

Deceuninck: opnieuw een (klein) dividend

Niettegenstaande de verkochte volumes in 2013 0,4 % stegen, werd Deceuninck met een omzetzak van 3,7 % geconfronteerd. Die daling heeft het te danken aan tegenvallende wisselkoersevoluties en een minder gunstige productmix (producten met lagere toegevoegde waarde). De EBITDA zakte hierdoor 5,2 % tot 47,4 miljoen euro, de EBIT daarentegen steeg 14,2 % van 20,7 naar 23,6 miljoen euro. Die opvallende verbetering is te danken aan lagere

geeft de Raad van Bestuur het vertrouwen om opnieuw een dividend uit te keren, van 0,02 euro bruto.

Op geografisch vlak was de vs (14 % van de groepsomzet) qua prestatie de primus. De omzet steeg er 9,7 %, in dollartermen was dat zelfs +13 %. Het geleidelijke herstel van de markt zet zich verder zowel in nieuwbouw als in renovatie. Deceuninck hoopt er nog sterker te groeien door de introductie van nieuwe toepassingen.

De zone Turkije & groeielanden (export vanuit Turkije) is goed voor 23 % van de groepsomzet en kende in lokale munt een omzetgroei van 4,7 %. In euro is er echter een daling van 1,2 % tot 121,4 miljoen euro. Ondanks het politieke gekrakeel en de minder gunstige economische indicatoren blijft de Turkse markt goed presteren. De wisselkoers blijft wel heel volatiel, maar na een renteverhoging in februari 2014 herstelt de munt geleidelijk aan. Vanuit Turkije worden exportmarkten zoals Chili en India belevert. In deze landen is de groep nu al fysiek aanwezig. PVC heeft in Chili

een marktaandeel van 35 % en is belangrijk in de renovatiemarkt. In India scoort Deceuninck goed met zijn performante raamprofielen, niet zozeer naar warmte-isolatie toe door het klimaat, maar wel naar geluidsisolatie toe en naar het stofvrij houden van de binnenruimte!

De zone West-Europa (33 % van groepsomzet) zag de omzet in 2013 7,5 % dalen. In de Benelux en Frankrijk ging de markt achteruit, in Spanje was er in het midden van het jaar een uitbodeming. Wel profiteert de groep van het economisch herstel in Groot-Brittannië in combinatie met een nieuw dynamisch management. In Italië steeg de omzet door het binnenhalen van nieuwe klanten.

Centraal- en Oost-Europa (met daarin Duitsland) tot slot staat voor 30 % van de groepsomzet en zag de omzet met -6,4 % dalen. Duitsland houdt stand, maar in Polen, Tsjechië en Slowakije was er een daling. Ook in Rusland

daalde de omzet, terwijl ook de munt het niet zo goed doet.

Sterk parcours Na de herstructureeringen en herkapitalisatie van enkele jaren geleden heeft Deceuninck een sterk parcours afgelegd, zowel op industrieel als op financieel vlak. In een tabel geven we de evolutie van enkele opvallende indicatoren in de periode 2011-13. De evolutie van de bruto marge oogt misschien niet spectaculair, maar tegen de achtergrond van stijgende grondstoffenprijzen (wel min of meer stabiel in 2013), is dit geen slechte prestatie.

Via de illustratie van enkele indicatoren willen we duidelijk maken dat het bedrijf klaar is voor een volgende fase in zijn ontwik-

