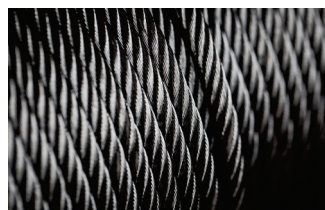


“Bekaert: met de handrem op”

Uit het departement: “Koordsachtig op zoek naar tractie”



Bekaert combineerde onlangs een stand van zaken over het voorbije kwartaal en de vooruitzichten voor de rest van 2019 tijdens een investeerdersdag. KBC Securities analist Wim Hoste vond er inspiratie voor een uitgebreide nota over de West-Vlamingen. Daarin werden de verwachtingen voor 2019 werden verlaagd, zonder impact op koersdoel en “Houden”-advies. We loodsen u graag door de kwartaalcijfers, op het niveau van de vier verschillende afdelingen, en geven duiding bij de huidige waardering.

Van kwaad naar moeilijker in kwartaal 3

De kwartaalomzet bleef met een groei van 0,5% nagenoeg stabiel op 1.075 miljoen euro, maar wel iets onder de verwachting en een **duidelijke verzwakking** ten opzichte van de eerste jaarhelft toen nog een groeicijfer van 2,8% werd voorgelegd. Boosdoener was de divisie “Steel Wire Solutions”, want die keek tegen een fors groter dan verwachte omzetsdaling (-4,3% tot 357 miljoen euro, in plaats van een verhoopt daling met 2,7%) aan. De divisie “Rubber Reinforcement” presteerde met een omzetgroei van 1,7% tot 480 miljoen euro ook onder de verhoopte 491 miljoen euro.

Division	3Q18	3Q19A	% change	3Q19E KBCS	3Q19E CSS
Rubber Reinforcement	472	480	1.7%	491	480
Steel Wire Solutions	373	357	-4.3%	366	355
Specialty Businesses	107	109	1.9%	105	104
BBRG	115	123	7.0%	118	119
Other	4	6	50.0%	4	4
Total consolidated sales	1,070	1,075	0.5%	1,084	1,062

Source: Bekaert, KBC Securities forecasts

* data in € m

Herstructurering

Door de moeilijke marktomgeving zag Bekaert zich verplicht om zijn herstructureringsinspanningen op te voeren. Naast de reeds aangekondigde herstructurering in ons land, werd bijkomend de **sluiting van drie vestigingen** aangekondigd.

Deze nieuwe maatregelen zullen leiden tot ongeveer 50 miljoen euro extra eenmalige kosten. Een precieze besparingsdoelstelling werd niet bekendgemaakt, al gaf Bekaert mee dat de betrokken activiteiten ongeveer 8 miljoen euro verlies boeken op jaarbasis. Die verliezen zullen uiteraard verdwijnen door de herstructureringsmaatregelen. KBC Securities schat dat de totale besparing op ten minste 10 miljoen euro. Voor de herstructurering in **België** zal Bekaert bovenop de eenmalige last van 7 miljoen euro die in de eerste jaarhelft werd geboekt, voor nog eens 30 miljoen euro provisies boeken in de tweede jaarhelft.

In totaal zal de herstructureringskost voor 2019 dus zo’n 87 miljoen euro bedragen, waarvan ongeveer 70% of ongeveer 60 miljoen euro in contanten.

Per divisie

De activiteiten van Bekaert staan dus ook in het derde kwartaal onder druk, nadat ze eerder ook al niet ongevoelig bleven voor de vertragende economische realiteit. We lopen u door de verschillende afdelingen om de pijnpunten, en de herstructureringsmaatregelen, uit te lichten.

