



AvH, CFE & DEME

Resultatenkermis zorgt weer voor koersturbulentie op de beurs

Vanochtend stond Ackermans & van Haaren samen met zijn beursgenoteerde dochtervennootschap CFE met zijn halfjaarcijfers klaar. Dat levert naast een hele hoop papier traditioneel de nodige koersvolatiliteit op en dat is dit jaar niet anders. De koers van Ackermans daalt 6%, terwijl CFE 'slechts' 0,3% van zijn waarde verliest. In afwachting van de uitkomst van de analistenmeeting die deze middag doorgaat, is het tijd voor een uitgebreid overzicht.

DEME

De Antwerpse baggeraar met de groene schepen vormt de rode draad doorheen Ackermans en CFE en dus daarom gaan we eerst in op de DEME-cijfers. Dat 2016 een overgangsjaar voor de baggergroep zou worden, was geweten en is duidelijk zichtbaar: zowat alle operationele cijfers gingen op jaarbasis fors lager. Dat heeft onder meer te maken met een heel sterk eerste halfjaar in 2015, waarin enkele grote orders bij de lurven gevat werden en de bezettingsgraad bijzonder hoog was omwille van werken aan bijvoorbeeld het Suezkanaal.

Het orderboek bedroeg per einde juni 3,62 miljard euro en noteert daarmee wel 14% hoger dan in het begin van 2016. Dat legt naar eigen zeggen een stevig fundament voor de groei van de activiteiten in de komende jaren en is daarom op zijn minst even belangrijk dan de bedrijfswinst (EBITDA) en nettowinst (die beiden fors onder druk stonden in het eerste halfjaar). Het orderboek wordt trouwens nog indrukwekkender in de wetenschap dat het Fehmarnbelt project en de kabelopzet voor het Hornsea Project One nog niet verwerkt zijn, omdat er nog geen "financial close" werd gerealiseerd.

Dredging & Environment division

Key figures (*)

In million €	1 st semester 2016	1 st semester 2015	Variation
Revenue	802.1	1,171.0	-31.5%
EBITDA	185.3	276.3	-32.9%
Operating income (**)	78.3	176.5	-55.6%
Net income share of the group	54.1	120.8	-55.2%

(*) Amounts restated to take account of the recognition at fair value of the identifiable assets and liabilities of DEME following the acquisition of an additional 50% of the DEME shares on 24 December 2013.

(**) Including results of associated companies and joint ventures.

In million €	30 June 2016	31 December 2015	Variation
Order book	3,625.0	3,185.0	13.8%
Net financial debt	329.6	275.0	19.9%

Voor beleggers is de vraag nu natuurlijk in welke mate dit orderboek kan worden uitgevoerd aan marges die op zijn minst in lijn liggen met de historische gemiddelden. Voer voor de analisten. Wij onthouden alleszins dat de cijfers van DEME optisch gezien een pak lager liggen en dat is iets dat beleggers niet ooit graag zien en dus geen reden vormen om de koers hoger te zetten.

CFE

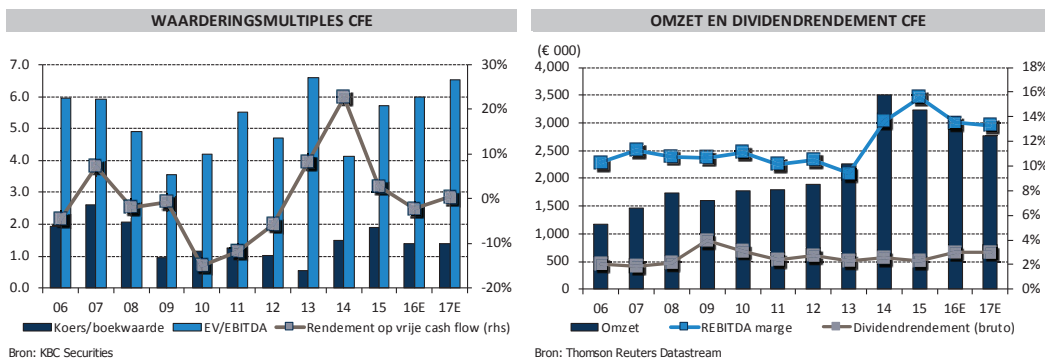
CFE	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	80.36 EUR
	Naam analist	Wouter Vanderhaeghen	Koersdoel	105 EUR
	ISIN code	BE0003883031	Opwaarts potentieel	30.7%
	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
Winst per aandeel (EUR)	6.32	6.91	3.71	2.87
% groei j/j	-201.8%	9.4%	-46.3%	-22.6%
Koerswinst ratio	12.7x	11.6x	21.6x	28.0x
Bruto dividend (EUR)	2.00	2.40	2.40	2.40
% groei j/j	73.9%	20.0%	0.0%	0.0%
Dividendrendement (%)	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%