(in miljoen euro)	2012	2013	Δ 12/13
Omzet	556,91	536,51	-3,7 %
EBITDA	50,000	47,400	-5,2 %
EBITDA-marge	9,0 %	8,8 %	
EBIT	20,687	23,621	14,2 %
EBIT-marge	3,7 %	4,4 %	
Financieel resultaat	-12,710	-8,393	
Courant resultaat	7,977	15,228	90,9 %
Belastingen	-3,735	-6,847	
Resultaat groep	4,038	8,213	103,4 %
Winst per aandeel	0,04	0,08	100,0 %

keling. We haalden al aan (zie Beste Belegger november 2013) dat Deceuninck in de voorbije jaren in stilte sterk had ingezet op nieuwe ontwikkelingen (technologie, kleuren, isolatienormen ...) en nu lijkt het moment er aan te komen om een aantal van die zaken op de markt los te laten en op een grotere schaal te



implementeren. Dat verklaart ook de geleidelijke stijging van de investeringen, want een deel van de middelen gaat naar expansieprojecten. In 2013 bijvoorbeeld ging er 10,3 miljoen euro naar expansieprojecten via de bouw van nieuwe lijnen in België en de vs. Voor 2014 is zelfs een investeringsbudget van 35 tot 40 miljoen euro voorzien. Ongeveer 10



afschrijvingen (-1,1 miljoen euro), minder waardeverminderingen op vlottende activa (bv. op klantenvorderingen, -1,17 miljoen euro) en een terugname van voorzieningen (een verschil van +3,58 miljoen euro versus 2012). M.a.w. de winstverbetering komt er dus grotendeels door niet-cashkosten en moet daarom met een zekere omzichtigheid geïnterpreteerd worden.



De verbetering van het financiële resultaat is daarentegen veel fundamenteeler en het gevolg van gunstigere financieringsvoorwaarden en van een daling van de netto financiële schuld (van 92,6 naar 80,6 miljoen euro). De hogere belastingen vreten wel een deel van het betere resultaat op, maar kunnen niet beletten dat de nettowinst verdubbelde tot 8,4 miljoen euro. Dit betere cijfer

	2011	2012	2013
Bruto marge	28,9 %	28,7 %	29,0 %
Netto financiële schuld (m. euro)	101,8	92,6	80,6
Investerings (m. euro)	21,9	23,5	26,7
Werkkapitaal/omzet	18,20 %	17,60 %	16,40 %

miljoen euro is bestemd voor de bouw van een nieuwe fabriek in Turkije, ter vervanging van de huidige site in Izmir. In 2015 volgt dan nog een investeringsschijf van 10 miljoen euro voor deze nieuwe fabriek. Tegen deze



achtergrond zullen we waarschijnlijk geen verdere daling van de financiële schuld zien, maar de bedoeling is om te zaaien om binnen enkele jaren te kunnen oogsten.

Operationele hefboom Wat 2014 betreft, is de zachte winter zeker een belangrijk voordeel tegenover het begin van 2013 (wel niet in de vs). Dat komt de omzet zeker ten goede, terwijl we toch ook menen dat de wisselkoersevoluties in 2014 bijna

onmogelijk zo sterk zullen tegenvallen als in 2013. Niet onbelangrijk bij dit alles is de operationele hefboom die kan gaan spelen. Zo kan een kleine omzetstijging tot een sterke verbetering van de rendabiliteit leiden, zeker omdat de vaste kosten al meer dan gedekt zijn. In het Engels noemt men dit 'operational leverage'.

In oktober 2013 (toen de koers 1,40 euro stond) gaven we een DCF-waarde mee van 1,45 euro per aandeel en een tweede koersdoel van 1,90 euro op basis van de waarde van het eigen vermogen per aandeel. Met de nieuwe cijfers over 2013 in handen moeten we ons koersdoel aanpassen en daar speelt de



verbetering van het financiële resultaat een heel grote rol bij. Ons koersdoel op basis van een conservatieve DCF en abstractie makend van de belangrijke expansie-investeringen bedraagt nu 2,16 euro. We mogen dus stellen dat de koersevolutie de verbetering van de cashflow min of meer volgt. Wie gelooft in een verdere verbetering van de cijfers in 2014 (bv. dankzij de operational leverage) mag dus zeker kopen. Na de scherpe rally van de laatste weken zouden we wel wat afwachten om te zien of de koers niet wat corrigeert.



GERT DE MESURE
ANALIST VFB
REDACTIE 19 FEBRUARI 2014
KOERS 2,31 EURO
WWW.DECEUNINCK.COM