



Bolero

AANDEEL IN DE KIJKER

Deceuninck

In profiel

27 oktober 2015

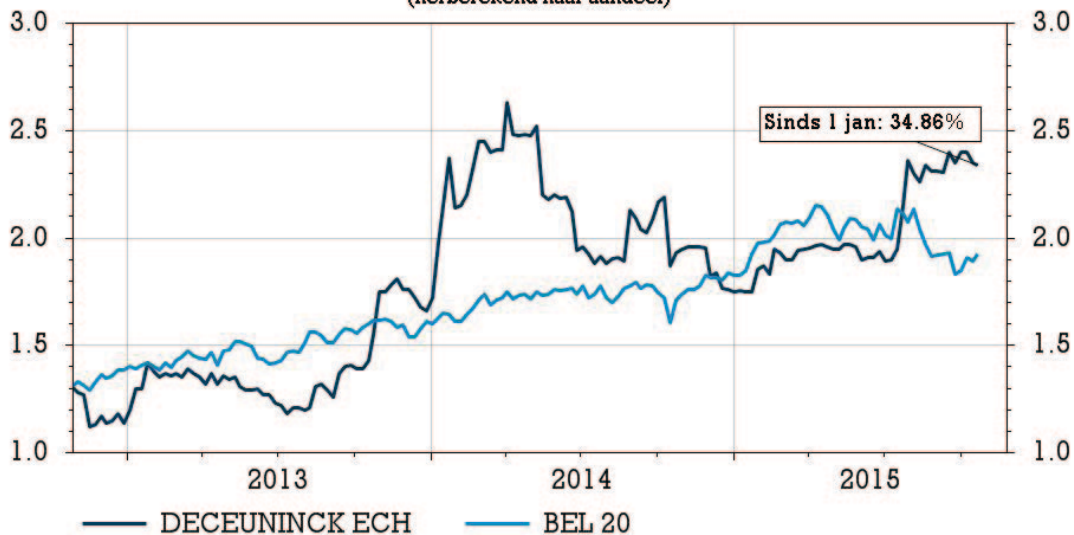


In de TOPIC gaat Bolero dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintrodactie of de olieprijs, maar kan ook een specifieke beurs of sector onder de loep nemen.

In dit Aandeel in de Kijker trekken we naar West-Vlaanderen waar Deceuninck op onze radar verscheen. De groep heeft er dit jaar al een mooie rit op zitten van 35% en publiceerde onlangs cijfers voor het derde kwartaal die lijken te bevestigen. In dit document stellen we u het bedrijf voor, gaan op zoek naar de kansen en bedreigingen en gieten alle ingrediënten in een waardering.

Deceuninck klopt de BEL20 in 2015

(herberekend naar aandeel)



Source: Thomson Reuters Datastream

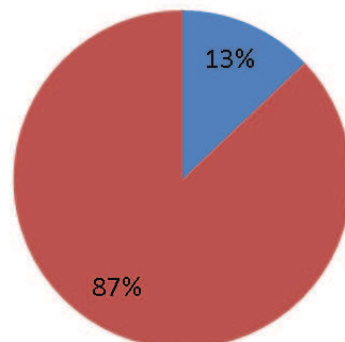
In een notendop

Deceuninck is de derde grootste Europese producent van kunststofsyste­men voor ramen en deuren. Het bedrijf heeft een omzet van ongeveer 536 miljoen euro en stelt 2735 werknemers tewerk. Deceuninck is actief in meer dan 75 landen en heeft 9 PVC-extrusiefaciliteiten. Het zwaartepunt van de activiteiten ligt in Europa, maar Deceuninck heeft ook productiecapaciteit in de Verenigde Staten. Daarnaast produceert het bedrijf ook gevelbekleding, interieur- en tuintoepassingen in kunststof. De groep is sterk verticaal geïntegreerd, onder meer in het com­ponderen van de grondstoffen, matrijzenbouw en de productie van dichtingen.

Strategie

De twee grootste divisies zijn raamsystemen en bouwproducten, dewelke onlangs aangevuld werden met recyclage. De groepsstrategie is gericht op het verbeteren van de energie-efficiëntie van haar producten.