CFE is een Belgische bouwonderneming. De groep bestaat uit vijf divisies, nl. bouw, vastgoed, marine engineering, multitechnieken en publiek-private samenwerking (PPS) - concessies. CFE is volle aandeelhouder van DEME en wordt op haar beurt gecontroleerd door Ackermans & van Haaren (60.4%).

Over naar CFE, waarvan de waarvan in overgrote mate bepaald wordt door DEME en aangevuld wordt door de "contracting"-afdeling. Die bouwpoet leverde in het verleden de nodige kopzorgen – en financiële verliezen – op, maar sinds Ackermans & van Haaren de controle overnam (via een belang dat werd opdreven tot 60,4%) wordt daar in toenemende mate paal en perk aan gesteld.

De omzet in de eerste jaarhelft bedroeg 422,5 miljoen euro, tegenover 472,5 miljoen euro in het eerste semester van 2015. Contracting maakt daar 400,5 miljoen euro van uit (+20,4%) met een positieve bijdrage van de drie divisies (Bouw, Multitechnieken en en Rail Infra) hebben positief bijgedragen tot de groepswinst.

Alles bij elkaar rapporteerde CFE een EBITDA, inclusief DEME, dat 34% lager lag op jaarbasis, maar toch afklokte op de verhoopte 182,2 miljoen euro. Dat de omzetcijfers van CFE in hun totaliteit ietwat onder de analistenlat doken kan daarom niet echt deren, want de bedrijfswinst (EBITDA) kon de verwachtingen wel inlossen. Dat is grotendeels te danken aan DEME, dat net zoals de contracting afdeling vooral kon verrassen door een fors hoger dan verwacht orderboek. De situatie lijkt met andere woorden onder controle, ondanks de erfenis-projecten op de nettowinst blijven drukken. KBC Securities blijft bij zijn Opbouwen-advies met koersdoel van 105 euro.



Ackermans & van Haaren

Ackermans	Advies	HOUDEN	Huidige koers	114.1 EUR
	Naam analist	Yves Franco	Koersdoel	130 EUR
	ISIN code	BE0003764785	Opwaarts potentieel	13.9%
	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
Winst per aandeel (EUR)	6.50	8.56	-	-
% groei j/j	-26.7%	31.8%	-	-
Koerswinst ratio	17.6x	13.3x	-	-
Bruto dividend (EUR)	1.82	1.96	1.95	2.05
% groei j/j	7.1%	7.7%	-0.6%	5.0%
Dividendrendement (%)	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%

Ackermans & van Haaren is een gediversifieerde investeringsgroep uit Antwerpen. De portefeuille weegt ongeveer 4.8 miljard euro en richt zich op 5 kernsectoren: Marine Engineering & Infrastructure, Private Banking, Vastgoed & aanverwante diensten, Energie & Materialen en Development Capital. De strategie is gericht op de lange termijn en is gebaseerd op het buy-and-build model, waardoor er slechts met mondjesmaat meerwaarden worden gerealiseerd.

Traditioneel gezien dragen Bank Delen en Bank J. van Breda altijd fors bij tot de winst en dat is deze keer niet anders. De vraag is echter in welke mate het "net iets meer" had mogen zijn en of er links en rechts niet wat roestvlekjes opduiken die in het aanhoudende lage rente klimaat tot nadenken stemmen.

