

Fundamentele Analyse

Dinsdag 16 juli 2024 | 10u15



Agfa-Gevaert (1,21 EUR)

Kopen (Vorige: Kopen – 20/09/2023)

Koersdoel	1,60 EUR
Potentieel	+32%
Risico	Hoog
Land	België
Sector	Machines & andere uitrusting
Symbool ISIN	AGFB BE0003755692
Markt	Euronext Brussel
Kapitalisatie	187 miljoen EUR
Koers/Winst	n.v.t.
Koers/Nettoactiva	0,5x
Dividendrendement	n.v.t.

Profiel

Agfa-Gevaert is wereldwijd een van de marktleiders op het gebied van beeldvormingssystemen en gerelateerde producten:

- röntgenoplossingen voor ziekenhuizen (37% van de omzet in 2023)
- digitale afdruk en chemische producten: inkt, printers, enz. (35%)
- IT-oplossingen voor ziekenhuizen (22%)
- levering van film, chemicaliën en een reeks ondersteunende diensten aan de voormalige Offset Solutions divisie (6%)

Agfa-Gevaert heeft ernstige problemen maar kan de kar nog keren

Expert in beeldvorming... en in geld verbranden

Agfa-Gevaert is een Belgische specialist inzake beeldvorming met vijfduizend werknemers waarvan iets minder dan de helft in België. De voorbije jaren had het bedrijf zijn handen vol met verschillende herstructureringen. In 2020 verzilverde de groep een groot deel van zijn medische IT-afdeling. In 2022 ging alle energie naar de overname van Inca Digital Printers, een Engelse producent van ultrasnelle drukmachines. Enkele maanden daarna verkocht Agfa-Gevaert zijn Offsetafdeling die drukplaten uit aluminium produceert voor drukkers van kranten en tijdschriften. Met die laatste transactie stootte de firma zijn grootste bedrijfs onderdeel af. Agfa-Gevaert moet wel bepaalde goederen en diensten blijven leveren aan zijn vroegere divisie.

Daarmee zijn de problemen echter nog niet opgelost. De drie onderdelen van het kasstroomoverzicht zien er nog steeds niet fraai uit. In eerste plaats de operationele kasstromen, dat is de cash die omwille van gewone bedrijfsactiviteiten binnenstroomt (zoals cash ontvangen van klanten) of weglekt (betalingen aan leveranciers, personeelsvergoedingen en dergelijke). Deze cashflows waren in 2023 voor het vierde jaar op rij negatief. Ook door investeringsactiviteiten, het tweede onderdeel van het kasstroomoverzicht, sijpelt er (logischerwijs) elk jaar cash weg. Behalve in 2020, want toen ontving Agfa-Gevaert een bedrag van 915 miljoen euro uit de verkoop van een bedrijfsafdeling. Ten derde zijn er ook kasstromen uit financieringsactiviteiten. Deze zijn al sinds 2019 negatief omdat het bedrijf minder geld ontvangt uit nieuwe leningen dan het uitgeeft aan interestbetalingen en schuldaflossingen. Als we de drie kasstromen samennemen dan zien we dat Agfa-Gevaerts bankrekening enkel in 2020 aandikte (dankzij de gedeeltelijke verkoop van zijn medische IT-afdeling). Op het einde van 2020 stond er 585 miljoen euro op de bankrekening, dat bedrag is intussen verschaald tot 50 miljoen euro.

Pensioenlast van 452 miljoen euro

Op de balans van 31 maart zien we 102 miljoen euro aan rentedragende verplichtingen. Een deel daarvan komt voort uit het leasen van kantoorgebouwen en bedrijfswagens, maar daarnaast is er een doorlopend krediet bij een financiële instelling. De voorwaarden stipuleren dat Agfa-Gevaert tot maart 2026 maximaal 230 miljoen euro mag opnemen. Op dit moment maakt het bedrijf maar voor enkele tientallen miljoenen euro's gebruik van deze kredietlijn. In 2023 bedroeg de interestvoet 5%, maar welke rente zal men na 2026 eisen van een bedrijf zonder operationele cashflows?

Bovengenoemde schulden zijn trouwens niks in vergelijking met Agfa-Gevaerts enorme pensioenlast. De brutopensioenschuld bedraagt 481 miljoen euro. Het pensioenfonds heeft een buffer aangelegd van

amper 29 miljoen euro. Netto zien we op de balans dus een probleem van 452 miljoen euro. Dit bedrag is erg afhankelijk van aannames in verband met de rentestand en de levensverwachting. De impact op de kasrekening bedroeg 66 miljoen euro in 2023. De situatie is op zijn minst zorgwekkend te noemen.

Kan men de boel redden met waterstofmembranen?