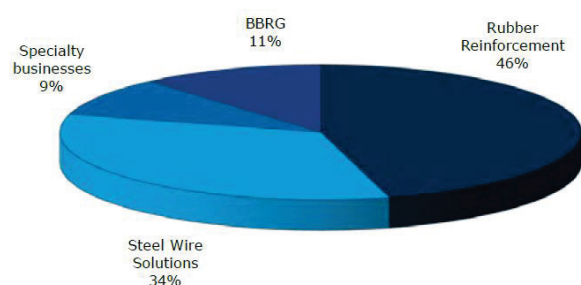
- **Rubber Reinforcement**

Deze divisie is voornamelijk gericht op **banden & automobiel**. Bekaert is de grootste producent van bandenkoord ter wereld, met een wereldwijd marktaandeel van bijna 30%, vóór het Chinese

Xingda (met een marktaandeel van ongeveer 19%). Bekaert ziet ruimte om deze activiteiten in **China** te laten groeien, of via Chinese bandenbedrijven die de komende jaren in Azië uitbreiden. Bekaert zal in 2020/2021 trouwens een nieuwe fabriek bouwen voor de productie van bandenkoord in Vietnam.

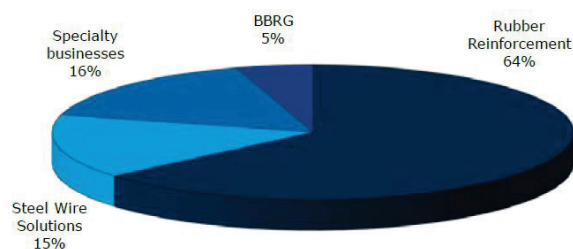
Het actieplan voor Rubber Reinforcement legt ook de klemtoon op technologische ontwikkeling en het intensiveren van de R&D-samenwerking met klanten, onder meer om de ontwikkelingsstijden te versnellen. Dit kan de concurrentiële positie van Bekaert versterken, maar KBC Securities meent dat klanten zullen blijven samenwerken met de kleinere, goedkopere Chinese fabrikanten van bandenkoord. Dat moet de markt in evenwicht houden en vermijden dat Bekaert te veel

BREAKDOWN CONSOLIDATED SALES 2019E



Source: KBC Securities forecasts

BREAKDOWN UNDERLYING EBIT 2019E*



Source: KBC Securities forecasts

*excl overheads

prijzzettingsvermogen zou verwerven.

• Steel Wire Solutions

De tweede grootste divisie rapporteert ongeveer 1,5 miljard omzet (ongeveer 35% van het groepstotaal). Naast de rechtstreekse activiteiten heeft de groep ook een indirecte blootstelling aan Latijns-Amerika via de joint ventures. De eindmarkten van Steel Wire Solutions zijn zeer gediversifieerd, met als belangrijkste segmenten de bouw, de landbouw en de consumptiegoederen. De inkomsten in 2018 van beide activiteiten bedroegen 2,1 miljard euro, maar de omzet daalde met 2,4% in de eerste negen maanden van 2019, gedragen door alle regio's. De omstandigheden verslechterden in het derde kwartaal, zodat de omzet 4% op jaarbasis daalde tot 357 miljoen euro. Een en ander verplichtte de groep om de herstructureringsinspanningen op te voeren.

KBC Securities verwacht dat de **marges** in de tweede helft van 2019 zullen worden beïnvloed door de zwakke macro-economische omstandigheden, wat zal leiden tot een grotere druk op de omzet, terwijl wij van mening zijn dat de besparingsinitiatieven de marges in de komende jaren geleidelijk zullen verbeteren. Zie onderstaande tabel voor een gedetailleerd overzicht van onze prognoses.

• Specialty Business

Deze divisie bestaat uit vier onderdelen waarvan Building Products (50%) de grootste is, naast Fiber Technologies (25%), Combustion Technologies (20%) en Sawing wire (5%).

▪ Building Products

Bekaert **optimaliseert** momenteel haar **productieapparaat** met de aangekondigde sluiting van de Belgische vestiging in Moeën, terwijl het zijn capaciteit uitbreidde heeft in Tsjechië en India. De groep ziet een **groot groeipotentieel** voor staalvezels in Azië, omdat staalvezels nog een zeer laag marktaandeel hebben in de betonmarkt. Maar het vraagt tijd om architecten en ingenieurs te overtuigen dat staalvezels de totale kosten in betonnen wapeningstoepassingen kunnen verlagen.

- **Fiber Technologies**

Dit segment vertegenwoordigt ongeveer 20-25% van de omzet van de Specialty Business, met een breed scala aan toepassingen (filtratie, hittebestendig textiel, elektrogeleidende kleding,...). De omzet daalde 3,4% in de eerste negen maanden van 2018, door de dalende verkoop van dieselauto's in Europa. KBC Securities ziet **deze trend op korte termijn niet verbeteren**.

