

# Beurs bij de Lunch

## AANDELENFOCUS

(Deze ideeën zijn adviezen van KBC Securities. Voor uitleg adviezen: zie legende)

### Ackermans

### "In lijn met de verwachtingen"

Advies:	<b>OPBOUWEN</b>	Huidige koers:	<b>97.5 EUR</b>
Naam analist:	<b>Yves Franco</b>	Koersdoel:	<b>100 EUR</b>
ISIN code:	<b>BE0003764785</b>	Opwaarts potentieel:	<b>2.6%</b>

	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
<b>Winst per aandeel (EUR)</b>	<b>8.87</b>	-	-	-
% groei j/j	65.5%	-	-	-
Koerswinst ratio	11.0x	-	-	-
<b>Bruto dividend (EUR)</b>	<b>1.70</b>	<b>1.90</b>	<b>1.99</b>	-
% groei j/j	3.7%	11.7%	5.0%	-
Dividendrendement (%)	1.7%	1.9%	2.0%	-

Ackermans & van Haaren is een gediversifieerde investeringsgroep uit Antwerpen. De portefeuille weegt ongeveer 2.8 miljard euro en richt zich op 5 kernsectoren: Marine Engineering & Infrastructure, Private Banking, Vastgoed & aanverwante diensten, Energie & Materialen en Development Capital. De strategie is gericht op de lange termijn en is gebaseerd op het buy-and-build model, waardoor er slechts met mondjesmaat meerwaarden worden gerealiseerd. Het bedrijf is genoteerd op Euronext Brussel en maakt deel uit van de Bel20 index.

De kwartaalupdate van Ackermans & van Haaren was grotendeels in lijn met de verwachtingen van KBC Securities-analist Yves Franco, met een sterke prestatie van DEME en een geplaagde contractingdivisie bij CFE. Er was opnieuw sprake van een solide prestatie bij Bank Delen en Bank J. Van Breda. AvH verkocht in september haar 2,6% -belang in Belfimas.

De omzet van **DEME** steeg over de eerste 9 maanden met 4% tot 1 979 miljoen euro, terwijl het orderboek daalde met 11% tot 2,5 miljard euro (van 2,8 miljard euro op 30 juni 2014). In het derde kwartaal kreeg het DEME-consortium (75%-belang) bovendien een contract van 421 miljoen euro voor de verdieping van het Suezkanaal (niet inbegrepen in het orderboek). Er werd veel activiteit genoteerd bij GeoSea in Duitsland, waar het bedrijf het Borkum Riffgrund-project voltooide en verder blijft werken aan Baltic II. Zoals aangekondigd, nam GeoSea de offshore-activa over van Hochtief (nu 100%-eigenaar van het Innovation 1-schip) zonder dat dit een grote impact had op de geconsolideerde balans. De nettoschuld bedroeg 284 miljoen euro (416,3 miljoen op 30 juni). Bij CFE steeg de omzet uit de contractingactiviteiten met 14% tot 591,6 miljoen euro. Moeilijke marktomstandigheden in de Benelux voor civil engineering wegen op het orderboek.

**Bank Delen** kende een stijging van 2,6% in activa onder beheer in het derde kwartaal tot 32,3 miljard euro, verdeeld over Delen (22,4 miljard) en JM Finn & Co (9,9 miljard), dankzij nieuwe en bestaande klanten (profiterend van gunstige markt- en wisselkoerseffecten). Bij **Bank Van Breda** stegen de activa onder beheer licht van 9,6 miljard tot 9,7 miljard (3,7 miljoen deposito's en 6 miljoen toevertrouwde activa). Provisies voor kredietverliezen blijven historisch laag.

De huurinkomsten bij **Leasinvest RE** stegen met 14% naar 37,6 miljoen euro, dankzij de portfolio uitbreiding in Luxemburg en de vergelijkbare groei van 4%. Het operationeel resultaat op de portefeuille steeg met 17%, te danken aan een sterke verbetering van de operationele efficiëntie. De parameters van de portfolio verzwakten lichtjes, maar blijven stevig. Leasinvest is begonnen met de expansie in Zwitserland, waar 3 retailgebouwen werden overgenomen. Anima Care boekte winst in het derde kwartaal en had 927 bedden in exploitatie en 78 service flats.

