

## “CFE/AvH: zwak DEME drukt resultaten én vooruitzichten”

*Uit het departement: “Moeders en hun dochters”*



In de staart van het kwartaalcijferseizoen tekent Ackermans & van Haaren present, geflankeerd door CFE. KBCS fileerde de kwartaalrapporten van moeder en dochter en verlaagde voor CFE, dat worstelt met zwakke baggeractiviteiten bij DEME, het koersdoel van 82 naar 75 euro. Dat sijpelt niet door in het stabiele koersdoel en advies van AvH, dat op zijn beurt wel een pak beheerd vermogen zag verdampen in de beurscorrectie van maart 2020.

### Resultaten van CFE

- **De omzet** daalde 9% tot 761 miljoen euro en bleef daarmee 2,5% onder verwachting
- De omzet van baggeraar **DEME** daalde met 13% en bleef daarmee eveneens onder de lat van 570 miljoen euro
  - DEME Offshore leverde 38% van de omzet, waarbij het aandeel van procurement (inkoop van materiaal) beperkt bleef.
  - Infrastructuur: omzetstijging op jaarbasis
  - De meeste projecten warden niet geschrapt als gevolg van Covid-19, maar er is wel een lagere productiviteit en vertraging bij de aanbestedingen.
- **Contracting** zette 2% minder om op jaarbasis tot 221 miljoen euro, wat iets beter was dan verwacht. Ook hier geen noemenswaardige impact van Covid-19, maar die is wel te verwachten in het tweede kwartaal.

Omzet In miljoen euro	31/03/2020	31/03/2019	Variatie
Baggerwerken, milieu, offshore en infra	534,9	613,8	-12,9%
Contracting	221,1	226,0	-2,2%
Overige polen en eliminaties	4,9	-1,4	n.s.
<b>Totaal</b>	<b>760,9</b>	<b>838,4</b>	<b>-9,2%</b>

Orderboek In miljoen euro	31/03/2020	31/12/2019	Variatie
Baggerwerken, milieu, offshore en infra	3.415,0	3.750,0	-8,9%
Contracting	1.271,4	1.385,5	-8,2%
Overige polen	44,7	47,4	-5,7%
<b>Totaal</b>	<b>4.731,1</b>	<b>5.182,9</b>	<b>-8,7%</b>

### Schuldpositie

De nettoschuld steeg van 798 miljoen euro eind 2019 tot 850 miljoen euro door de kosten van de investeringen in de resterende vaartuigen. De nettoschuld steeg met 20 miljoen euro bij DEME, wat tegen het jaareinde weer moet afnemen. Er zijn geen expliciete aanwijzingen voor de vertraging in de oplevering van Orion (na het ongeval begin mei), maar op dit moment kan worden verwacht dat het schip pas volgend jaar operationeel zal zijn. Externe schepen zijn beschikbaar tegen concurrerende tarieven om de geplande projecten te voltooien. Dus geen problemen voorzien in de tijdslijn, maar het is duidelijk dat de FY20 EBITDA-marge zal worden beïnvloed door zowel huurkosten als niet gerealiseerde productiviteitswinsten.

### Orderboek en vooruitzichten

Het orderboek daalde met 0,5 miljard euro tot 4,7 miljard euro, minder dan de 4,9 miljard waar op was gerekend. Het management werd een stuk voorzichtiger geworden en spreekt niet langer van “een daling van de omzet, kasstroom en resultaten in 2020”, maar wel van “een belangrijke impact op omzet, kasstroom en resultaten voor DEME (met een “positief nettoresultaat”) en CFE Contracting (met resultaat dicht bij break-even)”. Voor de vastgoedpoot wordt op een resultaat gerekend in lijn met dat van 2019.

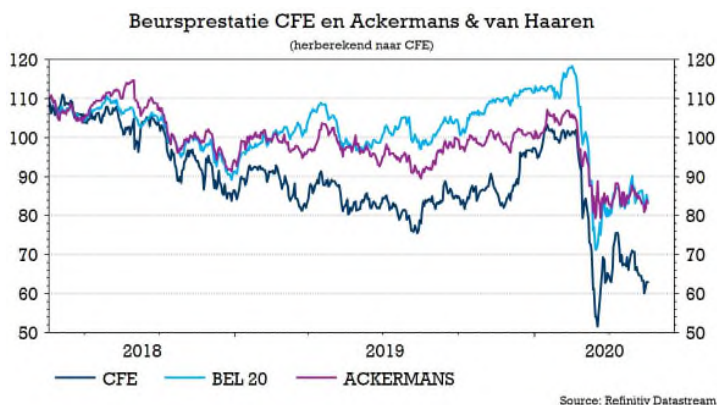
### De mening van KBC Securities

Centraal staat de gedaalde omzet van DEME, tot een lager dan verwacht niveau, met als meevaller dat er geen grote annuleringen van lopende/bestellingsprojecten zijn. Maar het uitstellen van aanbestedingsactiviteiten voor baggerwerken zal het margeherstel afremmen en het incident met de Orion zal extra jaar op de EBITDA wegen.