- **Combustion Technologies**

Deze activiteit, goed voor ongeveer 20% van de omzet van de divisie, is vrij gelijkmatig verdeeld over gasbranders en aluminium warmtewisselaars. De omzet daalde met 9,4% in de eerste negen maanden van het jaar, negatief beïnvloed door een tijdelijke **vertraging** in de **verschuiving van steenkool naar gasverwarming** in China. Aangezien deze activiteit voor Bekaert een vrij uitzonderlijke downstream-integratie vertegenwoordigt, zouden we niet uitsluiten dat Bekaert op langere termijn de verbrandingstechnologieën zou **afstoten**.

- **Sawing Wire**

Bekaert maakt zich sterk dat het een goede technologische positie heeft, al is de activiteit **zeer klein**. Ze is gericht op de halfgeleidermarkt, waarbij de capaciteit uitverkocht is. De prijzen voor de dunne diamantdraaddiameters zijn gestabiliseerd, waardoor het bedrijf rond de EBITDA break-even kan blijven. Bekaert is terughoudend om meer geld te investeren in zaagdraad en is in gesprek met potentiële investeerders die het risico van bijkomende investeringen zouden delen. Indien dit niet kan worden bereikt, zal Bekaert waarschijnlijk **deze markt verlaten**.

- **BBRG**

Bridon Bekaert Ropes Group werd opgericht in juni 2016. Bekaert hield aanvankelijk een belang van 67% aan, maar verwierf de resterende 33% in 2018. De groep kan worden opgesplitst tussen de touwen (80% van de omzet) en de geavanceerde koordbedrijven (20%)

BBRG boekte in de eerste negen maanden van het jaar een omzetgroei van 7%, dankzij een autonome groei van 5,6%. Op het gebied van touwen profiteerde BBRG van de groei van de verkoop van olie & gas, mijnbouw en kraan- en industriële toepassingen, terwijl α -cords profiteerden van de gestegen vraag van de tandriemen en de stijging van de hijstoepassingen tegen het einde van het kwartaal.

KBC Securities verwacht een **verbetering** van de **marges** in 2020. De inspanningen om het **productaanbod te stroomlijnen** en weg te gaan van volumes/stock keeping units die niet of **onvoldoende winstgevend** zijn moeten vruchten afwerpen. Het aanpassen van het productieapparaat (sluiting fabriek in Dubai) kan alvast helpen.

Balans

Samen met de **margedruk** verslechterde ook de toestand van de **balans**, wat geleid heeft tot een **lager dividend** en het terugschroeven van **investeringen**. De envelop voor die laatste was over de eerste negen maanden amper de helft van die over dezelfde periode een jaar eerder (72 versus 140 miljoen euro). De groep maakt ook werk van zijn **schuldprofiel, door** de uitgifte van Schuldschein-leningen van 320.5 miljoen euro (op 4,6 en 8 jaar) en een retailobligatie van 200 miljoen euro (op 7 jaar). Met de opbrengst van deze laatste zal een bruglening van 89,5 miljoen terugbetaald worden en het saldo voor de gedeeltelijk terugbetaling van obligatielening van 195 miljoen (6 december 2019).

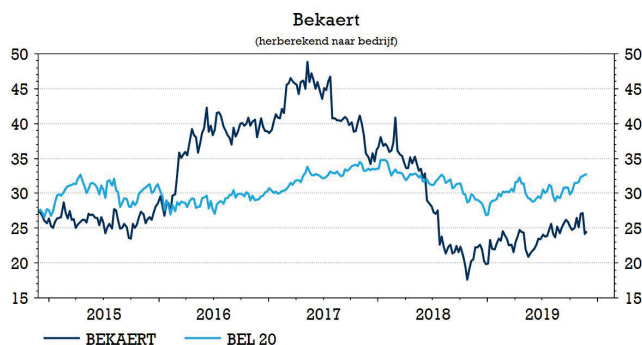
Vooruitzichten en verwachtingen

Bekaert verwacht een vertraging van de **bandenmarkten** in het vierde kwartaal van 2019. Dat komt door de normale seizoensgebondenheid van de activiteiten, maar ook door voorraadvermindering omwille van de aanhoudende economische zwakte. De activiteiten op het gebied van **staaldraadoplossingen** zullen

ook verder krimpen in het vierde kwartaal door sociale protestacties in Latijns-Amerika, de handelstarievenoorlog en een wereldwijde economische vertraging.