Beiden hielden zich sterk in volatiele markten en droegen naar behoren bij tot het geconsolideerde resultaat: Bank Delen nam 33,5 miljoen euro voor zijn rekening en Breda realiseerde een resultaat van 14 miljoen euro. Uitzonderlijk genoeg liggen beide cijfers onder het resultaat van een jaar geleden, toen er nog 35,9 miljoen euro en 16,3 miljoen euro gerealiseerd werd. De lage rente en de moeilijke markten laten dus duidelijk hun sporen na. Op winstniveau is dat voornamelijk zicht- en voelbaar bij Bank Van Breda, dat 14% minder in het laatste halfjaar bracht als gevolg van een lagere netto rentemarge en zware bankkosten.

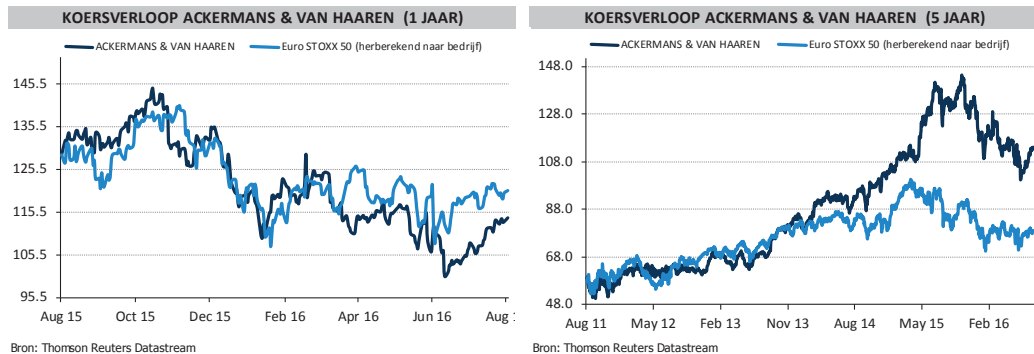
Op het niveau van de beheerde fondsen viel er ook wat aan te merken. Bij Bank Delen bleef de netto-instroom aanhouden, maar de Londense vermogensbeheerder JM Finn moest een (kleine) netto-uitstroom opbiechten. Dat werd deels negatief beïnvloed door een ongunstige evolutie van de verhouding van Britse pond tegenover de euro, maar resulteert wel in een jaar-op-jaar daling met 3,2% van het vermogen onder beheer (waarvan de marktimpact 0,5% bedraagt). Ook de verhouding tussen kosten en inkomsten evolueerde niet eenduidig positief. Bij Bank Delen kwam die in het eerste halfjaar uit op 57,4%. Dat is ietwat verrassend hoger dan verwacht, want de vorige keer stond de teller nog op 54,9%. De stijging is te wijten aan de toegenomen investeringen, waardoor met name JM Finn de kosten zag stijgen tot 88,6% van de inkomsten. En dat is niet echt in lijn met de vooropgestelde strategie, zodat het duidelijk wordt dat de verwachte vruchten van de overname veel langer op zich zullen laten wachten op tot volle rijping te komen.

Samengevat kunnen we stellen dat de banken geen fantastisch parcours hebben afgelegd, al is dat te wijten aan omstandigheden die buiten de controle van het management. Zo is er Brexit en het aanhoudende lage rente klimaat waardoor de netto intrest marge al een tijd onder druk staat en dat naar verwachting nog een tijdje zal blijven doen.

We lichten ook nog graag de cijfers van de vastgoedpoot toe. Die droeg wel een mooi cijfer van 8,7 miljoen euro aan de geconsolideerde winst bij (vorig jaar werd er nog een verlies van 1,9 miljoen euro in de boeken genomen). De meerderheid werd ingebracht door de beursgenoteerde vastgoedgroep Leasinvest Real Estate, maar ook de ontwikkelingspoot Extensa deed met een winst van 1,6 miljoen winst euro een mooie duit in het zakje. De omzet van rusthuisbeheerder Anima Care steeg zelfs met 20%, wat een sterke operationele leverage opleverde.