■ **Bouwproducten** ■ **Raam- en deursystemen**

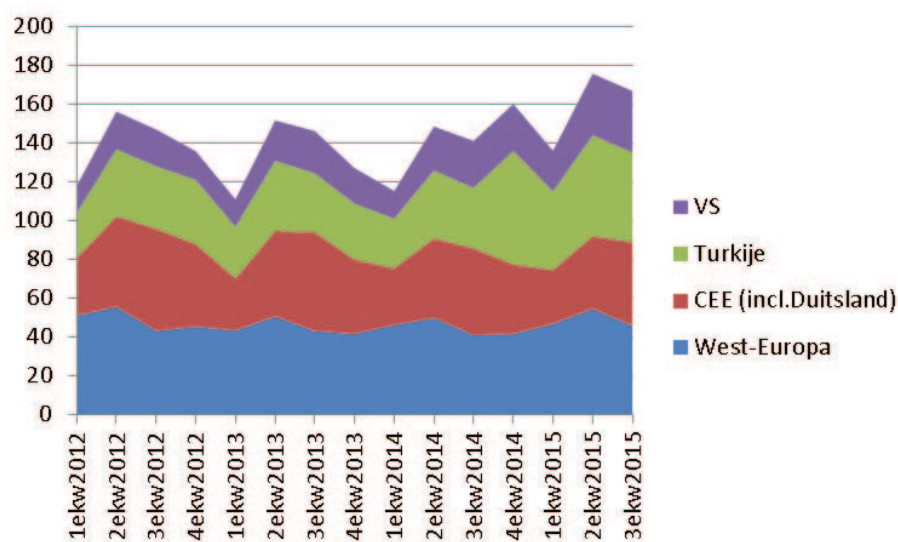


Bron: <http://www.deceuninck.com>

- Raamsystemen is veruit de grootste activiteit van Deceuninck. Deze divisie genereert zowat 87% van de jaarlijkse omzet. Er is een onderscheidend assortiment voor elke markt waarin het actief is:
 1. Zendow/Decoroc produceert de top-end producten met een breed kleurenpallet voor de West-Europese markten, terwijl Inoutic profielen produceert voor het middensegment in de Oost-Europese markten.
 2. Deceuninck wil zich ook blijvend onderscheiden door middel van innovatie. Zo werd voor de West-Europese markt de innovatieve technologie Linktrusion geïntroduceerd voor Zendow#neo waarbij de stalen versterkingen in de PVC-profielen vervangen worden door glasvezels of staalkabels. Naast een betere isolatie maakt dit ook dunnere profielen mogelijk.

3. Ten derde is er het Turkse platform, dat een breed scala van raamprofielen produceert waaronder een aantal producten voorzien voor de minder welvarende Turkse markt en export naar het Midden-Oosten. Het bedrijf heeft verder ook een specifiek productassortiment voor de Noord-Amerikaanse markt.
- Bouwproducten omvat zowat al de overige omzet. Dit wordt voornamelijk gegenereerd door onder meer recycleerbaar houtcomposietmateriaal voor terrassen en gevelbekleding. Deceuninck produceert ook geluidsmuren, vensterbanken, omheiningen, rolluiken, enz.

Geografisch splitst de groep haar activiteiten uit in drie regio's:



Bron: <http://www.deceuninck.com> en KBC Securities

Financiële resultaten

Alvorens we ingaan op de vraag of Deceuninck vandaag al dan niet koopwaardig is, kijken we kort naar financiële cijfers die dit jaar gepubliceerd werden;

Jaarcijfers over 2014: De omzet van Deceuninck is in 2014 met 3% gestegen tot 552,8 miljoen en dat was meer dan verwacht. In het vierde kwartaal groeide de omzet dankzij de overname van PIMAS met 15,8% tot 147,2 miljoen euro. De volumes stegen in het vierde kwartaal met 4,1%, terwijl de producten- en landenmix 3,8% aan het resultaat toevoegden, waar negatieve wisselkoerseffecten 1,7% van opaten.

