

"Picanol kende zoals verwacht moeilijk halfjaar"

Uit het departement: "Weeffout"



Picanol (-0,6%) verliest deze morgen terrein nadat de groep met halfjaarcijfers kwam die niet echt imponeerden. Vooral bij het "Oude Picanol", thuisgebracht in de divisie Machines & Technologies, knelde het schoentje, maar dat was op zich geen verrassing. KBC Securities handhaaft in elk geval het advies en het koersdoel voor de aandelen.

Als gevolg van de overname van de controle over Tessenderlo Group, waarvan de boekhoudkundige verwerking momenteel door de FSMA wordt betwist, rapporteert Picanol voortaan over vijf segmenten: Machines & Technologieën, Agro, Bio-valorisatie, Industriële oplossingen en T-Power. Het segment 'Machines & technologieën' vervangt de eerder gerapporteerde segmenten 'Weefmachines' en 'Industrie'. Het zwaartepunt van dit segment ligt bij Picanol, de 4 andere segmenten bij Tessenderlo, en enkel de prestatie van deze activiteiten wordt hieronder door KBC Securities besproken.

M&T

In de eerste jaarhelft slikte 'Machines & Technologies' een groter dan verwachte omzetsdaling van 26% tot 262,8 miljoen euro als gevolg van de wereldwijde vertraging van de machinemarkt, te wijten aan het onzekere macro-economische klimaat.

De REBITDA daalde in de eerste jaarhelft met 58% tot 28,3 miljoen en de bedrijfskasstroom (REBIT) ging 64% lager tot 22,8 miljoen euro. De vaste kosten daalden immers veel minder dan de omzet, omwille van projectkosten verbonden aan de digitalisering en automatisering. Daarnaast had de moeilijke marktsituatie een negatief effect op de verkoopmarges. De nettowinst daalde van 67,1 naar 20,7 miljoen euro, grotendeels omwille van een bijstellingen (naar onder) van de reële waarde van de activa van Tessenderlo. Dat effect nam een hap van 15,8 miljoen euro uit de groepswinst.

Vooruitzichten

Voor de tweede jaarhelft wordt een verdere negatieve impact verwacht van het huidige onzekere macro-economische klimaat, waarbij de vertraging op de wereldwijde machinemarkt niet gecompenseerd zal worden door de andere segmenten van Tessenderlo Group. Voor 2018 verwacht de Picanol-groep een lagere REBITDA dan in 2018, temidden van een volatiele politieke, economische en financiële omgeving.

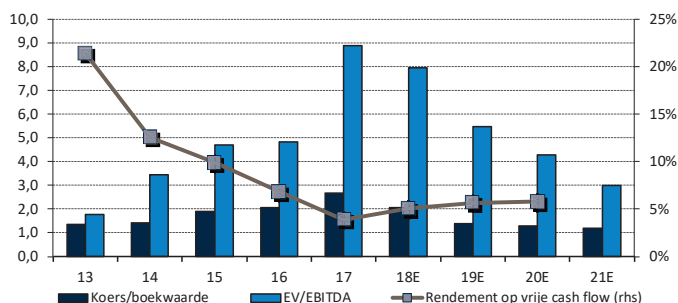
De mening van KBC Securities

Het segment 'Machines & Technologies' kende een sterke daling van de inkomsten in de eerste helft van de 19e eeuw, in lijn met de verwachtingen van KBC Securities. Voor de tweede helft van het boekjaar verwacht de Picanol-groep een verdere negatieve impact van de huidige onzekere macro-economische context. Het "Opbouwen"-advies wordt bevestigd, net als het koersdoel van 70 euro.

(in miljoen euro)	HY19			HY18 *	% wijziging	
	Voor reële waarde aanpassing	Reële waarde aanpassing	Na reële waarde aanpassing		Voor reële waarde aanpassing	Na reële waarde aanpassing
Omzet	1.187,9		1.187,9	1.202,3	-1%	-1%
Machines & Technologies	262,8		262,8	357,4	-26%	-26%
Agro	352,7		352,7	333,3	6%	6%
Bio-valorization	265,3		265,3	247,9	7%	7%
Industrial Solutions	272,3		272,3	263,8	3%	3%
T-Power	34,8		34,8	0,0		
Adjusted EBITDA	173,2	-29,1	144,1	164,6	5%	-12%
Machines & Technologies	28,3	0,0	28,3	67,1	-58%	-58%
Agro	70,7	-18,8	51,9	69,6	1%	-25%
Bio-valorization	25,2	-7,0	18,2	13,0	93%	40%
Industrial Solutions	24,7	-3,4	21,3	14,8	66%	44%
T-Power	24,4	0,0	24,4	0,0		
Adjusted EBIT	102,0	-51,9	50,2	122,4	-17%	-59%
Machines & Technologies	22,8	0,0	22,8	62,6	-64%	-64%
Agro ^a	55,5	-37,3	18,2	55,0	1%	-67%
Bio-valorization	8,0	-7,7	0,3	0,7	--	-61%
Industrial Solutions	9,9	-6,8	3,1	4,2	138%	-26%
T-Power	5,9	0,0	5,9	0,0		
EBIT aanpassende elementen	-5,7	0,0	-5,7	-2,8	107%	107%
EBIT	96,3	-51,9	44,4	119,6	-19%	-63%

