

Telenet: de cijfers en de heisa over het (gebrek aan een) dividend

IN 2017 REALISEERDE EEN omzet van 2.528,1 miljoen euro, een groei van 4,1% tegenover 2016. Overnames en desinvesteringen speelden een zekere rol, we denken hierbij aan de volledige consolidatie van Base in 2017 terwijl in 2016 de cijfers ongeveer 10,5 maand geïntegreerd werden. In 2017 werd SFR Belux voor het eerst geconsolideerd en dit voor ongeveer 6,5 maand. Daarnaast was er de verkoop van Ortel. Zonder deze transacties was de autonome omzetgroei op 1% uitgekomen.

Die omzetgroei van 1% was de resultante van verschillende elementen in positieve en negatieve zin. In negatieve zin was er de stopzetting van de verkoop van bepaalde producten (bv. vaste lijn) bij Base, de omzet uit mobiele telefonie daalde, alsook de verkoop van gesubsidiëerde smartphones. In positieve zin was er de verhoging van het tarief van de abonnementen voor kabeltelevisie en de hogere omzet uit bedrijfsdiensten.

De EBIT of bedrijfswinst kwam 7,4% lager uit en daar zijn 2 belangrijke redenen voor. Enerzijds was er een kost van 29,2 miljoen euro voor het overbrengen van de mobiele klanten van het netwerk van Orange naar het eigen netwerk, anderzijds waren er hogere afschrijvingen na de investeringen die verricht werden voor de upgrade van het netwerk.

De aangepaste EBITDA (gezuiverd voor niet-recurrerende elementen) nam 8,3% toe. De elementen die daartoe bijdroegen zijn: lagere netwerkkosten door een groter gebruik van het eigen Base-netwerk in plaats van het Orange-netwerk, een lagere subsidiëring van nieuwe smartphones en lagere integratie- en transformatiekosten van Base. Het financiële resultaat verbeterde verder dankzij de verschillende initiatieven om de gemiddelde rente te verlagen. De netto financiële schuld eind 2017 kwam licht hoger uit dan eind 2016.

Vrije cashflow

DE (AANGEPASTE) VRIJE CASH-FLOW (zonder rekening te houden met acquisities) kwam 43,6% hoger uit dan in 2016, op 381,8 miljoen euro. Tegenover 2016 profiteerde Telenet van belangrijke eenmalige cash-ontvangsten, van 23,5 en van 18,7 miljoen euro. De investeringen liepen op tot 729,2 miljoen euro, goed voor 28,8% van de omzet, een relatief hoog percentage.

Waardering

NU WE WAT MEER bruikbare data in handen hebben, is het moment ideaal om ons conservatief DCF-model op Telenet toe te passen. We gebruiken daarvoor de omzetcijfers van 2017, evenals de aangepaste EBITDA, we gaan uit van investeringen ten bedrage van 25% van de omzet en van de belastingen over 2017. De netto financiële schuld eind 2017 berekenden we op 4.784,8 miljoen euro.

De verschillende uitkomsten plaatsten we in de bijgevoegde tabel, we simuleerden waarderingen met 3 verschillende verdisconteringsvoeten om te zien waar we zouden uitkomen. Gelet op de huidige koers van 56,50 euro, zouden we kunnen stellen dat de markt een verdisconteringsvoet van ongeveer 4,75% gebruikt voor de huidige waardering. 4,75% is relatief laag, feit is dat we niet uitgaan van groei in deze simulatie. Zoals gezegd kan je met cijfers alles bewijzen en zeker ook met DCF-modellen. Door de gerichte keuze van bepaalde parameters kan je bekomen wat je wilt, dit naargelang de gemoedstemming (je bent positief of negatief over de groep). Onze stelling is dat Telenet niet echt goedkoop genoemd kan worden, gelet op het feit dat een verdisconteringsvoet van 4,75% (met 5% → 50,53 euro, met 4,5% → 60,68 euro) moet gebruikt worden om een waardering in de buurt van de huidige beurskoers te bekomen. Sommige beleg-

gers zijn natuurlijk tevreden met dergelijk lage verdisconteringsvoet door de defensieve aard van de activiteiten en de mooie cash-creatie jaar na jaar. Over 2017 kwam het cashrendement (vrije cash-flow gedeeld door beurswaarde) uit op 5,7%, wat iets aantrekkelijker is, maar dat houdt dan weer geen rekening houdt met de relatief hoge schulden van Telenet.

Tot slot komen we nog even terug op de heisa rond het al dan niet uitkeren van een gul dividend. In feite begrijpen we de discussie niet goed in die zin dat eind 2017 de ratio schuld/EBITDA op 3,95 uitkwam. Dit is niet direct een niveau dat veel ruimte biedt voor een grote uitkering. In feite zou dergelijke uitkering iets te vroeg komen. Telenet heeft immers voor 1,547 miljard euro acquisities verricht in 2016 en 2017 (Base en SFR Belux) en moet die acquisities nog deels verwerken, zowel financieel als operationeel. Naar 2018 en 2019 toe zou een zekere dividenduitkering wel een optie kunnen zijn, op voorwaarde natuurlijk dat er geen overname-opportunities zijn, in binnen- of buitenland. Zo weten we dat er een grote opportuniteit is in Wallonië en kan het niet uitgesloten worden dat de kabelgroep Altice bepaalde activa gaat verkopen. Met bijkomende overnames zal Telenet zeker meer aandeelhouderswaarde kunnen creëren dan met het uitkeren van een hoog dividend. Op korte termijn is er wel de inkoop van eigen aandelen voor 75 miljoen euro.

Gert De Mesure

Redactie 20 februari 2018

koers Telenet 56,50 euro

www.telenet.be

(in miljoen euro)	2016	2017	Δ16/17
Omzet	2.429,1	2.528,1	4,1%
EBITDA (aangepast)	1.117,1	1.209,9	8,3%
EBITDA %	46,0%	47,9%	
EBIT	485,4	449,6	-7,4%
Financieel resultaat	-369,9	-297,4	
Belastingen	-43,0	-41,7	
Nettowinst	41,6	113,8	173,6%
Investeringen	626,8	729,2	16,3%
Als % van omzet	25,8%	28,8%	
Vrije cash-flow (aangepast)	265,8	381,8	43,6%

Omzet 2017	2.528,1		
EBITDA (aangepast, 2017)	1.209,9		
Investeringen (25% van omzet)	632,0		
Belastingen 2017	-42		
Vrije cash-flow in miljoen euro	535,9		
Discontovoet	4,5%	5,0%	6,0%
Verdisconteerde eindwaarde in m euro	11.908,3	10.717,5	8.931,3
Minus netto financiële schuld	-4.784,8	-4.784,8	-4.784,8
Waarde in miljoen euro	7.123,5	5.932,7	4.146,5
Per aandeel in euro	60,68	50,53	35,32