

Gert De Mesure

Analist VFB



# Telenet: overnames versterken groeiprofiel

ER BESTAAN 101 MANIEREN om aandelen en bedrijven op de beurs te beoordelen. Bij Telenet kunnen klassieke ratio's zoals een koers/winstverhouding of een koers/boekwaarde (boekwaarde of eigen vermogen is negatief ten bedrage van 1,218 miljard euro eind september 2016!) wel niet toegepast worden. Een conservatieve DCF kan een optie zijn, maar zoals we aangetoond hebben, hangt veel af van de uitgangspunten die gebruikt worden. De voorbije jaren verkozen we het bij Telenet te hebben over het cashflowrendement, met name de vrije cash-flow die het bedrijf hoopte te realiseren tegenover de beurswaarde.

Dat cashflowrendement lag de voorbije jaren relatief laag (zie Beste Belegger van juni 2016: cashflowrendement toen van 3,5% tot 4%). Laag of niet, het houdt wel in dat het bedrijf elk jaar meer waard wordt door de vrije cash die gegenereerd wordt en die in het bedrijf blijft. De vrije cash werd de voorbije jaren stevast gebruikt om de schuld te verlagen en/of om eigen aandelen in te kopen en/of een uitzonderlijke kapitaaluitkering te verrichten. In 2015 en 2016 kwam daar een andere bestemming bij, met name overnames. In 2015 werd de mobiele operator Base ingelijfd, eind 2016 was kabelbedrijf SFR BeLux aan de beurt. Het is duidelijk dat deze overnames het groeiprofiel van Telenet ten goede komen en versterken.

## Overnameprijs 1,725 miljard euro

RELATIEF GEZIEN GAAT HET hier om belangrijke overnames, want tegenover de huidige beurswaarde van 6 miljard euro bedroeg de overnameprijs voor beide doelen 1,725 miljard euro, waarvan 1,325 miljard euro voor Base en 400 miljoen euro voor SFR BeLux. Een andere benadering is via de

omvang van de EBITDA. Voor 2016 kan deze bij Telenet rond 1,1 miljard euro uitkomen, tegenover de geschatte 140 miljoen euro van Base en de geschatte 50 miljoen euro van SFR BeLux.

In de cijfers over de eerste 9 maanden van 2016 krijgen we een goed zicht op de impact van de consolidatie van Base in de resultaten. Zo zien we dat de omzet met 32,4% gestegen is tot 1.799,9 miljoen euro. Op vergelijkbare basis (met Base al geconsolideerd in 2015) was de omzet met 3% gestegen. De EBITDA of operationele cashflow steeg 17,1% tot 847,8 miljoen euro, +2,2% was dat op vergelijkbare basis. De EBITDA-marge daalde wel van 53,3% naar 47,1% en dit heeft veel te maken met de lagere rendabiliteit van de Baseklanten.

De EBIT of bedrijfswinst daalde 1% door een belangrijke toename van de afschrijvingen. Het financieel resultaat daalde van -196,7 tot -325,9 miljoen euro. Gecorrigeerd voor herwaarderingen en andere eenmalige elementen ging het financieel resultaat slechts minimaal achteruit, van -185,7 naar -192 miljoen euro. De sterke achteruitgang van het globale financieel resultaat, drukte in belangrijke mate de nettowinst die

69,3% daalde. We merken tevens op dat de investeringen sterk opliepen (van 248,6 tot 417,6 miljoen euro), als gevolg hiervan daalde de vrije cashflow van 225,2 tot 166,7 miljoen euro.

Wat de evolutie van het aantal klanten betreft, is het duidelijk dat de consolidatie van Base zich vooral in mobiele telefonie laat voelen. Hier verdrievoudigde het aantal klanten van iets minder dan één naar meer dan drie miljoen. In kabeltelevisie ging het aantal 1,5% achteruit, vooral door een daling van de 'oudere' analoge klanten. In breedbandinternet en vaste telefonie was er een kleine toename. Een heel belangrijke parameter is de evolutie van het aantal tripleplayklanten, het aantal klanten dat 3 producten/diensten afneemt. Dat aantal steeg 4,9% en is een belangrijk element om de klant langer aan zich te binden. Naarmate de klanten meer diensten afnemen, neemt ook de gemiddelde omzet van die klant toe (+5,3%).