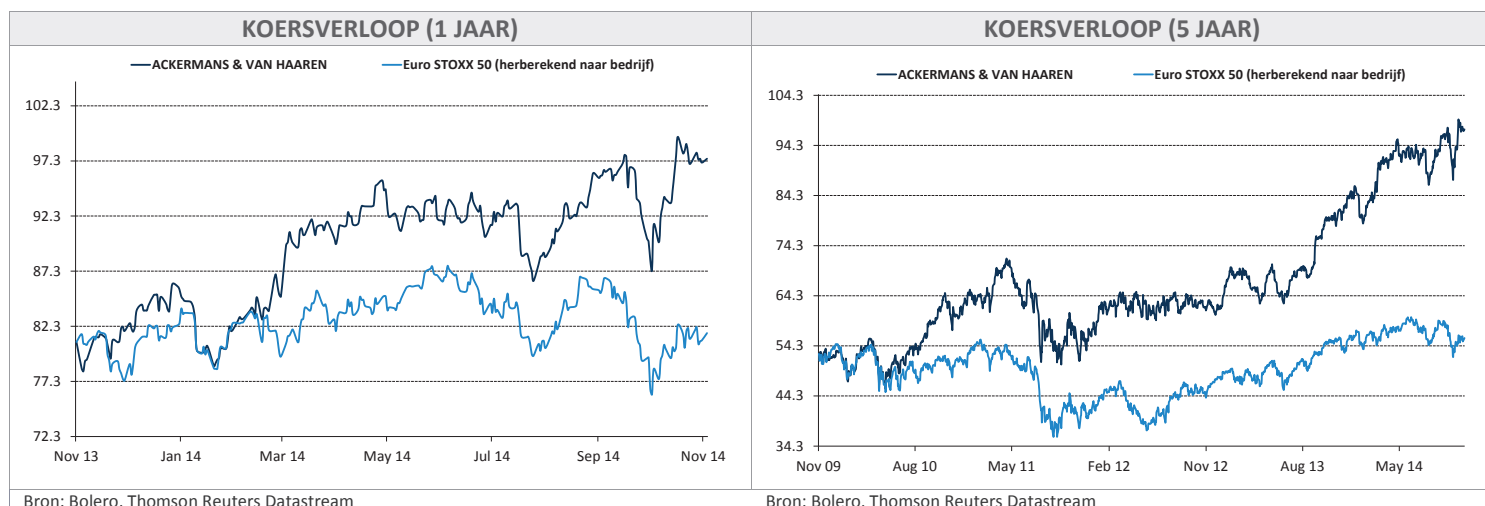
**Sipef** profiteerde van een toename met 9,5% van de productie van palmolie, ondersteund door de volumes in Noord-Sumatra en Papoea-Nieuw-Guinea. Palmolieprijzen blijven last hebben van het overaanbod van plantaardige oliën en zwakke benzinemarkten, al blijft de impact hiervan beperkt dankzij afgesloten termijncontracten. **Hertel** was in staat om via een consortium van 6 banken de financiering voor de komende twee jaar veilig te stellen. **Groupe Flo** heeft last van de moeilijke Franse markt en noteerde een verlies van 3,6 miljoen euro. Het bedrijf onderhandelt met zijn banken. De participatie van 2,6% in **Belfimas** (referentieaandeelhouder AvH) werd verkocht, en leverde een meerwaarde op van 17 miljoen euro.

De nettoschuldpositie bedraagt 24,3 miljoen euro (KBCS 20,2 miljoen euro). Het cijfer omvat nog niet de NMS-omzet (38 miljoen euro) en de meerwaarde van Belfimas.

# Beurs bij de Lunch

## CONCLUSIE

Aan de slotkoersen van gisteren noteert AvH met een korting van 9,9% korting (NAV van 108,2 euro). De impliciete korting van het koersdoel van Yves Franco van 100 euro tot de target equity value 12,6% ( 6 maandsgemiddelde van 9,3%). Hij handhaaft het advies op 'opbouwen'.



