). Ech-

Kinepolis resultaten 2015-2019

Geconsolideerde winst- en verliesrekening

(in '000 euro)	2015	2016	2017	2018	2019
Opbrengsten	301.571	324.938	355.427	475.880	551.482
EBITDA	88.739	91.650	103.186	117.187	172.339
Aangepaste EBITDA	90.958	94.574	104.292	118.999	174.148
Aangepaste EBITDA excl. IFRS 16	90.958	94.574	104.292	118.999	146.843
Brutowinst	99.578	100.209	113.395	130.229	157.596
Bedrijfsresultaat	65.245	63.207	72.915	79.130	101.037
Financieel resultaat	-7.754	-7.619	-8.213	-12.371	-23.726
Winst voor belastingen	57.491	55.588	64.702	66.759	77.311
Winst	32.255	47.646	49.067	47.409	54.372
Aangepaste winst	43.207	40.413	44.745	47.522	56.003
Eigen vermogen	123.033	149.898	176.394	177.617	211.253
Netto financiële schuld (IFRS 16)	162.008	169.751	224.310	276.818	833.093
Netto financiële schuld (excl. IFRS 16)	162.008	169.751	224.310	276.818	416.950

ter is de boodschap steeds hetzelfde. Het vastgoed zal door zijn natuur vaak moeten dienen voor massa-events en die sector zal de komende tijd niet meer zo rendabel zijn als vroeger. Ook verhuurt men maar liefst 90.000 vierkante meter aan derden. Vaak zijn dit andere horecagelegenheden of shops die profiteren van de massa die komt voor het bioscoopbezoek. Ook deze huurgeden dreigen onder druk te komen door de langdurige sluiting, een dalend aantal bezoekers en de impact van covid-19 op de horeca huurders.

“In China heeft men de cinema’s terug geopend, maar al snel terug gesloten. Ruimtes waar honderden mensen samenkomen en dicht tegen elkaar zitten, zijn immers de perfecte manier om het coronavirus snel te verspreiden.”

Schuldhefboom dreigt te stijgen

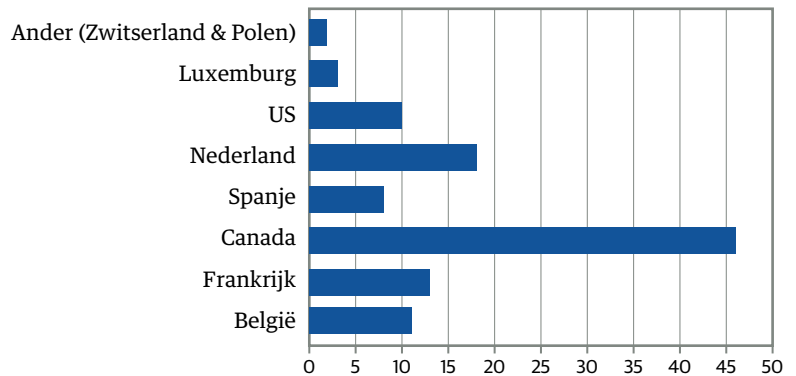
OOK MOETEN BELEGGERS OOG hebben voor de schuldpositie van de groep. Zo zat Kinopolis eind 2019 op een schuldenberg van 416,95 miljoen euro (of 833,09 miljoen euro op basis van IFRS 16 waarbij men ook onder meer de toekomstige huren en leasings meeneemt). Hierdoor komt men uit op een netto financiële schuld tegenover de EBITDA van 2,87 wat veel hoger is dan in de afgelopen jaren. Kinopolis verteert immers nog de overname van onder meer MJR Digital Cinemas voor 152 miljoen dollar die vooral multi-en megaplexen bevat. Bij constante omzet en marges zou dit geen probleem zijn. Echter dreigt door de lange sluiting en de overgangsmaatregelen de netto schuld tegenover de EBITDA-winst hoog op te lopen.

Indien de covid maatregelen blijvend zullen zijn tot eind 2021, kan dit de bioscoopgroep in de problemen brengen.

Kinopolis

(in '000 euro)	2015	2016	2017	2018	2019
Ratio's en kerngetallen	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA / Opbrengsten	29,4 %	28,2 %	29,0%	24,6%	31,3%
Winst / Opbrengsten	10,7 %	14,7 %	13,8%	10,0%	9,9%
Netto financiële schuld / EBITDA (IFRS 16)	1,83	1,85	2,17	2,36	4,83
Netto financiële schuld / EBITDA (excl IFRS 16)	1,83	1,85	2,17	2,36	2,87
Current ratio (IFRS 16)	0,85	0,71	1,30	0,67	0,75
Bruto-dividend	0,79	0,87	0,90	0,92	/
Pay-out ratio	50 %	50 %	50 %	52 %	/
Bezoekers in totaal (miljoen)	22,1	23,8	25,3	35,6	40,3

Aantal bioscopen Kinopolis



Zo heeft Kinopolis met zijn banken afgesproken dat men moet voldoen aan bepaalde schuldvoorwaarden. Zo mogen de financiële convenanten maximaal een hefboomratio hebben van 3,75 (2,87 eind 2019) en mag deze maximaal stijgen naar 4,25 in geval van een materiële overname. Dit betekent dat grote overnames niet vanzelfsprekend zijn indien de winst langdurig onder druk komt.