Op jaarbasis realiseerde de groep een nettowinst van 10,5 miljoen euro, tegen 8,2 miljoen een jaar eerder. De resultaten kregen wel een duwtje van een eenmalige belastingmeevaller.

Derde kwartaal cijfers 2015: Ondertussen is ook 2015 al een heel eind gevorderd. Deceuninck zette in het derde kwartaal een omzet neer van 167,1 miljoen euro, een groei van 18,2% op jaarbasis (tot 479 miljoen euro) die in belangrijke mate gedragen wordt door externe groei.

KBC Securities had namelijk op een omzet van 161,9 miljoen euro gerekend en de gemiddelde marktverwachting kwam uit op 161,2 miljoen euro. De overname van PIMAS in Turkije nam ongeveer 11,8% van de omzetgroei voor zijn rekening.

De vraag in Turkije daalde door het onzekere politieke klimaat, wat begin oktober nog eens op dramatische wijze in de verf werd gezet door een bloedige aanslag. Toch slaagde Deceuninck erin om, onder meer dankzij het lokale merk Pimapen, marktaandeel te winnen. En dat smaakt duidelijk naar meer. De groep zit naar eigen zeggen op schema met de bouw van een nieuwe fabriek en een nieuw logistiek centrum in de buurt van Istanbul. Samen zijn ze goed voor 78.300m² en moeten ze de 2 bestaande faciliteiten vervangen.

Naast groei in Turkije tekende Deceuninck ook een sterke groei op in de andere ontluikende markten en in de VS, terwijl Frankrijk het nog steeds laat afweten. In de rest van West-Europa is er een herstel in de nieuwbouw en renovatie die in een tweecijferige omzetgroei resulteerde. Naast Frankrijk blijft ook de Russische markt een pijnpunt. In Frankrijk spreekt de groep wel van een gezonde belangstelling naar de nieuwe i-slide schuiframen, op basis van de met glasvezel versterkte profielen, die onlangs bij onze zuiderburen werden geïntroduceerd.

Voor KBC Securities waren deze derde kwartaalcijfers van Deceuninck bemoedigend. Hiervoor zien zij twee redenen. Ten eerste is er de omzetgroei die volgens hen gedragen wordt door landen en regio's die een hoger dan gemiddelde marge opleveren (uitzondering hierop is Frankrijk). De tweede reden is het feit dat die beter dan verwacht waren, met dank aan hoger dan verwachte volumes die voor een operationele hefboom konden zorgen.

% op omzet	1Q 2015	2Q 2015	3Q2015	9M2015
Omzet (in € miljoen)	136,2	175,9	167,1	479,2
Wisselkoers	+4,6%	+3,9%	-0,3%	+2,6%
Volume	+3,1%	+4,6%	+4,6%	+4,2%
Mix	+0,9%	-2,3%	+2,1%	+0,2%
Wijziging consolidatiekring	+9,4%	+12,0%	+11,8%	+11,2%
Totaal	+18,0%	+18,2%	+18,2%	+18,2%

Vooruitzichten

Voor het vierde kwartaal verwacht de groep dat de omzettrend van de voorbije kwartalen zich zal doorzetten, terwijl aanhoudende inspanningen op het vlak van innovatie en productiviteitsverbeteringen de marges moeten ondersteunen en een groei van de nettowinst mogelijk maken.

Een vaag vooruitzicht, maar mogelijk al iets gerustellender dan bij de cijfers voor het eerste kwartaal toen de bezorgdheid werd geuit over het stijgend aantal force majeure-verklaringen voor Europees chemisch basismateriaal en heel in het bijzonder voor PVC-hars, wat al geleid heeft tot drastische stijging van de kosten. Het management liet toen meteen wel weten de nodige stappen te hebben genomen om de prijsvolatiliteit op te vangen. Er werden maatregelen genomen om te innoveren, de productiviteit te verbeteren, de kosten te verminderen. Bijkomend koos men voor discipline om de prijsstijgingen door te rekenen.