## Interessante groeipolen

WAT KUNNEN WE NU al besluiten? Door de 2 overnames die het relatief goedkoop kan financieren, voegt Telenet 2 interessante

In miljoen euro	9M15	9M16	Δ15/16	Δ15/16 ex Base
Omzet	1359,7	1799,9	32,4 %	+3,0 %
EBITDA	724,2	847,8	17,1 %	+2,2 %
EBITDA %	53,3 %	47,1 %		
EBIT	420,7	416,3	-1,0 %	
Financieel resultaat	-196,7	-325,9		
Fin. resultaat gezuiverd	-185,7	-192,0	-3,4 %	
Nettowinst	135,4	41,6	-69,3 %	
Investeringen	248,6	417,6	68,0 %	
Als % van omzet	18,3 %	23,2 %		
Vrije cash-flow	225,2	166,7	-26,0 %	

groeipolen toe. Maar die overnames betreffen voor een deel netwerken, waarin zwaar geïnvesteerd moet worden met een daling van de vrije cash op korte termijn tot gevolg. De EBITDA-marge daalt tevens omdat de overgenomen bedrijven lagere marges hebben door de afwezigheid van de multiproductstrategie. En de verschillende synergieën, op commercieel en op beheersvlak, presenteren zich maar met vertraging.

Het geheel van effecten vertalen naar een genormaliseerde vrije cashflow is geen eenvoudige opdracht. Wat we wel weten, is dat het bedrijf een gemiddelde jaarlijkse groei van de (aangepaste) EBITDA van 5% tot 7% voorziet voor de periode 2015 tot 2018 en dat tegen 2020 verwacht wordt dat de jaarlijkse synergie-opbrengsten 220 miljoen euro zullen bedragen. Dit waren de commentaren na de cijfers over het derde

	9M15	9M16	Δ15/16
Kabeltelevisie	2.059.700	2.028.600	-1,5 %
<i>Basis kabeltelevisie</i>	356.200	297.600	-16,5 %
<i>Premium kabeltelevisie</i>	1.703.500	1.731.000	1,6 %
Breedbandinternet	1.556.800	1.594.300	2,4 %
Vaste telefonie	1.204.000	1.251.000	3,9 %
Mobiele telefonie	977.200	3.020.000	209,0 %
<i>Postpaid</i>	977.200	2.078.000	112,6 %
<i>Prepaid</i>	-	942.000	n.r.
Tripleplayklanten	1.076.300	1.128.000	4,9 %
Diensten per klantrelatie	2,21	2,26	2,3 %
Omzet/mnd per klantrelatie	50,5	53,2	5,3 %

kwartaal. Die hielden dus geen rekening met de overname van SFR BeLux eind 2016. In principe wordt het dus nog iets beter.

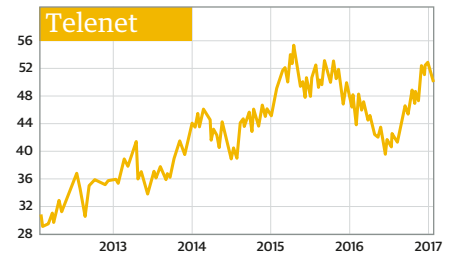
Het is duidelijk dat als we deze elementen beginnen te verrekenen, het aandeel op termijn wel een mooie toekomst tegemoet kan gaan, vooral dankzij de jaarlijkse groei. M.a.w. het aandeel is vandaag geen echt koopje, maar wordt jaar na jaar wat goedkoper naarmate de verbetering tot uiting komt. Met andere woorden, gaat u er van uit dat de verwachte synergieën effectief

gerealiseerd zullen worden, dan mag u zeker kopen. Het Telenetaandeel kan ook voor een andere reden aantrekkelijk zijn, met name de sterke correlatie van de koers met de evolutie van de Bel20. Over de voorbije 5 jaar was er een quasi gelijke koersontwikkeling. Meer passieve (index-) beleggers kunnen dus ook hun gading vinden in dit aandeel voor de langere termijn.

Redactie 19 januari 2017

Koers 50,25 euro

[investors.telenet.be/](http://investors.telenet.be/)



# TINC







## Beleggen in infrastructuur

Bezoek onze website voor meer informatie:  
[www.tincinvest.com](http://www.tincinvest.com)