Wel moet er opgemerkt worden dat Kinopolis pas in 2022 grote delen van zijn

schuld zal moeten betalen, wanneer men 61,4 miljoen euro moet terugbetalen. Pas dan komen enkele grote aflossingen dichterbij (de gemiddelde looptijd van de schulden bedraagt 6 jaar). Het risico bestaat dat de gemiddelde rente op de schuld tegen dan kan stijgen. Als de rentabiliteit van het businessmodel onder druk blijft, kunnen schuldeisers een hogere rente gaan vragen voor nieuwe schuld. Zo heeft sectorgenoot AMC Entertainment deze maand voor 500 miljoen dollar aan obligaties moeten uitgeven op 5 jaar tegen 10,50 procent in april omdat men in geldnood zat. Dit terwijl Cineworld op een uitgifte van 250 miljoen dollar aan senior notes 8,75 procent moest betalen onlangs. Kinopolis heeft momenteel een gemiddelde rente van 2,7%.

Vaste kosten blijven doorlopen, al valt dit mee

MOMENTEEL HEEFT KINOPOLIS ZIJN zalen volledig gesloten voor het publiek. Het krijgt steun van de overheid door de tussenkomst van tijdelijke werkloosheid en loonsubsidies, maar enkele kosten zoals

huur en rentebetalingen lopen verder. Kinopolis had eind 2019 wel cash ten bedraage van 70 miljoen euro en een kredietlijn van 120 miljoen euro tot zijn beschikking, die niet gebruikt werden. Die zal Kinopolis moeten aanspreken om zijn vaste kosten te betalen. Een interessante analyse kwam onlangs van het beurshuis Kepler Cheuvreux schat dat de cashburn tijdens de sluiting tussen de 6 à 7 miljoen euro per maand bedraagt.

Kan streaming door corona een volwaardige concurrent worden?

EEN NIET TE ONDERSCHATTEN gevaar voor de toekomst is de snelheid waarmee online streaming versneld zijn opmars maakt wereldwijd. Spelers als Netflix zagen hun klantenbestand enorm toenemen en ook de doorsnee Belg kijkt nu veilig van thuis zijn films. Erger is dat de crisis filmhuizen

werden al uitgesteld, maar zolang het coronavirus voor onduidelijkheid zorgt, kan dit impact hebben op de creatie van nieuwe blockbusters die vaak miljoenen investeringen vragen.

“Beurshuis Kepler Cheuvreux schat dat de cashburn tijdens de sluiting tussen de 6 à 7 miljoen euro per maand bedraagt.”

Snackinkomsten onder druk

EEN ANDERE VASTSTELLING IS dat mondmaskers wel eens een grote hindernis kunnen vormen voor Kinopolis. Iets waar mensen nog niet bij stilstaan is dat mondmaskers in openbare ruimtes wel eens

mondmasker af te nemen. Dit klinkt onnoznel, maar als een mondmasker verplicht zal worden, is dit een oprechte bezorgdheid. Een daling van indoor sales door een lager bezoekersaantal is te verwachten, maar het kan niet uitgesloten worden dat eten in een cinema door mondmaskers ook in vraag gesteld zal worden.

Kinopolis blijft wel beste van de klas

WE MOETEN OOK POSITIEF blijven. Een van de voordelen die Kinopolis heeft tegenover zijn concurrenten, is dat men door het aanwezige vastgoed in portefeuille een concurrentieel voordeel heeft. Groepen als Cineworld en AMC hebben veel slechtere balansen en moeten hun zalen vaak huren. Kinopolis daarentegen heeft het meeste vastgoed in portefeuille (53 bioscopen die samen 55% van de bezoekers genereren)

waardoor men de kosten van uitbating kan beperken. De huurgelden van zijn andere zalen die voornamelijk in Canada liggen, schat het beurshuis Kepler Cheuvreux trouwens op 30 miljoen euro per jaar. Dat ook de vaste kosten maar 30 procent van het totaal uitmaken, is positief voor Kinopolis. Dit ligt momenteel zelfs onder de 30 procent door de steun van de tijdelijke werkloosheid en de loonsubsidies, vertelde Kinopolis.

Conclusie

DE ULTIEME VRAAG IS of het nieuwe coronavirus een tijdelijke impact zal hebben op de wereld en of de cinemawereld terug zal worden als voorheen. Zal de wereld terug normaliseren? Dan is Kinopolis tegen de huidige koersen

absoluut aantrekkelijk. Al lijkt het er eerder op dat Kinopolis zeker tot 2021 zware tijden zal kennen met lagere bezettingsgraden en eventueel zelfs nieuwe sluitingen bij een volgende uitbraak. Niemand die weet wat de toekomst brengt, maar op basis van de scenario's hierboven heeft u nu wel al zicht op de potentiële nieuwe wereld voor Kinopolis. Aan u nu om een risicoanalyse te maken.



onder druk zet om sneller de toevlucht te nemen tot streamingkanalen. De afgelopen jaren was er al een trend waarbij films minder lang exclusief draaiden in de bioscopen. Dit betekent een kortere periode van exclusiviteit wat in de toekomst extra concurrentie kan geven in het voordeel van de streamingindustrie. Ook zullen nieuwe films die nog gemaakt moeten worden vermoedelijk vertraging oplopen omdat de inkomsten uit ticketverkoop onduidelijk zijn. Films zoals de nieuwe James Bond

verplicht kunnen worden. Dit lijkt weinig invloed te hebben op het eerste zicht, maar dat is het niet.

Zo heeft Kinopolis bewezen dat men in het verleden de omzet per klant de hoogte in kon jagen door zijn snoepwinkels. In 2019 kon Kinopolis maar liefst 155,9 miljoen euro ontvangen door zogenaamde in-theatre sales. Dit slaat op de Kinopolis shop waar men onder meer snoep en dranken kan kopen. De vraag is echter hoe je snoep zoals popcorn kunt eten zonder je