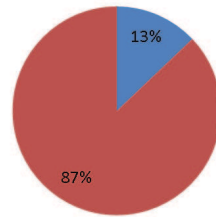
Dat laatste lijkt voorlopig niet meer nodig. Wel integendeel. Sinds het einde van de eerste jaarhelft zijn de prijzen voor PVC met zo'n 10% gedaald en die trend zou zich volgens Deceuninck, al zal het iets voorzichtiger gaan, de komende maanden voortzetten. En dus zal de groep de goedkopere grondstoffenprijzen de komende maanden misschien ook moeten laten doorsijpelen naar de klanten. En dat zal dan weer een impact hebben op de marge.

Samen met de cijfers kondigde Deceuninck een wissel aan de top aan waarbij huidig CFO Philippe Maeckelbergh in die functie vervangen wordt door Wim Van Acker. Ook in de Raad van Bestuur wordt met stoelen geschoven. Arnold Deceuninck maakt als bestuurder plaats voor zijn oudste dochter Evelyn. Daarmee stapt de tweede generatie in de voetsporen van de eerste en zal deze, al is het dan niet operationeel, vanuit de raad van bestuur waken over de toekomst van het familie-erfgoed.

Nieuwe hoofdaandeelhouder

Voor het toekomstige groeipad kan Deceuninck sinds vorig jaar trouwens rekenen op een nieuwe hoofdaandeelhouder. En die heeft meteen ook zijn stempel gedrukt op de Turkse ambities van de West-Vlamingen. Om de overname van Pimas te financieren haalde Deceuninck extra financiële steun van aandeelhouder Francis Van Eeckhout binnen: diens investering van 41 miljoen euro verhoogde het belang van ongeveer 5% naar iets meer dan 22,2%. De andere aandeelhouders zijn de stichtende familiale aandeelhouders Deceuninck ten belope van 14,03% en Sofina voor 17,45%.

■ Bouwproducten ■ Raam- en deursystemen

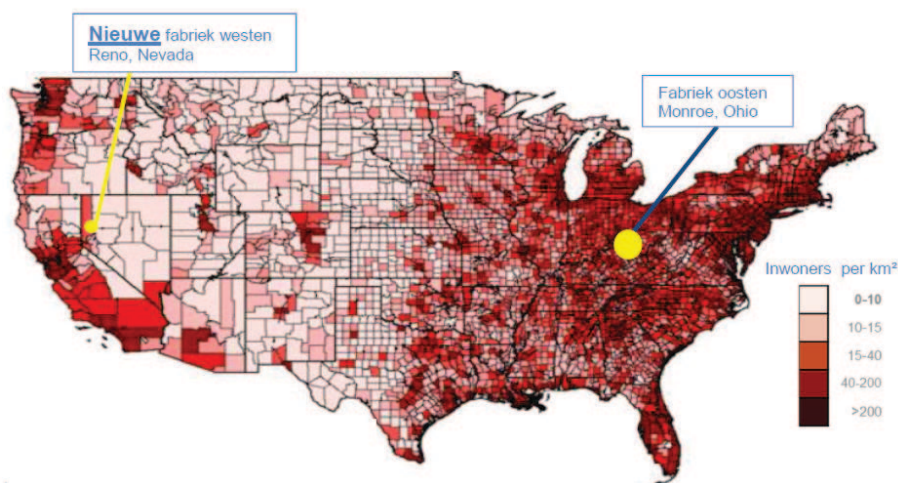


Bron: <http://www.deceuninck.com>

“Bij Deceuninck ligt het draaiboek klaar en duidelijk op tafel: meer marktaandeel en kasstroom is de grote ambitie. Het ontbrak de groep de jongste jaren aan geld om haar ambities waar te maken in groei landen als Turkije, de VS of het Verenigd Koninkrijk. Nu liggen de zaken anders. Maar het wordt een tocht bergop. De fietser en kwarttriatlonatleet in mij weet dat dat lastig is, maar ook dat de top halen een mega-ervaring is. Het zal met Deceuninck niet anders zijn,” zo klonk het bij monde van Francis Van Eeckhout in september vorig jaar in Trends.

