



D'Ieteren

Olifant in notitieboekvorm

D'Ieteren	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	43.94 EUR
	Naam analist	David Vagman, CFA	Koersdoel	51 EUR
	ISIN code	BE0974259880	Opwaarts potentieel	16.1%
Winst per aandeel (EUR)	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
	-0.20	2.36	3.15	3.40
% groei j/j	-	-1288.2%	33.2%	8.1%
Koerswinst ratio	-	18.6x	14.0x	12.9x
Bruto dividend (EUR)	0.80	0.90	0.90	1.00
% groei j/j	0.0%	12.5%	0.0%	11.1%
Dividendrendement (%)	1.8%	2.0%	2.0%	2.3%

D'Ieteren is actief in autodistributie en het herstellen en vervangen van voertuigbeglazing. D'Ieteren Auto verdeelt in België voertuigen van Volkswagen, Audi, Skoda, Seat, Porsche, Bentley, Lamborghini en Bugatti alsook motorfietsen van het merk Yamaha. Het is de grootste autodistributeur in België, met een marktaandeel van ongeveer 22%. D'Ieteren heeft een belang van 95% in Belron, de wereldleider op vlak van herstelling en vervanging van voertuigbeglazing via bekende merken zoals Carglass, Autoglass en Safelite Autoglass.

D'Ieteren verraste gisteren iedereen met de aankondiging dat het een belang van 41% neemt in Moleskine, producent van de bekende notitieboekjes met de elastiek. Daarmee start de groep met de bouw van de derde poot waar het sinds de verkoop van Avis Europe naar op zoek was én houdt het nog wat poeder droog om in de toekomst verder te kunnen blijven jagen.

Het is een solide financiële deal die van D'Ieteren nog wat meer doet opschuiven naar het industriële holding model zoals Ackermans & van Haaren dat ook heeft. Het is met iets minder dan 200 miljoen euro ook een grote deal, die ons deed denken aan die uitspraak van ene Warren Buffett. Die liet enkele jaren geleden namelijk ook eens weten dat hij op zoek ging naar een grote overname, wat hij als een "olifant" omschreef. Bij D'Ieteren heeft komt die dus in de vorm van een lederen notitieboekje...

D'Ieteren neemt Moleskine in het vizier

(herrekend naar bedrijf)



Source: Thomson Reuters Datastream

Moleskine

Het Italiaanse Moleskine produceert onder meer notitieboekjes en schetsboeken en borduurt daarmee voort op de populariteit van soortgelijke notitieboekjes onder 19e- en 20e-eeuwse Europese kunstenaars en schrijvers. De Moleskineproducten worden in Italië ontworpen, maar in China gedrukt en gebonden. Sinds 2008 worden in Turkije sommige artikelen van groter formaat gefabriceerd. Kenmerkend voor de notitieboekjes zijn het elastiek waarmee het boekje gesloten wordt gehouden, het crèmekleurige papier met afgeronde hoeken, het lint dat dienstdoet als bladwijzer en het uitklapbare opbergvakje helemaal achterin.

Moleskine SpA					
Italy	Slotkoers (EUR)		2016	2017	2018
Consumer Sundries	2.14	Koerswinst	17.9x	15.6x	13.4x
ISIN: IT0004894900	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	4.0x	3.4x	2.9x
52 Wk H/L: 2.5/ 1.3 (EUR)	48.7%	EV/EBITDA	10.4x	8.7x	7.1x
Market value (milj.): 449.025	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	1.86%	2.27%	2.69%
Milan	42.2%	Omzetgroei (j/j)	17.1%	15.0%	15.5%

Bron: Factset

Op financieel vlak Moleskine was in 2015 goed voor een omzet van 128 miljoen euro waaruit een bedrijfswinst van 35 miljoen euro en een nettowinst van 27 miljoen euro werd gedistilleerd. Voor het huidige boekjaar wordt op een omzet van 148 tot 153 miljoen euro gemikt en een EBITDA van 46 tot 48 miljoen euro en ook in de komende jaren zou de groei verdergezet moeten kunnen worden. Balansmatig ziet het plaatje er ook goed uit, want Moleskine is schuldenvrij.

