

Ackermans & van Haaren: diversificatiestrategie loont

Aandelen  | 06.09.2017 Rudy De Grootd - Equity Analyst BNPP WM

Over de eerste jaarhelft zag Ackermans & van Haaren (AvH) (Hold) het onderliggend nettoresultaat fors toenemen tot 113,7 miljoen EUR (+34%), dit met een 17% hogere winstbijdrage van 108,7 miljoen EUR uit de kernactiviteiten.

Ondanks een tegenvallende prestatie bij *Marine Engineering & Contracting* waar de winstbijdrage met 18% terugviel tot 27,5 miljoen EUR (11 miljoen EUR verlies bij bouwgroep Van Laere door 2 projecten, een verlies bij Rent-A-Port en een minder sterk dan verwachte omzetonwikkeling/lagere winst bij DEME door baggervertragingen), werd dit meer dan gecompenseerd door een betere prestatie bij de andere divisies. Dit dankzij uitblinkers Delen (*Private Banking*), Extensa (vastgoed) en Sipef (na de expansie plus verhoging v/h belang). Binnen *Private Banking* zagen we vooral bij Delen een sterke winstbijdrage (+18%) door een forse instroom van nieuwe gelden (AuM) & betere markten (activa onder beheer +5,5% tot recordbedrag van 39,9 miljard EUR) met een verbeterd kostenplaatje.

Bij Bank J. Van Breda werd een operationele sterke prestatie echter teniet gedaan door hogere banktaksen waardoor de winstbijdrage lichtjes daalde. Binnen *Private Banking* zien we dit sterk momentum verder aanhouden met een operationeel herstel bij de Britse Delen-dochter JM Finn als extra hefboom op termijn. Daarnaast bevestigde de tak *Real Estate & Senior Care* (de vastgoeddivisie in brede zin) zijn toenemende rol als nieuwe groeimotor. Dit dankzij goede vooruitzichten voor de komende jaren bij Leasinvest, Extensa (meerwaarden bij Tour & Taxis/Cloche d'Or) en het zorgvastgoed. Voor de komende jaren kunnen we hier een jaarlijkse recurrente winst van minimaal 30 miljoen EUR verwachten. Positief is bovendien de winstterugkeer en grotere focus bij *Growth Capital* na een aantal moeilijke jaren. Tenslotte kwam de netto cashpositie op holding niveau uit op 57,2 miljoen EUR.

Dankzij de uitstekende trackrecord sinds decennia blijft AvH een ideale lange termijn-waardecorator. De diversificatiestrategie met een alsmear stabielere stroom van recurrente inkomsten en een meer evenwichtige spreiding over de kerntakken in de toekomst blijkt duidelijk vruchten af te werpen. Ondanks de baggergerelateerde DEME tegenwind op korte termijn verwacht het management voor de tweede jaarhelft een winstontwikkeling vergelijkbaar met deze van de eerste zes maanden. Dit ondersteund door het sterke orderboek bij DEME (vooral windgedreven), een verdere forse instroom van nieuwe gelden binnen Private Banking (aanhoudend sterk commercieel momentum) en grote projectontwikkelingen in Brussel en Luxemburg bij Extensa. Verlost van een aantal voormalige probleemkinderen binnen Private Equity (Groupe Flo/CKT Offshore) kan ook deze divisie opnieuw aanknopen met winst.

Dankzij vooral een lichte verhoging van de waarde van PB binnen de portfolio, stijgt onze geschatte intrinsieke waarde van 156 tot 160 EUR per aandeel. We verhogen daarom het koersdoel op 12 maanden van 156 tot 160 EUR, de huidige intrinsieke waarde waarop we dankzij de controle van de belangen door AvH geen korting toepassen. In combinatie met een licht gedaalde koers impliceert dit een opgelopen holdingdiscount van 4% eerder tot nu 11%. Na de sterke koersstijging sinds medio 2016 hadden we op 17 oktober 2016 het advies verlaagd van Kopen naar Houden en hadden we aangegeven om bij verdere koersstijging naar ons vorige koersdoel stilaan winst te nemen. Momenteel blijven we op Houden maar bij een koersdaling onder de 140 EUR wordt het aandeel opnieuw koopwaardig.