Investerings in de VS

De ambitie in de VS werd ondertussen kracht bijgezet door de aankondiging dat de groep onlangs de eerste spade in de grond stak in Reno (Nevada) voor de bouw van een nieuwe vestiging. Op een terrein van 11,2 hectare bouwen de West-Vlamingen een nieuw gebouw van 50.000 m² waar plaats is voor 24 extrusielijnen waarvan er 6 in het tweede kwartaal van 2016 operationeel moeten zijn. Daarmee wil de groep dit deel van de Amerikaanse markt met specifieke producten bedienen. De Westkust heeft wat raamprofielen betreft immers andere noden dan de streek rond Ohio in het midden van de VS waar Deceuninck momenteel al een fabriek heeft met 450 werknemers. De Reno-fabriek zal op volle capaciteit 80 nieuwe banen creëren.



Sterktes en zwaktes



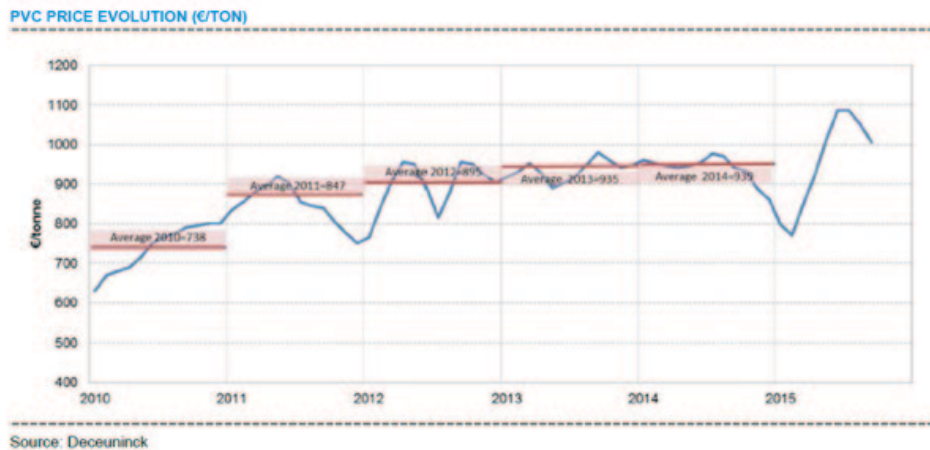
1. PVC-profielen winnen in de meeste regio's marktaandeel ten opzichte van hout (dat meer onderhoud vergt) en aluminium (dat duurder is). Dat speelt duidelijk in het voordeel van Deceuninck.
2. Deceuninck heeft sterke marktposities in een aantal landen en is daarenboven marktleider in België, Frankrijk, Portugal en Tsjechië.
3. Hoge klantentrouw onder de raamfabrikanten omwille van de noodzakelijke investeringen in materieel.
4. Verhoogd milieubewustzijn ondersteunt de renovatiesector.



1. Zwakke bouwmarkten in Europa
2. De sector van de raamprofielen is een zeer concurrentiële industrie, vooral in Oost-Europa.
3. Wisselkoersen kunnen resultaten significant beïnvloeden.

Bedreigingen

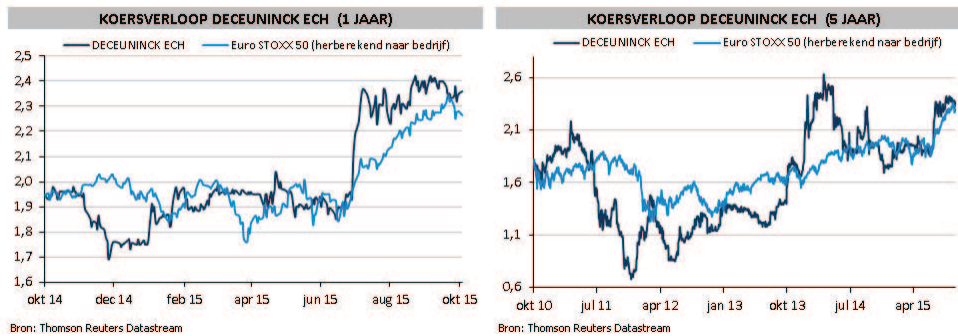
- KBC Securities blijft de sector van raamprofielen als een erg concurrentiële omgeving zien, vooral door goedkope invoer uit Zuid-Europa. Dat hoeft op zich geen bedreiging te zijn, maar een verslechtering van de situatie zou natuurlijk wel negatief inwerken.
- Ook de prijsevolutie van PVC wordt scherp in de gaten gehouden, aangezien dat een van de belangrijkste variabelen is: Deceuninck maakt zijn PVC-korrels namelijk niet zelf, maar koopt die op de markt in. Hogere marktprijzen zijn namelijk niet zo makkelijk volledig door te rekenen naar de eindklant. Onderstaande grafiek schetst een overzichtelijke historische evolutie van de Europese PVC-prijzen.