	Industry Median	2015	2014	2013	2012	2011
Earnings Quality Score	63	83	72	55	91	N/A
Profitability						
Gross Margin	30.0%	78.2%	75.7%	79.5%	76.9%	73.2%
EBITDA Margin	13.4%	29.3%	27.0%	36.4%	40.1%	46.3%
Operating Margin	8.3%	27.2%	25.6%	25.2%	38.9%	41.1%
Pretax Margin	7.3%	27.0%	24.4%	21.2%	34.6%	31.6%
Effective Tax Rate	24.4%	21.5%	31.5%	35.7%	32.8%	35.1%
Net Margin	4.6%	21.2%	16.7%	13.7%	23.3%	20.5%
DuPont/Earning Power						
Asset Turnover	1.17	0.72	0.68	0.70	0.70	0.67
x Pretax Margin	7.3%	27.0%	24.4%	21.2%	34.6%	31.6%
Pretax ROA	8.1%	19.4%	16.6%	14.8%	24.4%	21.2%
x Leverage (Assets/Equity)	2.95	1.80	1.78	1.83	3.72	7.37
Pretax ROE	22.0%	34.8%	30.0%	35.8%	117.8%	-
x Tax Complement	0.72	0.78	0.69	0.64	0.67	0.65
ROE	16.1%	27.3%	20.6%	23.0%	79.1%	-
x Earnings Retention	0.48	0.63	0.58	1.00	1.00	1.00
Reinvestment Rate	6.3%	17.2%	11.9%	23.0%	79.1%	-
Liquidity						
Quick Ratio	0.99	1.93	1.80	0.79	0.85	0.68
Current Ratio	1.08	2.46	2.37	1.25	1.26	1.07
Times Interest Earned	10.7	44.3	16.2	8.9	9.3	7.4
Cash Cycle (Days)	44.4	73.7	69.1	40.5	29.4	36.3

Over naar waardering: aan de biedprijs betaalt D'leteren 17x koerswinst voor 2016 en 12x EV/EBIT, terwijl het rendement op vrije cash flow 5% bedraagt. Deze multiples bedragen voor 2018 12x K/W, 8x EV/EBIT en 7% rendement op vrije cash flow. Dat is allemaal zeker

niet overdreven en toont aan dat D'leteren zoals voorgenomen de nodige discipline aan de dag heeft gelegd bij de herinzetting van zijn kaspositie.

Details van het bod

D'leteren neemt in een eerste fase de aandelen over van de referentie-aandeelhouders Appunti en Pentavest voor 2,4 euro per aandeel (12% premie ten opzichte van de slotkoers van gisteren). Daarna volgt een bod aan dezelfde prijs op de rest van de aandelen die sinds april 2013 op de beurs van Milaan noteren. Belangrijk is te noteren dat D'leteren geen minimum vooropstelde en dat het bod dus per definitie geslaagd zal zijn. Indien de respons echter voldoende hoog is en de mogelijkheid bestaat om het bedrijf van de beurs te halen, dan zal D'leteren dat wel doen.

D'leteren

Gisteravond sloten de aandelen Moleskin op 2,14 euro. Aan de overnameprijs van 2,4 euro wordt het 41% belang in de groep gewaardeerd aan 185 miljoen euro, wat met 280 miljoen euro cash op de balans (op het einde van de eerste jaarhelft) makkelijk gefinancierd worden. Hoeveel er uiteindelijk op tafel gelegd zal moeten worden, zal afhangen van het aantal aandelen dat uiteindelijk ingebracht zal worden in het bod. Volgens D'leteren is de overname van Moleskine slechts een eerste stap en volgen er nog. D'leteren liet weten dat het dividendbeleid van de groep onveranderd blijft.