Investing van 106 miljoen euro

Onverwacht was ook dat Ackermans onder de noemer 'gebeurtenissen na balansdatum' vermeldde dat het op 26 augustus het minderheidsbelang van 26% in durfkapitaalverhikel Sofinim overgenomen heeft van partner NPM Capital. De kostprijs om volledig eigenaar te worden vereiste een cash-investering van 106 miljoen euro en waardeert Sofinim op 408 miljoen euro. Dat is op het eerste zicht een behoorlijk forse waardering, want het cijfer ligt vlotjes 90 miljoen boven de schattingen van KBC Securities analist Yves Franco. Tekst en uitleg achter deze demarche zal later vandaag, op de analistenmeeting, gegeven worden. Wel is het zo dat de uitkoop in principe weinig directe voordelen zou moeten opleveren, omdat de AvH-groep als meerderheidsaandeelhouder sowieso al de volledige controle over al de participaties leek te hebben.



Conclusie en waardering

Dat DEME 30,6% uitmaakt van de waardering van Ackermans & van Haaren geeft duidelijk het belang van de baggeraar in het AvH-geheel aan. Dit wordt aangevuld met Bank Delen en Bank J. van Breda, die samen 42,7% uitmaken van de waarde. In combinatie met DEME tekent dit trio dus voor 72% van de intrinsieke waarde.

Dat de koers van Ackermans vandaag erg negatief reageert dient te worden gekaderd in het feit dat dit trio allemaal een winstdaling liet optekenen en dat er in elk van deze drie segment tekenen zijn dat er ook in 2016 en mogelijk 2017 weinig kersen op de taart mogen verwacht worden.

Dat wil echter geenszins zeggen dat de groep niet in goeden doen is, maar enkel dat de cijfers geen voedingsbodem vormen voor ongebreideld optimisme op de beursvloer. En zeker niet als we naar de waardering kijken. De intrinsieke waarde van Ackermans & van Haaren wordt door KBC Securities geschat op 119,8 euro per aandeel, zodat het aandeel aan een korting van 5% noteert. Dat is substantieel meer dan de 15%/20%-niveaus van enkele jaren geleden, maar gelukkig al behoorlijk minder dan de premie van 10% waar het aandeel in november 2015 nog aan noteerde. Die premie was een behoorlijk vreemd gegeven, niet enkel omdat premies voor investeringsbedrijven van het kaliber Ackermans & van Haaren in de Benelux en in Europa eerder uitzonderlijk zijn, maar ook omdat de beurskoers eerder bijna in rechte lijn was opgeklimmen van 70 euro in augustus 2013.

KBC Securities behoudt het koersdoel van 130 euro. Dat laat een opwaarts potentieel van zowat 16%, maar omdat er niet veel triggers in zicht zijn die de koers daar op korte termijn naar toe kunnen brengen, werd besloten om het Houden-advies op Ackermans & van Haaren niet te wijzigen.

In die context lijkt CFE de betere keuze van de twee groepen te zijn, want het opwaarts potentieel om van de huidige koers (80,15 euro) naar het koersdoel (105 euro) te geraken blijft ongeveer 30%. Maar ook CFE kan zijn beleggers omwille van de dalende winstcijfers bij DEME niet erg plezieren, temeer omdat ook de erfenisprojecten nog niet helemaal uit de boeken verdwenen. Maar de marges van beide poten, bouw en bagger, lagen wel boven de verwachtingen en de orderboeken stegen meer dan verwacht. Er is duidelijk hoop en potentieel voor een herstel, ook al is de timing daarvan intrinsiek onduidelijk.

Voor beleggers blijft een opsplitsingsscenario alleszins wenselijk : een fusie van de contracting poot van CFE met deze van Ackermans (Van Laere), zodat het huidige CFE kan herdoopt worden tot een volwaardig baggeraar dat op die manier vergeleken kan worden met Boskalis. Voor KBC Securities is CFE een Opbouwen-advies waard.