Portfolio	BB	Last price (€)	Stake (%)	Valuation method	% of NAV	Value (€m)
<b>Marine Engineering &amp; Infrastructure</b>					<b>38.42%</b>	<b>1,377.45</b>
CFE	CFEB BB	84.79	60.39%	Share price	36.15%	1,296.22
Rent-A-Port		Unl.	72.18%	KBC Sec est.	0.20%	7.22
Van Laere		Unl.	100.00%	KBC Sec est.	1.19%	42.74
NMP		Unl.	75.00%	KBC Sec est.	0.87%	31.28
<b>Private Banking</b>					<b>42.13%</b>	<b>1,510.57</b>
Finaxis		Unl.	78.75%		41.96%	1,504.59
Bank Delen				KBC Sec est.	28.60%	1,025.47
Bank J. Van Breda & Co				KBC Sec est.	13.36%	479.11
ASCO-BDM		Unl.	50.00%	Book value	0.17%	5.98
<b>Real Estate, Leisure &amp; Senior Care</b>					<b>6.46%</b>	<b>231.61</b>
Extensa (incl. Leasinvest RE)		Unl.	100.00%	KBC Sec est.	4.88%	175.08
Financière Duval		Unl.	41.14%	KBC Sec est.	0.63%	22.63
Anima Care		Unl.	100.00%	KBC Sec est.	0.95%	33.91
<b>Development Capital</b>					<b>8.10%</b>	<b>290.49</b>
Sofinim		Unl.	74.00%	KBC Sec est.	6.92%	248.29
Cash				KBC Sec est.	0.59%	21.01
Investments				KBC Sec est.	6.34%	227.28
GIB			50.00%		1.18%	42.20
Groupe Flo	FLO FP	2.69	23.66%	Share price	0.69%	24.76
Trasys		Unl.	50.00%	KBC Sec est.	0.47%	17.01
Cash				Company data	0.01%	0.43
<b>Energy &amp; Resources</b>					<b>4.79%</b>	<b>171.91</b>
Sipef	SIP BB	54.88	26.78%	Share price	3.67%	131.56
Telemond Group		Unl.	50.00%	KBC Sec est.	0.25%	8.99
Max Green		Unl.	18.90%	KBC Sec est.	0.41%	14.66
Sagar Cements	SGC IN	4.12	18.55%	Share price	0.37%	13.29
Oriental Quarries & Mines		Unl.	50.00%	KBC Sec est.	0.09%	3.40
<b>Other</b>					<b>0.66%</b>	<b>23.67</b>
Treasury shares (option schemes)		avg.	0.99%	Share price	0.45%	16.09
Belfimas		97.15	0	Share price	0.00%	0.00
Koffie Rombouts		Unl.	12.00%	KBC Sec est.	0.21%	7.57
<b>Portfolio</b>					<b>100.56%</b>	<b>3,605.70</b>
Net cash					-0.56%	-20.21
<b>Adjusted equity value</b>					<b>100.00%</b>	<b>3,585.49</b>
Number of shares (issued)						33,496,904
Treasury shares (for remuneration purposes, resale, collateral,...)					1.0%	332,000
Treasury shares (available for cancellation)					0.0%	11,500
Number of shares (outstanding)						33,485,404
Ackermans last price						97.15
Ackermans market capitalisation						3,253.11
<b>Adjusted equity value p.s.</b>						<b>107.08</b>
<b>Current discount</b>						<b>9.27%</b>
KBCS target prices	Sipef	60.00		CFE	100.00	
	Leasinvest RE	88.00				
Target equity value						3,831.32
<b>Target equity value p.s.</b>						<b>114.42</b>
<b>Discount to target equity value</b>						<b>15.09%</b>

KBCS has an ACCUMULATE recommendation and a € 100 target price.  
 The upside potential versus a stock price of € 97,15 equals 2,93%.  
 The implied discount of our € 100 target price vs. the target equity value is 12,6%.

