

CFE : negatieve marktreactie op voorgestelde bundeling contracting business

Aandelen  | 03.07.2017 Rudy De Groot - Equity Analyst BNPP WM

Na een sterke koersprestatie tot een top van 140,50 EUR (8 mei) bij CFE (hold) lijkt, ondanks gunstige vooruitzichten, het tij of moeten we zeggen de wind voorlopig gekeerd. Naast gebruikelijke winstnemingen viel het aandeel bovendien recent ten prooi aan negatieve berichtgeving. We denken hierbij aan het nieuws over een oude Nigeriaanse omkoopaffaire en meer recent de voorgestelde bundeling van de contractingactiviteiten tussen moeder Ackermans & Van Haaren (AvH) en dochter CFE die door de markt negatief werd onthaald. Concreet bestuderen beide groepen een mogelijke bundeling van Van Laere (100% van AvH) en CFE Contracting (naast kroonjuweel DEME onderdeel van CFE, zelf voor 60,4% AvH) en dit binnen CFE. Van Laere is een Belgische contractor die in 2016 een omzet realiseerde van 195 miljoen EUR en hierop een verlies boekte van 2,47 miljoen EUR. De poot CFE Contracting is meer dan 3 keer zo groot qua omzet (650 miljoen EUR) waarop na een aantal moeilijke jaren in 2016 opnieuw winst werd gerealiseerd (13 miljoen EUR). Met het oog op een mogelijke transactie tegen vermoedelijk het vierde kwartaal van dit jaar worden momenteel de pro's en contra's plus de financiële gevolgen ervan bestudeerd.

Hoewel na de grote sprong voorwaarts van AvH bij CFE (2013) en de ondertussen doorgevoerde herstructurering bij CFE Contracting een bundeling van de bouwactiviteiten van beide groepen met het oog op schaalgrootte/kostenvoordelen/ in de sterren geschreven stond, is de markt wel verrast door de invulling ervan. De markt had immers gehoopt dat CFE zijn Contracting business (ca. kwart v/d groepsomzet met veel kleinere cashflowbijdrage) zou hebben afgesplitst. Hierdoor zou CFE met volledige focus op DEME een pure baggeraar/maritiem dienstverlener zijn geworden. Dit met een hogere waardering dankzij het sterke (windgedreven) groeipad. Of anders gezegd: CFE=DEME. Dankzij de sterke koersprestatie van CFE het voorbije jaar was dit scenario echter al grotendeels in de koers verdisconteerd. Anderzijds is de inpassing van het kleinere Van Laere in het veel grotere CFE Contracting dan weer niet onlogisch, al is het niet het gedroomde scenario van de markt. Toch sluiten we niet uit dat deze bundeling bij CFE slechts de eerste stap is van een proces dat later toch zal uitmonden in een uiteindelijke afsplitsing/verkoop van deze business. Hierdoor zou dan in fine het droomscenario van de markt toch nog worden gerealiseerd. Hoewel dit alles niet echt de waarde van AvH beïnvloedt, moeten we voorlopig wachten op de financiële implicaties voor CFE (transactiewaarde en modaliteiten nog niet gekend).

Het advies voor AvH blijft op Houden met een ongewijzigd koersdoel van 156 EUR. Bij CFE daarentegen verhogen we na de recente koersdaling onder ons voorlopig koersdoel van 128 EUR (aangepaste FCF-yield op van 7% voor 2018) het advies van Afbouwen naar Houden. Zoals we eerder stelden, was het inderdaad opportuun om de eerdere vette koerswinst veilig te stellen om dan later tegen lagere koersen opnieuw in dit mooie LT-verhaal in te stappen. Zover zijn we echter nog niet al is deze upgrade naar Houden een eerste stap. Binnen de sector vinden we immers nog steeds CFE beter gepositioneerd dan concurrent Boskalis dankzij de succesvolle expansie richting Offshore wind, het sterker orderboek en het fors verbeterde winstplaatje.