Focus op Avh, CFE & DEME

Vanochtend stond Ackermans & van Haaren samen met zijn beursgenoteerde dochtervennootschap CFE met zijn halfjaarcijfers klaar. Dat levert naast een hele hoop papier traditioneel de nodige koersvolatiliteit op en dat is deze keer niet anders. De koers van Ackermans daalt 5,5%, terwijl CFE 'slechts' 0,3% van zijn waarde verliest.

Hoog tijd dus voor [een uitgebreid overzicht](#) waarin we de reden achter de gedaalde winstcijfers van DEME, Bank Delen, Bank J. van Breda toelichten. We bekijken ook of de koersval van het Ackermans-aandeel terecht is en of het hoge opwaarts potentieel voor CFE (op basis van het koersdoel van KBC Securities) geen interessant alternatief is voor de Antwerpse investeringsvennootschap.



Portfolio	Last price (€)	Interest (%)	Valuation method	% of NAV	Stake AvH (€m)
Marine Engineering & Infrastructure				32.75%	1,314.40
CFE/DEME	80.36	60.4%	Share price	30.61%	1,228.50
Rent-A-Port	Unl.	72.2%	KBC Sec est.	0.20%	7.94
Van Laere	Unl.	100.0%	KBC Sec est.	1.12%	44.98
NMP	Unl.	75.0%	KBC Sec est.	0.82%	32.99
Private Banking				42.69%	1,713.28
Finaxis	Unl.	78.8%		42.61%	1,709.82
Delen Investments			KBC Sec est.	30.62%	1,228.67
Bank J. Van Breda & Co			KBC Sec est.	11.99%	481.15
ASCO-BDM	Unl.	50.0%	Book value	0.09%	3.46
Real Estate, Leisure & Senior Care				11.86%	475.86
Extensa (excl. Leasinvest RE)	Unl.	100.0%	KBC Sec est.	5.82%	233.47
Leasinvest RE	105.00	30.0%	Share price	3.88%	155.61
Groupe Financière Duval	Unl.	31.1%	KBC Sec est.	0.16%	6.22
Anima Care	Unl.	92.5%	KBC Sec est.	0.96%	38.54
Residalya	Unl.	87.4%	KBC Sec est.	1.05%	42.03
Energy & Resources				4.27%	171.41
Sipef	51.50	27.7%	Share price	3.18%	127.47
Telemond Group	Unl.	50.0%	KBC Sec est.	0.31%	12.52
Sagar Cements	8.54	18.6%	Share price	0.69%	27.55
Oriental Quarries & Mines	Unl.	50.0%	KBC Sec est.	0.10%	3.87
Development Capital				6.25%	250.81
Sofinim	Unl.	74.0%		6.05%	242.79
Investments			KBC Sec est.	4.72%	189.61
Cash			KBC Sec est.	1.33%	53.18
GIB		50.0%		0.20%	8.03
Groupe Flo	0.79	23.6%	Share price	0.18%	7.33
Cash			KBC Sec est.	0.02%	0.69
Other				1.17%	47.04
Treasury shares (option scheme)	avg.	1.1%	Share price	1.02%	40.73
Koffie Rombouts	Unl.	10.0%	KBC Sec est.	0.16%	6.31
Portfolio				99.00%	3,972.81
Net cash holding level				1.00%	40.32
Adjusted equity value				100.00%	4,013.12

Number of shares (issued)		33,496,904
Treasury shares (for remuneration purposes)	1.1%	357,000
Treasury shares (available for cancellation)	0.0%	2,132
Number of shares (diluted)		33,494,772

Ackermans last price		114.10
Ackermans market capitalisation		3,821.75
Adjusted equity value p.s.		119.81
Current discount		4.77%

KBCS target prices	Sipef	50.00	CFE	105.00	
	Leasinvest RE	105.00			
Target equity value					4,386.09
Target equity value p.s.					130.95
Discount to target equity value					12.87%

KBCS has a HOLD recommendation and a € 130 target price.

The upside potential versus a stock price of € 114,1 equals 13,94%.

The implied discount of our € 130 target price vs. the target equity value is 0,72%.

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing..

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.