

Fagron: alle cijfers op een rijtje

Het zijn woelige tijden voor Fagron sinds de publicatie van de halfjaarcijfers. In al dat gewoel en de daaruitvloegende volatiliteit kan het nuttig zijn om alles eens op een rijtje te zetten, zonder dat we ons laten beïnvloeden door de koersevolutie. Voor alle duidelijkheid herhalen we nog even dat als we een koersdoel voorop zetten, dan is dat meestal gebaseerd op de cijfers van het jaar zelf en dus zonder de groei nadien. Dit is een soort van minimumwaardering en kan aangeven in welke mate de markt al toekomstige groei verdisconteert.

Eind vorig jaar/begin dit jaar zetten we een koersdoel van 33 euro op het aandeel Fagron, op basis van de verwachtingen van het bedrijf voor 2015. Dat was een omzet van 500 miljoen euro en een REBITDA-marge van 26%, een REBITDA (recurrente operationele cash-flow) van 130 miljoen euro dus. Tussen haakjes moeten we er nog bij zeggen dat de gemiddelde analistenverwachting in de maanden april/mei opgelopen was tot een omzet van 523 miljoen euro. Toen de koers in de loop van de periode april/juli tot 44 euro steeg, impliceerde dat dat de markt al bereid was om een premie van meer 30% voor de groei na 2015 te betalen. En dat leek zeker mogelijk, maar ...

Na de publicatie van de halfjaarcijfers toen we de eerste barsten zagen in de cijfers, verlaagden we ons koersdoel naar 29 euro, deels ingegeven door de iets hogere netto financiële schuld, deels door het hoger aantal uitstaande aandelen. Het bedrijf hield toen nog vast aan zijn eerder geformuleerde doelstellingen (omzet 500 miljoen euro en REBITDA van 130 miljoen euro). Begin oktober kwam het bedrijf dan toch met een winstwaarschuwing, met name een omzet tussen 470 en 480 miljoen euro en een REBITDA tussen 105 en 115 miljoen euro. Die lagere cijfers verplichtten ons om wederom ons koersdoel te verlagen, ditmaal naar 26 euro.

De grote vraag die zich dan stelt, is hoe we koersen tot iets minder dan 17 euro kunnen verklaren. De reden moet gezocht worden in de schuldpositie van de groep, meer bepaald de schuldratio. De kredietvoorwaarden stipuleren dat de ratio schuld/REBITDA niet hoger mag zijn dan 3,25. Eind 2014 flirt

te de groep al met een hoog cijfer van 3,18, deels een gevolg van de stijging van de Amerikaanse dollar die de schuld met 22 miljoen euro deed stijgen. We kunnen nu al stellen dat het management toen al een groot risico nam en dat er weinig ruimte was voor minder goede cijfers die eventueel de REBITDA zouden drukken, waardoor automatisch de kredietvoorwaarden geschonden zouden worden. Eind juni 2015 steeg de schuld ratio zelfs naar 3,21, nog iets minder overschot dus en in feite onbegrijpelijk, want er was geen marge over voor de minste tegenslag.

Door de winstwaarschuwing is het nu duidelijk dat de kredietvoorwaarden geschonden zullen worden. Op basis van een netto financiële schuld van 455 miljoen euro eind juni 2015 (kan wel wat dalen naar het einde van 2015) en een geschatte REBITDA van 110 miljoen euro, zal de schuld ratio ruw afgerond uitkomen op 4,1, ruim boven de 3,25 dus. We hebben verschillende scenario's onderzocht die de schuld op korte termijn zouden kunnen doen dalen, zoals een sterke afbouw van het werkkapitaal (minder voorraden, minder klantenvorderingen, meer leverancierskrediet of een sale-and-lease-back van de nieuwe compoundingfabrieken), maar we denken dat dit ontoereikend zal zijn. De REBITDA verhogen is een andere optie, maar dat lijkt moeilijk te realiseren in de 2e helft van 2015. Er komen wel enkele kostenbesparingen, maar die zullen onvoldoende zijn.

Het is nu gissen wat de gevolgen van het schenden van die kredietvoorwaarden zullen zijn. We kennen niet veel voorbeelden, met uitzondering van Deceuninck. Die brak enkele jaren geleden zijn kredietvoorwaarden door de slechte economische omgeving op een ogenblik dat de schuld heel hoog was na een periode van diverse overnames. Deceuninck werd verplicht om te herstructureren en om een kapitaalverhoging door te voeren. We gaan er dan ook vanuit dat de markt inspeelt op een verplichte kapitaalverhoging bij Fagron. En door de koers te drukken via short selling, maken ze het bedrijf extra moeilijk. Het is nu afwachten wat de uitkomst is, ofwel komt er een kapitaalverhoging, ofwel geven de kredietverleners het bedrijf enkele maanden respijt, ofwel wordt



Fagron overgenomen. Veel onzekerheid dus, op basis van de huidige cijfers en de vooruitzichten op langere termijn (de omzet in de vs zal niet blijven dalen) zijn we er echter zeker van dat de koers binnen 12 maand hoger zal staan dan vandaag.



GERT DE MESURE
 REDACTIE 15 OKTOBER 2015
 KOERS 19,70 EURO
 WWW.FAGRON.COM