Marktreactie

De reactie van de markten is licht negatief (-4%), ondanks de overname vanuit een financieel perspectief solide en gedisciplineerd is (de multities waaraan het bedrijf gekocht wordt, liggen niet meteen overdreven hoog en de betaalde premie is aanvaardbaar).

Maar de vraag die de huidige Moleskine-beleggers zich al enige tijd stellen is in welk mate het product zelf nog niet over de hype heen is. En hoe het businessmodel op langere termijn zal evolueren. Blijkbaar is het management van D'leteren het er over eens dat zij de Moleskins directeurs beter zullen kunnen motiveren om waarde te creëren. Of dat ze alvast meer tijd aan geven om het huidige beleid te implementeren en te laten rijpen.

Welkom aan de Holdingdiscount

En daarnaast is er ook nog het feit dat de structuur van D'leteren door de overname van Moleskine een heel pak opschuift richting dat van Ackermans: een soort van industriële holding met drie poten (Belron, D'leteren Auto en Moleskine). En traditioneel wordt zo'n structuur door de beurs bedacht op een korting ten opzichte van de intrinsieke waarde, eerder dan een premie.

Analist David Vagman is van mening dat deze overname gedisciplineerd is en dat er waarde door wordt gecreëerd. De cash die vandaag niets opbrengt wordt op deze manier immers omgezet naar een investering dat dat wel doet. Hij rekent er op dat de transactie onmiddellijk, dus vanaf het eerste jaar, zal bijdragen aan de winst en aan de vrije cash flow. De eerste schatting is de winstcijfers op het niveau van D'leteren tot 13% kunnen stijgen (vóór belastingen), dat de recurrente bedrijfswinst tot 15% zou kunnen stijgen en dat de

geschatte vrije cash flow met 11% de hoogte in kan. Echte waarde zal gecreëerd worden vanaf 2018, wanneer het rendement op ingezet kapitaal tot 8% kan opklimmen, tegenover 6% in 2016..

Financieel gezien is dit dus zeker een solide deal en het management heeft eindelijk zijn langverwachte overname beet. In termen van bedrijfskwaliteit en gelet op het feit dat D'leteren meer een holding wordt dan daarvoor al het geval was, is het wel begrijpelijk dat beleggers vandaag wat worstelen met de overname. Dat heeft onder meer te maken met de aard van de producten, die lijnrecht in lijken te gaan tegen digitalisatie en de opmars van sociale media. Dat Moleskine hoge marges en een dito groei en cash flows realiseert is daar sinds de beursintroduktie in 2013 ondergeschikt aan gebleven.

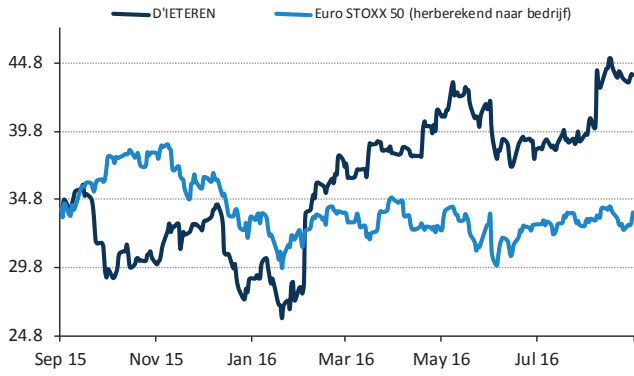
Het advies bleef vandaag behouden op "Opbouwen" en het koersdoel bleef ongewijzigd op 51 euro.

Focus op... D'leteren & Moleskine

D'leteren verraste gisteren iedereen met de aankondiging dat het een belang van 41% neemt in Moleskine, producent van de bekende notitieboekjes met de elastiek. Daarmee start de groep met de bouw van de derde poot waar het sinds de verkoop van Avis Europe naar op zoek was én houdt het nog wat poeder droog om in de toekomst verder te kunnen blijven jagen. Het is een solide financiële deal die van D'leteren nog wat meer doet opschuiven naar het industriële holding model zoals Ackermans & van Haaren dat ook heeft.