De huurkosten van de schepen zullen pas op een later tijdstip zullen worden teruggevorderd, maar een verlies aan efficiëntie wordt niet verwacht.

Rekening houdend met deze bijkomende kosten, de lagere omzetontwikkeling van DEME en het feit dat er slechts een bijna break even resultaat wordt verwacht, verlaagt KBC Securities de EBITDA-verwachtingen voor dit en volgend jaar.

Dat vertaalt zich in een daling van het koersdoel van 82 naar 75 euro bij een onveranderd "Opbouwen"-advies.



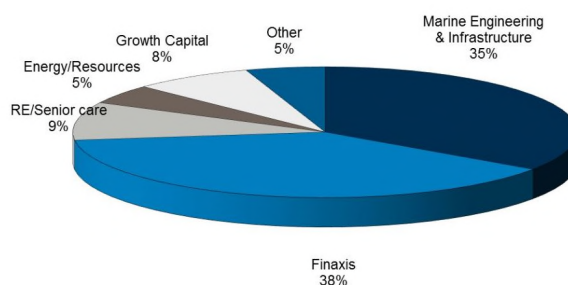
CFE	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	3 510,5	3 239,4	2 797,1	3 066,5	3 640,6	3 624,8	3 119,2	3 420,4
REBITDA (milj.)	479,5	504,9	465,9	500,7	488,5	451,2	350,6	451,2
REBITDA marge	13,7%	15,6%	16,7%	16,3%	13,4%	12,4%	11,2%	13,2%
Netto resultaat (milj.)	159,9	175,0	168,4	180,4	171,5	133,4	87,4	97,2
							20E	21E
P/E	12,2x	15,4x	13,4x	17,2x	15,4x	16,3x	18,2x	16,4x
EV/EBITDA	4,1x	5,7x	5,0x	6,7x	6,4x	6,3x	6,7x	5,0x
Koers/boekwaarde	1,5x	1,9x	1,5x	1,9x	1,5x	1,2x	0,9x	0,9x
Rendement op vrije cash flow	22,7%	2,8%	8,9%	4,5%	-7,9%	-0,3%	-4,7%	8,7%
Dividendrendement (bruto)	2,6%	2,3%	2,6%	2,0%	2,3%	2,3%	1,9%	2,1%
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	188,1	322,7	213,1	351,9	648,3	798,1	863,9	756,5
Net debt/REBITDA	0,39x	0,64x	0,46x	0,70x	1,33x	1,77x	2,46x	1,68x
							20E	21E
Omzet-groei		-7,7%	-13,7%	9,6%	18,7%	-0,4%	-13,9%	9,7%
REBITDA-groei		5,3%	-7,7%	7,5%	-2,4%	-7,6%	-22,3%	28,7%
Netto winstgroei		9,4%	-3,7%	7,1%	-4,9%	-22,2%	-34,5%	11,2%

Bron: KBC Securities

### Ackermans & van Haaren

Voor Ackermans & van Haaren, de moedergroep van CFE, worden advies en koersdoel bevestigd op "Houden" en 131 euro. Uit het kwartaalrapport van de holding blijkt dat van de impact van Covid-19 op het Marine Engineering gebruik werd gemaakt om de positie in CFE/DEME licht te verhogen. Ook de bancaire poot van de groep kreeg een tik, vooral op het vlak van beheerd vermogen (-14%), maar dankzij de stevige positionering van Delen en Van Breda bleef de blootstelling beperkter dan bij sectorgenoten.

De Antwerpse holding kondigde eerder al een daling van het dividend aan, waardoor de groep van zijn vrij aanzienlijke kaspositie gebruik kan maken om naar opportuniteiten te zoeken in de markt. Het AvH-aandeel kijkt dit jaar tegen een verlies aan van 17%, wat volgens KBC Securities gerechtvaardigd is gezien de aanzienlijke impact van de crisis. Ze schatten de netto-actiefwaarde op 113 euro per aandeel, wat een premie zou betekenen van 3,1% ten opzichte van de huidige notering.



<b>Auteurs:</b>	KBC Securities	
<b>Bijdrage door:</b>	Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group Economics	"The Front Row"
<b>Gerelateerd:</b>		



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Group Economics and Markets



E-mail: [tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
Tel: +32 2 429 37 22  
Mobile: +32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Havenlaan 2 (GEM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.  
Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbc.be](http://www.kbc.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?  
Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbc.be](http://www.kbc.be), [www.kbcsecurities.be](http://www.kbcsecurities.be), [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be) en [www.kbceconomics.be/nl.html](http://www.kbceconomics.be/nl.html).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)