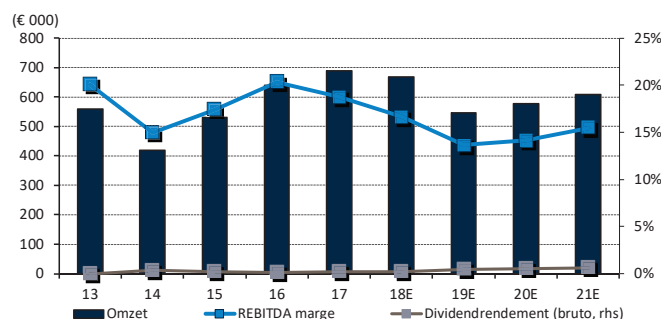
Ondertussen worstel Picanol met de FSMA over de relatie met Tessenderlo. Picanol is van mening dat het pas op 19 maart 2019 de controle over Tessenderlo heeft verworven, maar de FSMA deelt dit standpunt niet en heeft Picanol gevraagd haar rekeningen te corrigeren (voor 2017 en 2018). Picanol benadrukte dat het praktisch onmogelijk is om de volledige consolidatie met terugwerkende kracht uit te voeren voor 2017 en 2018.

WAARDERINGSMULTIPLES Picanol



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Picanol



Bron: KBC Securities

Picanol	13	14	15	16	17	18	19E	20E
Omzet	560	418	529	639,8	688,9	666,7	546,4	575,9
REBITDA (€m)	113	63	92	129,9	129,1	111,0	74,5	81,4
REBITDA marge	20,1%	15,0%	17,4%	20,3%	18,7%	16,6%	13,6%	14,1%
Netto resultaat	73	52	86	119,7	101,7	110,9	96,7	105,4
							19E	20E
P/E	5,3x	9,2x	9,3x	9,1x	16,6x	13,8x	11,5x	10,6x
EV/EBITDA	1,8x	3,5x	4,7x	4,8x	8,9x	8,0x	5,5x	4,3x
Koers/boekwaarde	1,3x	1,4x	1,9x	2,1x	2,7x	2,1x	1,4x	1,3x
Rendement op vrije cash flow	21,4%	12,6%	9,9%	6,8%	3,9%	5,1%	5,6%	5,8%
Dividendrendement (bruto)		0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%
							19E	20E
Nettoschuld (€m)	-26,9	-17,9	-72,2	-79,3	-131,4	-171,9	-229,4	-287,9
Net debt/REBITDA	-0,24x	-0,29x	-0,78x	-0,61x	-1,02x	-1,55x	-3,08x	-3,54x
							19E	20E
Omzet-groei	21,3%	-25,3%	26,6%	20,9%	7,7%	-3,2%	-18,0%	5,4%
REBITDA-groei	38,9%	-44,4%	47,1%	41,0%	-0,6%	-14,1%	-32,9%	9,4%
Netto winstgroei	32,3%	-28,4%	63,5%	39,7%	-15,0%	9,1%	-12,8%	9,0%

Bron: KBC Securities

Auteurs: Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group

"The Front Row"

Bijdrage door: KBC Securities

Gerelateerd:

“Tessengerlo groeit”

Uit het departement: “Positieve verrassing”



Tessengerlo pakt uit met beter dan verwachte cijfers, en krijgt daarvoor applaus van op de beleggers- en de analistenbanken. Niet onterecht, want de positieve verrassing wortelt in alle segmenten en daarbovenop worden de eerder gestelde jaardoelstellingen behouden, ondanks moeilijker wordende economische omstandigheden. Dat wil zeggen dat de aangepaste bedrijfskasstroom (EBITDA) zou moeten groeien ten opzichte van 2018, naast de bijdrage van T-Power en de invoering van de IFRS16 boekhoudregel (waarvan de geschatte impact werd verhoogd van 20 tot 25 miljoen euro).