# Beurs bij de Lunch

## "Bagger in de bouwdivisie"

<b>CFE</b>	Advies:	<b>KOPEN</b>	Huidige koers:	<b>87.32 EUR</b>
	Naam analist:	<b>Wouter Vanderhaeghen</b>	Koersdoel:	<b>100 EUR</b>
	ISIN code:	<b>BE0003883031</b>	Opwaarts potentieel:	<b>14.5%</b>
	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
<b>Winst per aandeel (EUR)</b>	<b>-6.20</b>	<b>5.65</b>	<b>5.68</b>	<b>6.16</b>
% groei j/j	-	-191.1%	0.6%	8.4%
Koerswinst ratio	-	15.5x	15.4x	14.2x
<b>Bruto dividend (EUR)</b>	<b>1.15</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>
% groei j/j	0.0%	30.4%	0.0%	0.0%
Dividendrendement (%)	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%

CFE is een Belgische bouwonderneming. De groep bestaat uit vijf divisies, nl. bouw, vastgoed, marine engineering, multitechnieken en publiek-private samenwerking (PPS) - concessies. CFE is tevens 100% aandeelhouder van DEME.

CFE boekte in het derde kwartaal een omzet van 867,5 miljoen euro (KBCS 888,7 miljoen euro). De omzet voor het kwartaal van CFE, met uitzondering van de baggeractiviteiten, bedroeg 226,2 miljoen, een daling van 12,3% (KBCS 254,6 miljoen). DEME boekte een kwartaalomzet van 641,3 miljoen euro, een daling van 7,9%, maar iets beter dan verwacht (KBCS 634,1 miljoen euro).

Zoals verwacht daalde de orderportefeuille in het derde kwartaal. Eind september stond voor 3 523,2 miljoen euro (KBC 3 716,0 miljoen) in het orderboek van CFE, een daling ten opzichte van de 3 921,1 miljoen euro eind juni. Het orderboek van DEME daalde van 2 805,5 miljoen euro tot 2 490 miljoen euro (KBCS 2 650,4 miljoen) terwijl het orderboek van CFE, exclusief baggeren, daalde van 1 115,6 miljoen euro tot 1 033,2 miljoen euro (KBCS 1 065,6 miljoen euro).

In oktober kreeg het DEME-consortium (75%-belang) bovendien een contract van 421 miljoen euro voor de verdieping van het Suezkanaal (niet inbegrepen in de orderportefeuille). Er werd veel activiteit genoteerd bij GeoSea in Duitsland, waar het bedrijf het Borkum Riffgrund-project voltooide en verder blijft werken aan Baltic II.

De bouwdivisie kreeg af te rekenen met de ongunstige marktomstandigheden in de Benelux en de intentie om te bezuinigen op de activiteiten van bepaalde verlieslatende entiteiten. Dat had een impact op het orderboek. De bouwdivisie tekende in oktober wel een aantal belangrijke bestellingen op.

Nog in oktober werd een overeenkomst gesloten tussen Noriant en de Beheersmaatschappij Antwerpen Mobiel waarbij een deel van de werken voor de Antwerpse ring zullen worden toegekend aan het consortium en indien dit niet het geval zou zijn, BAM een schadevergoeding zal betalen aan Noriant.

De netto financiële schuld daalde van 552,6 miljoen euro tot 377,8 miljoen euro. De netto financiële schuld bij DEME daalde van 416 miljoen euro tot 284 miljoen euro terwijl de netto financiële schuld bij CFE, met uitzondering van de baggeractiviteiten, daalde van 137 miljoen euro tot 93,8 miljoen euro. De overname van het Hochtief-belang van 50% in het bedrijf dat eigenaar is van het heavy-lift jack-up schip Innovation zal naar verwachting worden afgerond begin 2015.

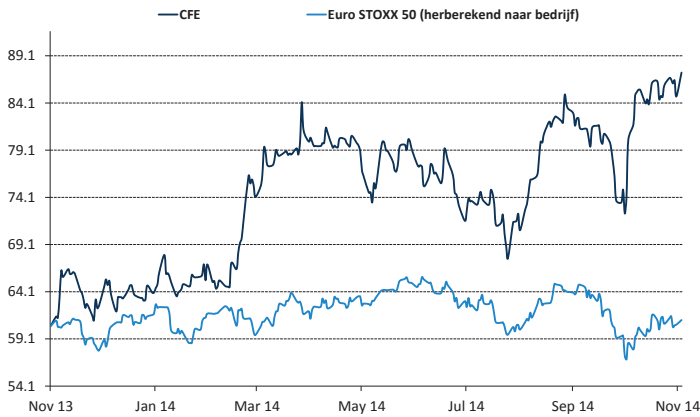
CFE bevestigt de gunstige vooruitzichten voor DEME, terwijl de reorganisatie van de contractingactiviteiten wordt voortgezet.