	2019			2020			2021		
	Old	New	% change	Old	New	% change	Old	New	% change
Sales	4,384	4,359	-0.6%	4,421	4,412	-0.2%	4,490	4,496	0.1%
Rubber Reinforcement	2,008	1,983	-1.2%	2,058	2,033	-1.2%	2,099	2,083	-0.7%
Steel Wire Solutions	1,468	1,450	-1.2%	1,446	1,428	-1.2%	1,460	1,443	-1.2%
Specialty Businesses	400	406	1.5%	404	412	2.0%	408	420	3.0%
BBRG	484	492	1.6%	489	512	4.7%	498	522	4.9%
Group	25	27	8.0%	25	27	8.0%	25	27	8.0%
Underlying EBIT	251	238	-5.4%	276	271	-1.7%	296	300	1.2%
Rubber Reinforcement	188	183	-2.8%	199	192	-3.5%	207	201	-2.8%
Steel Wire Solutions	50	44	-11.9%	54	52	-3.7%	59	58	-0.9%
Specialty Businesses	49	46	-5.5%	50	50	0.8%	51	52	2.4%
BBRG	13	14	4.4%	22	26	17.3%	29	37	27.1%
Group	-57	-57	0.0%	-57	-57	0.0%	-57	-57	0.0%
Intersegment	8	8	0.0%	8	8	0.0%	8	8	0.0%
Underlying EBIT margin	5.7%	5.5%		6.2%	6.1%		6.6%	6.7%	
Rubber Reinforcement	9.4%	9.2%		9.7%	9.5%		9.9%	9.7%	
Steel Wire Solutions	3.4%	3.0%		3.7%	3.6%		4.0%	4.1%	
Specialty Businesses	12.3%	11.4%		12.4%	12.2%		12.5%	12.4%	
BBRG	2.7%	2.8%		4.5%	5.0%		5.8%	7.1%	

Source: KBC Securities forecasts



Source: Refinitiv Datastream

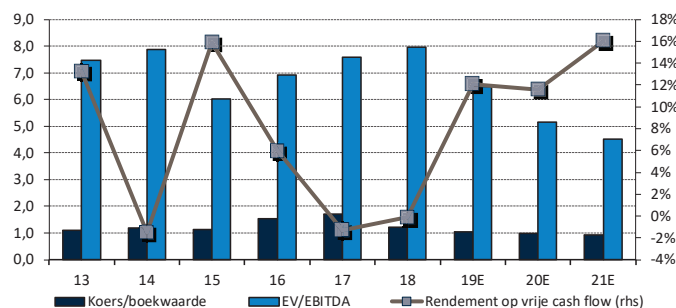
De verwachting is dat de **bouwmakten** het redelijk goed zullen doen. De bedrijfsomstandigheden van **BBRG** zullen naar verwachting uitdagend te blijven en Bekaert verwacht aanzienlijke waardeverminderingen (niet-kaskosten) te boeken op de voorraden in de tweede jaarahelft. KBC Securities sleutelde aan de verwachtingen waarbij voor 2019 en 2020 iets meer voorzichtigheid aan de dag wordt gelegd op het niveau van de omzet als de onderliggende bedrijfswinst. Vanaf 2021 is er iets meer optimisme.

Waardering en conclusie

De waardering ziet er volgens KBC Securities vrij aantrekkelijk uit, zowel vanuit DCF-perspectief als in vergelijking met collega's. Aan de huidige koers noteert het aandeel aan een 6,5x EV/EBITDA-ratio, wat tegen 2021 tot 4,5x kan dalen. Dat is meteen het laagste niveau in meer dan 8 jaar. Ook op winstniveau is de waardering interessant: de koerswinstverhouding in 2019 (12,9x) en 2021 (8,8x) bevinden zich allemaal op lange termijn dieptepunten. Dat wil zeggen dat beleggers weinig geloof hechten aan een scenario van toekomstige groei. Indien de zaken toch onder controle zouden geraken, zou de groep in staat moeten zijn om zijn huidige schuldgraad (2,4x EBITDA) moeten kunnen verlagen tot 1,6x, eveneens een lange termijn dieptepunt.