T-Power

In juni nam Tessengerlo de vennootschap NAES Belgium bvba integraal over van de Amerikaanse groep NAES Corporation, een dochterbedrijf van Itochu Corporation. NAES Belgium zorgt sinds 2012 voor de operationele werking van de T-Power 425 Megawatt CCGT-centrale (Combined Cycle Gas Turbine), een 100% dochter van Tessengerlo Group. Die deal werd in de cijfers verwerkt, waardoor het vergelijk met historische cijfers bemoeilijkt wordt. Maar we loodsen u er niettemin graag door!

Groei boven verwachtingen

De aangepaste bedrijfskasstroom (EBITDA) steeg in de eerste zes maanden van 2019 met 48,7% tot 144,9 miljoen euro, wat respectievelijk 5% beter was dan de analistenverwachtingen (137,6 miljoen euro). Zonder T-Power, de invoering van de IFRS16 boekhoudregel en wisselkoerseffecten, steeg de aangepaste EBITDA met 4,9% op jaarbasis. Let u in onderstaande tabel vooral ook eens op de operationele vrije kasstroom, zeg maar de hoeveelheid vrij beschikbaar cash dat gegenereerd werd door de activiteiten. Dat cijfer steeg met 177% op jaarbasis tot 99,8 miljoen euro. Dat zorgt voor lagere schulden en een aansterking van de oorlogskas.

Miljoen EUR	HY19	HY18	% Wijziging zonder wisselkoerseffect* en impact IFRS 16 ¹	% Wijziging zoals gerapporteerd
Omzet	925,0	845,0	6,8%	9,5%
- T-Power omzet	-34,8	-		
Omzet exclusief T-Power	890,3	845,0	2,7%	5,4%
Adjusted EBITDA ⁴	144,9	97,5	29,8%	48,7%
- T-Power Adjusted EBITDA	-24,4	-		
Adjusted EBITDA exclusief T-Power	120,5	97,5	4,9%	23,7%
Adjusted EBIT ⁵	79,3	62,5	18,6%	26,8%
- T-Power Adjusted EBIT	-5,9	-		
Adjusted EBIT exclusief T-Power	73,4	62,5	9,1%	17,4%
Winst (+) / verlies (-) over de verslagperiode	47,5	54,9	-13,5%	
Totaal van de gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten	36,1	53,3	-32,4%	
Investerings	43,5	32,4		34,5%
Kasstroom uit bedrijfsactiviteiten	131,5	56,3		133,6%
Operationele vrije kasstroom ⁶	99,8	36,0		177,2%

KERNCIJFERS GROEP - ZES MAANDEN				
Miljoen EUR	HY19	HY18	% Wijziging zonder wisselkoerseffect en impact IFRS 16	% Wijziging zoals gerapporteerd
Omzet Groep	925,0	845,0	6,8%	9,5%
Agro	352,7	333,3	1,3%	5,8%
Bio-valorization	265,3	247,9	4,9%	7,0%
Industrial Solutions ⁷	272,3	263,8	2,4%	3,2%
T-Power	34,8	-	nm	nm
Adjusted EBITDA Groep	144,9	97,5	29,8%	48,7%
Agro	70,7	69,6	-9,5%	1,5%
Bio-valorization	25,2	13,0	49,2%	93,4%
Industrial Solutions ⁷	24,7	14,8	33,3%	66,5%
T-Power	24,4	-	nm	nm
Adjusted EBIT Groep	79,3	62,5	18,6%	26,8%
Agro	55,5	57,7	-10,3%	-3,8%
Bio-valorization	8,0	0,7	nm	nm
Industrial Solutions ⁷	9,9	4,2	133,5%	137,6%
T-Power	5,9	-	nm	nm
EBIT aanpassende elementen	-5,7	-2,7	Nm	nm
EBIT	73,5	59,8	13,1%	23,0%

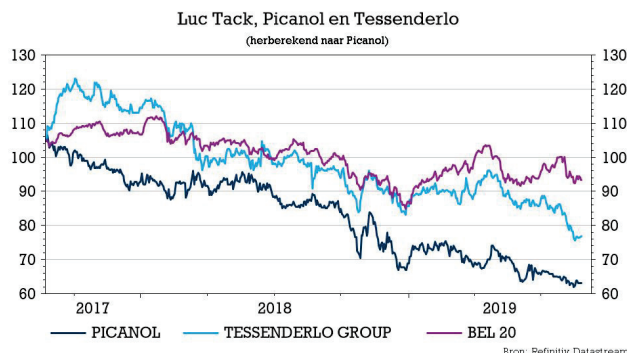
Overzicht van de divisies

- **Agro:** Zowel de omzet (+5,8%) als de REBITDA (+1,5%) kwamen boven verwachting uit. De inkomsten uit “Crop Vitality” bleven stabiel (zonder rekening te houden met wisselkoersen), al daalden de marges. NovaSource viel wat terug, terwijl Tessengerlo Kerley International de omzet op kon krikken door hogere volumes van vloeibare meststoffen en een stijging van de verkoopprijzen van sulfaten.
- **Biovalorisatie:** ook hier klopte de omzet (+7%) en de EBITDA (+93,4%) de schattingen, onder meer omdat hogere volumes bij PB Leiner de lagere volumes bij Akiolis compenseerden. PB Leiner rapporteerde degelijke marges dankzij een combinatie van hogere volumes, een betere productmix en lagere grondstofprijzen.