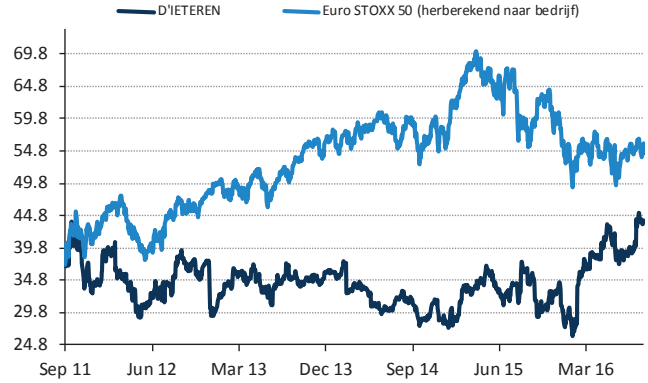


KOERSVERLOOP D'IETEREN (1 JAAR)



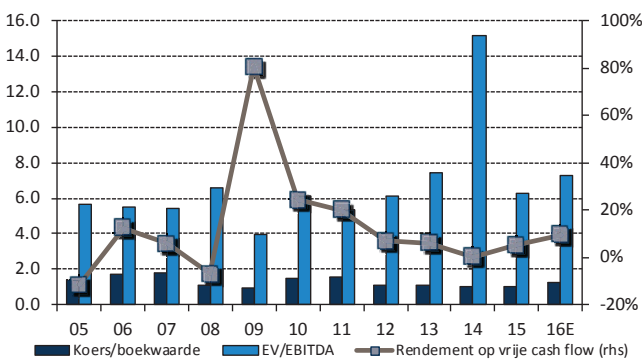
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP D'IETEREN (5 JAAR)



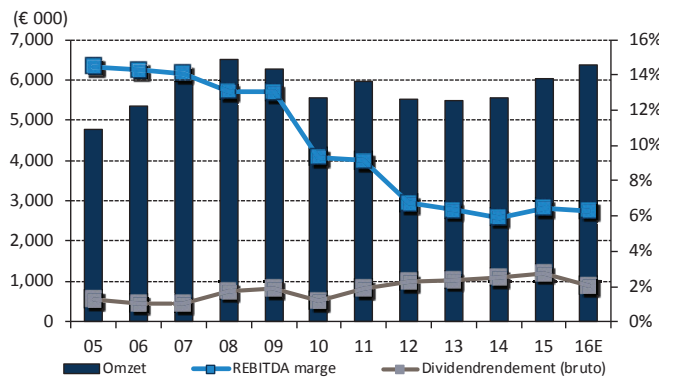
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES D'Ieteren