Met de kernactiviteiten gaat het slecht, maar dat wil niet zeggen dat de situatie hopeloos is. Zirfon, een scheidingsmembraan voor elektrolyseapparaten, levert nu nog maar een verwaarloosbare bijdrage aan de omzet maar is misschien de redder in nood. Elektrolyseapparaten zetten water om in waterstof en zuurstof. Ze zijn uitgerust met een membraan dat de vloeistof doorlaat maar de gassen niet. Het langetermijnpotentieel van waterstof is enorm, maar op kortere termijn zien we twee hindernissen. Ten eerste zal het niet evident zijn om miljoenen te investeren gezien de kasrekening zo lek is als een zeef. In een persbericht laat Agfa-Gevaert wel weten dat het 11 miljoen euro aan Europese subsidies ontvangen heeft voor de bouw van een nieuwe fabriek. Ten tweede lijkt de vraag naar waterstofinstallaties (tijdelijk?) af te nemen. Bij Thyssenkrup Nucera, een belangrijke klant van Agfa-Gevaert, werd er maar 12 miljoen euro aan waterstofinstallaties besteld in de eerste drie maanden van 2024. Een jaar eerder ging het om 82 miljoen euro.

Een koers-boekwaardeverhouding van 0,5x, ja u leest het goed!

Het moge duidelijk zijn dat Agfa-Gevaert problemen heeft, maar de slinger is intussen echt te ver doorgeslagen. Van zijn beurswaarde blijft nog maar 187 miljoen euro over. Op de meest recente balans, die van 31 maart, zien we een eigen vermogen van 380 miljoen euro. Het aandeel noteert dus maar liefst 50% onder zijn boekwaarde! Dynamische beleggers met een grote risicotolerantie mogen wat ons betreft een gokje wagen.

Aanbeveling

Wij geven een aanbeveling tot « Kopen » met een koersdoel van 1,60 EUR. Het risicoprofiel is (zéér) « Hoog ».

Bram Vanhevel
Financieel Analist

Opgelet

De informatie, interpretaties, schattingen en/of opinies in dit document zijn gebaseerd op zorgvuldig gekozen betrouwbaar geachte bronnen.

Leleux Associated Brokers n.v. biedt echter geen garantie met betrekking tot de juistheid, betrouwbaarheid of de volledigheid van deze bronnen. De verspreiding van deze informatie geschiedt louter ter informatie en kan niet gelijkgesteld worden met een aanbod, een verzoek om te verkopen of te kopen, of een inschrijving op enig financieel instrument in welk rechtsgebied dan ook. De informatie in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp bij het nemen van een beslissing om een transactie te verrichten of bij het nemen van een beleggingsbeslissing. Leleux Associated Brokers n.v. biedt geen enkele garantie wat betreft het actueel-zijn, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de geschiktheid van deze informatie en kan voor deze informatie niet aansprakelijk gesteld worden. Bovendien is deze publicatie bestemd voor verspreiding op ruime schaal, houdt zij geen rekening met de bijzondere financiële ervaring van de lezer, noch met zijn financiële situatie, zijn behoeften, zijn beleggingsdoelstellingen of zijn risicoaversie. De lezer wordt in ieder geval aangeraden ook andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met een relatiebeheerder voor bijkomende inlichtingen.

De aanbevelingsmethode die door Leleux Associated Brokers wordt gevolgd om een analytisch oordeel te vormen (waardering, onderliggende aannames, modellen, risico's) en de lijst met aanbevelingen van Leleux Associated Brokers voor de afgelopen 12 maanden kunnen worden geraadpleegd op de volgende locatie: <https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/INFOS-ANALYSIS?OpenDocument&Lang=NL>.

De beschouwde aanbeveling is uitsluitend ad hoc en Leleux Associated Brokers geeft geen garantie met betrekking tot de follow-up van de aanbeveling in de tijd, de frequentie ervan of een mogelijke actualisering ervan naar aanleiding van marktgebeurtenissen.

Over het algemeen stemt het tijdstip van de koersen van de financiële instrumenten die in de aanbeveling worden vermeld, overeen met de sluitingstijd van de markt waarop het instrument wordt verhandeld (End Of Day), tenzij uitdrukkelijk anders vermeld.

Leleux Associated Brokers (www.leleux.be) is een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, ingeschreven bij de kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0426 120 604, met maatschappelijke zetel te B-1000 Brussel, Koningsstraat 97, erkend als beursvennootschap, beleggingsmaatschappij naar Belgisch recht en onderworpen aan het prudentieel toezicht van de toezichthoudende autoriteit in België, de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA), gevestigd te B-1000 Brussel, Congresstraat 12-14.

De algemene voorwaarden van Leleux Associated Brokers zijn te vinden op het volgende adres: [https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/\\$File/Algemene%20Voorwaarden.pdf](https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/$File/Algemene%20Voorwaarden.pdf), en in het bijzonder paragraaf 27 over het beheer van belangenconflicten.

Analisten die aanbevelingen doen, mogen de gedekte instrumenten niet voor eigen rekening aanhouden. Evenzo houdt Leleux Associated Brokers op geen enkele manier financiële instrumenten aan waarvoor de aanbeveling wordt gedaan en verstrekt het geen diensten voor zijn emittenten.