Waardering

Alles samen verwacht Wim Hoste na een moeilijk 2014 - waarin de REBITDA-marges op amper 6,8% uitkwamen - een aanzienlijk herstel van die marges in 2015 tot de niveaus van de periode 2011-2014. Die bedroegen ongeveer 9% (in de eerste jaarhelft bedroeg de marge alvast 9,2%). Dit zou naast de operationele hefboom ook te danken zijn aan enkele efficiëntieverbeteringen. Ook voor de komende jaren is een verder margeherstel versleuteld in de marges.

- Dankzij de recente sterke prestatie van het aandeel noteert Deceuninck nu echter aan 18,1x de verwachte koerswinst voor 2016. Dat cijfer ligt substantieel onder het gemiddelde cijfer van 24,6x over de voorbije 5 jaar, hoewel de omzetgroei in die periode (ongeveer 0%) ver beneden de verwachte 7% groei ligt (tussen 2015 en 2018).
- Op het niveau van de EV/REBITDA ratio is de waardering iets genuanceerder: vandaag noteert het aandeel namelijk aan 7,5 keer de verwachte EV/REBITDA voor 2016, wat hoger is dan het vijfjaarsgemiddelde van 6,5x. Dat is grotendeels te wijten aan het feit dat beleggers erkennen dat de toekomstige marges hoger zouden moeten liggen dan in het recente verleden.
- Aan de huidige koers betaalt u als belegger 1,13x de boekwaarde van het aandeel. Dat is voor een bedrijf waarvan verwacht wordt dat de winstmarges zullen stijgen, niet overdreven hoog, iets wat we bevestigd zien in de historische waarderingsratio's: over de voorbije 10 jaar werd gemiddeld 1,31x de boekwaarde betaald. Als u bereid bent om te wachten tot in 2018, betaalt u vandaag zelfs maar 1 keer de boekwaarde. De toekomstige winsten krijgt u er netjes bovenop.
- De verwachte groei vertaalt zich in stijgende cash flows. Die maken ongeveer 0,3% uit van de huidige beurskoers ("rendement op vrije cash flow"), maar zouden tegen 2018 tot 5,5% moeten kunnen klimmen. Dat is nog niet behoorlijk veel, maar legt wel een redelijk solide bodem onder het verwachte dividendrendement van 1,2% (voor 2015, oftewel 0,03 euro bruto per aandeel)



Conclusie en advies

De huidige waardering is volgens analist Wim Hoste samen te vatten als 'fair'. Gezien het huidige koersdoel van 2,4 euro verlaagde hij bijgevolg ook het advies van "opbouwen" naar "houden". Het opwaarts potentieel op basis van slotkoers van vrijdag 23 oktober bedroeg 2,1%. Niet meteen een aandeel om snel aan uw portefeuille toe te voegen, maar indien de schattingen in de loop van de komende jaren bevestigd zouden kunnen worden, lijkt een aandeel Deceuninck voor langetermijnbeleggers mogelijk wel een interessante optie.

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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, maar maakt een zorgvuldige selectie. De disclaimers van de KBC AM publicaties zijn eveneens van toepassing op alle publicaties van KBC AM waarnaar verwezen wordt alsook met betrekking tot de adviezen voor de aandelen binnen hun universum. Meer informatie over hun beleggingsaanbevelingen vindt u op www.kbcam.be/aandelen.