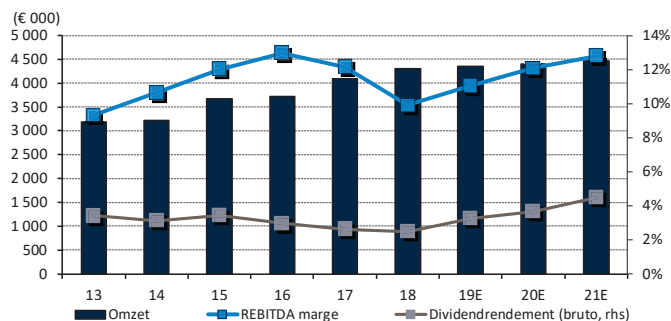
Maar voorzichtigheid blijft geboden. Het hobbelige trackrecord, de voorzichtige korte-termijnboodschap van het management, het risico voor toekomstige verstoringen door handelsoorlogen en de mogelijkheid van verdere incidenten bij aanvullende herstructureringsmaatregelen zijn voor KBC Securities een aanleiding om het "Houden"-advies te bevestigen. Het **koersdoel** blijft onveranderd op **25 euro** en op basis van de huidige dividendverwachtingen kan een aandeel zo'n 3,3% tot 4,5% brutorendement opleveren.

WAARDERINGSMULTIPLES Bekaert



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Bekaert



Bron: KBC Securities

Bekaert	13	14	15	16	17	18	19E	20E	21E
Omzet	3.186	3.216	3.671	3.715,2	4.098,2	4.305,3	4.355,8	4.392,6	4.461,5
REBITDA (€m)	297	342	441	481,4	498,0	426,0	481,4	531,0	571,0
REBITDA marge	9,3%	10,6%	12,0%	13,0%	12,2%	9,9%	11,1%	12,1%	12,8%
Netto resultaat	25	87	102	105,2	184,7	39,8	95,1	162,3	185,4
							19E	20E	21E
P/E	31,7x	19,2x	14,8x	12,1x	16,2x	22,3x	12,9x	10,1x	8,8x
EV/EBITDA	7,5x	7,9x	6,0x	6,9x	7,6x	8,0x	6,5x	5,2x	4,5x
Koers/boekwaarde	1,1x	1,2x	1,1x	1,5x	1,7x	1,2x	1,0x	1,0x	0,9x
Rendement op vrije cash flow	13,3%	-1,5%	15,9%	6,0%	-1,3%	-0,1%	12,1%	11,6%	16,1%
Dividendrendement (bruto)	3,4%	3,1%	3,4%	3,0%	2,6%	2,5%	3,3%	3,7%	4,5%
							19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	608,1	878,9	874,8	1.088,3	1.165,6	1.180,4	1.155,4	1.061,4	912,3
Net debt/REBITDA	2,05x	2,57x	1,98x	2,26x	2,34x	2,77x	2,40x	2,00x	1,60x
							19E	20E	21E
Omzet-groei	-7,9%	0,9%	14,2%	1,2%	10,3%	5,1%	1,2%	0,8%	1,6%
REBITDA-groei	8,1%	15,1%	29,1%	9,1%	3,4%	-14,5%	13,0%	10,3%	7,5%
Netto winstgroei	-112,6%	254,7%	17,3%	2,9%	75,6%	-78,5%	139,1%	70,7%	14,3%

Bron: KBC Securities

Auteurs:	Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group	"The Front Row"
Bijdrage door:	KBC Securities	
Gerelateerd:		



Tom Simonts
Senior Financial Economist
KBC Groep



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

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

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op www.kbceconomics.be, www.kbcsecurities.com en www.kbc.be

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?

Stuur een e-mail naar 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, www.kbcsecurities.be, www.kbcprivatebanking.be en www.kbceconomics.be/nl.html.

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – www.kbc.com