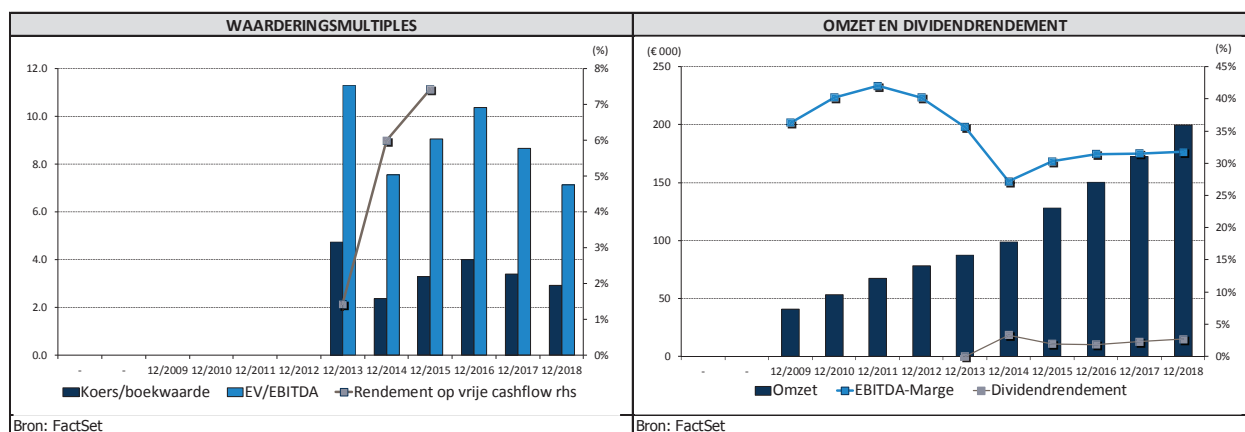
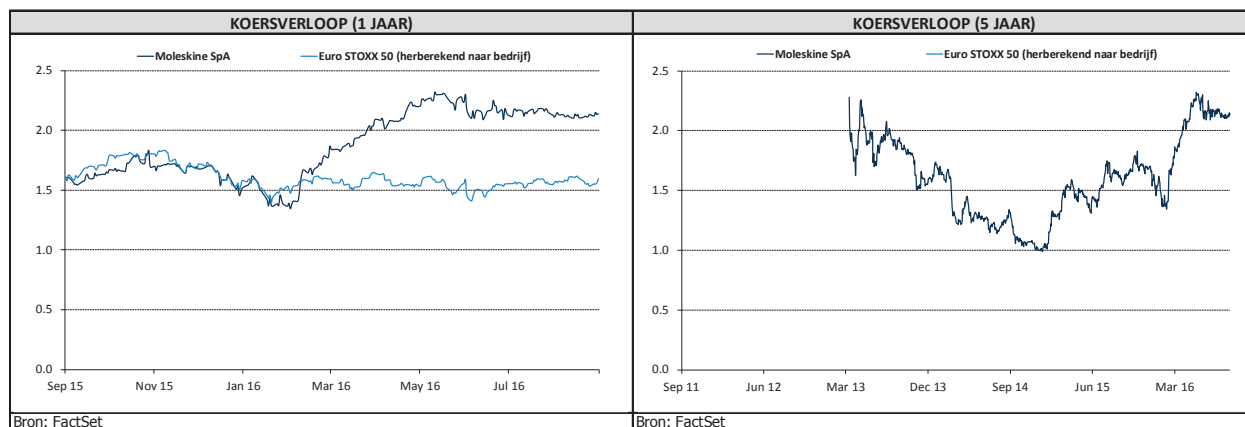


Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT D'Ieteren



Bron: KBC Securities



Winst en verliesrekening								
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018
Omzet	67	78	87	99	128	150	173	199
<i>Jaarlijkse groei</i>	25.9%	16.2%	11.6%	13.3%	29.8%	17.1%	15.0%	15.5%
Operationele winst (EBITDA)	28.2	31.4	31.1	26.9	38.8	47.2	54.5	63.3
<i>Jaarlijkse groei</i>	31.5%	11.3%	-1.2%	-13.5%	44.5%	21.5%	15.5%	16.2%
<i>marge</i>	42.0%	40.2%	35.6%	27.2%	30.3%	31.4%	31.5%	31.7%
Netto resultaat	14	18	12	17	27	28	33	38
<i>Jaarlijkse groei</i>	13.9%	31.7%	-34.5%	38.7%	64.1%	3.7%	16.4%	16.9%
<i>marge</i>	20.5%	23.3%	13.7%	16.7%	21.2%	18.7%	19.0%	19.2%

Balans								
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018
Activa	105	121	131	159	198	-	-	-
Waarvan vlottende activa	3	7	6	23	48	-	-	-
Totale passiva	105	121	131	159	198	-	-	-
Waarvan korte termijn schuld	8	10	13	5	8	-	-	-
Waarvan termijn schuld	50	40	9	23	32	-	-	-

Winstgevendheid							
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa	13.48%	16.07%	9.44%	11.39%	15.19%	-	-
Rendement op eigen vermogen	-	79.14%	23.02%	20.58%	24.39%	22.31%	21.83%
Winst per aandeel	0.06	0.07	0.06	0.07	0.10	0.14	0.16

Bron: Factset

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. 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. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing..

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.