### CONCLUSIE

KBC Securities-analist Wouter Vanderhaeghen merkt op dat men altijd voorzichtig moet zijn om te snel conclusies te trekken uit de kwartaalomzet van de contractingactiviteiten. Maar omdat deze laatste niet aan de verwachtingen voldeden kwam de omzet iets onder de verwachtingen uit. Die van DEME was beter dan verwacht. Wouter Vanderhaeghen wijst verder op de zeer sterke vrijkasstroomgeneratie bij DEME, weerspiegeld in een snelle daling van de netto financiële schuld. Hij handhaaft het koopadvies met een koersdoel van 100 euro.

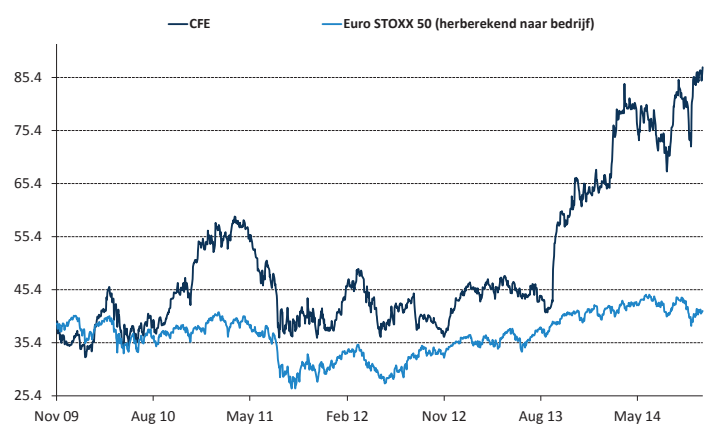
# Beurs bij de Lunch

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



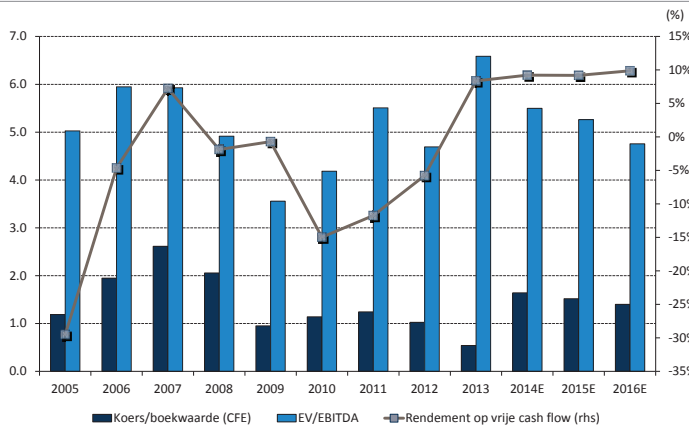
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



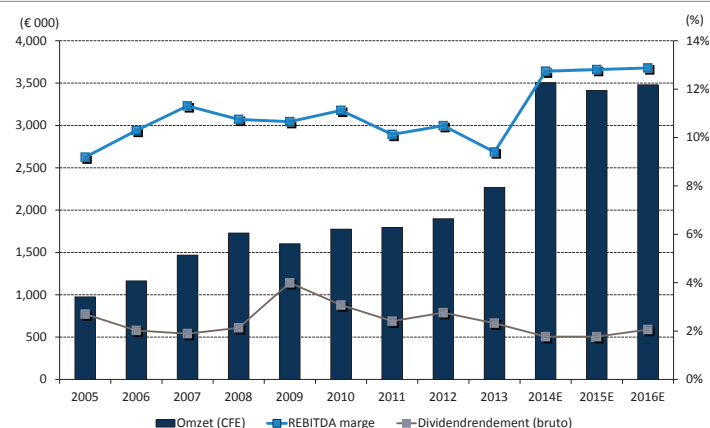
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

RENTABILITEIT EN DIVIDEND YIELD



Bron: Bolero, KBC Securities