- **Industrial Solutions:** de omzet (+3,2%) en de EBITDA (+66,5%, maar +33,3% zonder wisselkoersen en IFRS16) klokten beide boven verwachting af. Bij DYKA steeg de EBITDA dankzij hogere volumes en dito productie-efficiëntie. Bij Performance Chemicals werden de opstartproblemen in de eerste helft van 2018 niet herhaald en dus ging de procentuele groei crescendo
- **T-Power:** de omzet kwam vorig halfjaar uit op 34,8 miljoen euro, terwijl analisten op 35,6 miljoen euro hoopten. De aangepaste bedrijfskasstroom (EBITDA) van 24,4 miljoen euro kwam iets onder de schattingen 26,2 miljoen euro) uit.

Vooruitzichten

Tessenderlo herhaalde zijn eerder gecommuniceerde jaardoelstellingen en mikt dus nog altijd op een gecorrigeerde EBITDA die in 2019 hoger zal liggen dan in 2018, bovenop de bijdrage van T-Power en de lease-effecten van IFRS16 (waarvan de geschatte impact werd verhoogd van 20 tot 25 miljoen euro). Rekening houdend met de bijdrage van T-Power in het vierde kwartaal van 2018, mikt KBC Securities nu op een gecorrigeerde EBITDA van 248,3 miljoen euro voor 2019, zo'n 5 miljoen euro meer dan daarvoor.



De mening van KBC Securities

Na de slechte koersprestaties van de afgelopen maanden (een daling met ongeveer 20% gedaald sinds de piek van medio april) werden de waarderingmultiples interessanter (omdat de onderliggende winstgevendheid op peil bleef, zelfs verbeterde zoals nu blijkt). Het aandeel wordt nu verhandeld aan een EV/REBITDA verhouding van 7,2x en een rendement op vrije cashflow van 10,6% voor 2019. Omdat het koersdoel ongewijzigd bleef op 34 euro, is er 30% opwaarts potentieel. Daarom wordt het advies opgetrokken van "Houden" naar "Opbouwen".

Tessenderlo	13	14	15	16	17	18	19E	20E	21E
Omzet	1.790	1.434	1.589	1.590,1	1.657,3	1.620,9	1.713,9	1.749,5	1.784,2
REBITDA (€m)	117	136	180	198,0	187,8	177,8	234,2	243,0	245,4
REBITDA marge	6,5%	9,5%	11,4%	12,5%	11,3%	11,0%	13,7%	13,9%	13,8%
Netto resultaat	-64	54	85	98,8	25,6	91,7	74,3	82,3	88,6
							19E	20E	21E
P/E	394,5x	24,2x	12,0x	11,7x	47,7x	15,6x	14,9x	13,4x	12,5x
EV/EBITDA	10,6x	10,9x	10,2x	8,2x	8,0x	10,9x	7,2x	6,5x	5,9x
Koers/boekwaarde	2,8x	2,1x	2,4x	2,0x	1,9x	1,9x	1,4x	1,2x	1,1x
Rendement op vrije cash flow	-1,7%	0,8%	5,3%	1,3%	7,2%	0,8%	10,6%	10,6%	10,9%
Dividendrendement (bruto)									
							19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	258,8	56,6	145,3	136,6	58,6	347,9	300,2	182,8	62,3
Net debt/REBITDA	2,22x	0,42x	0,81x	0,69x	0,31x	1,96x	1,28x	0,75x	0,25x
							19E	20E	21E
Omzet-groei	-15,9%	-19,9%	10,8%	0,1%	4,2%	-2,2%	5,7%	2,1%	2,0%
REBITDA-groei	-27,6%	16,3%	33,0%	9,8%	-5,2%	-5,3%	31,7%	3,8%	1,0%
Netto winstgroei	-67,7%	-183,9%	57,4%	16,9%	-74,1%	258,2%	-19,0%	10,8%	7,6%

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:
Tel:
Mobile:

tom.simonts@kbc.be
+32 2 429 37 22
+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 accurateheid, 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