

## De bouw lijkt door het dal heen

**Heijmans: Houden, zowel voor de offensieve, als defensieve en gebalanceerde portefeuille**  
Koers € 12,70

**Bam: Houden voor de defensieve en gebalanceerde portefeuille. Speculatieve koop voor de offensieve portefeuille**  
Koers € 2,32

- **Herstel in de bouw blijft traag verlopen**
- **Door aanhoudende prijsdruk blijven marges extreem laag**
- **Voor Heijmans zal 2015 het jaar van de waarheid moeten worden**
- **BAM krabbelt omhoog uit een diep dal**
- **Herstel kan nog wel even duren, maar randvoorwaarden zien er redelijk uit**
- **Ballast Nedam ligt aan de ketting bij de banken: afblijven**

De Nederlandse bouwsector heeft het niet gemakkelijk gehad. In 2013 lag de bouwproductie 22% lager dan in 2008. Vooral de woningbouw heeft het zwaar te verduren. Door de crisis is de nieuwbouwproductie sterk teruggevallen en aangezien de woningbouw ongeveer 40% van de totale bouw beslaat, heeft dat een negatief effect gehad op de gehele sector.

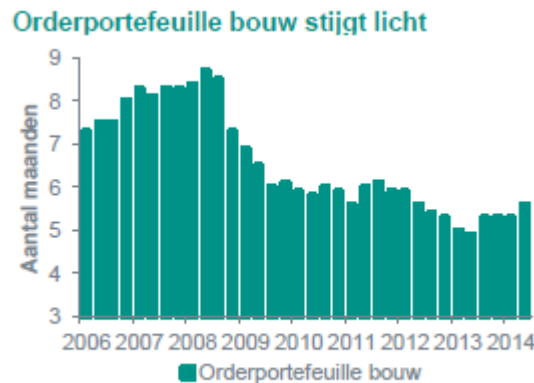
Na jaren van krimp gloort er in 2014 eindelijk licht aan het einde van de tunnel. Volgens onderzoekers van bijvoorbeeld ABN Amro had de bouw al in september 2013 het dieptepunt bereikt en gaat het sindsdien geleidelijk beter. De cijfers, die het herstel gestalte moeten geven zijn echter allerminst sterk en overtuigend. Ondanks het goede nieuws over het passeren van het dal daalde de bouwproductie in 2013 nog met bijna 4% en ook 2014 zal naar alle waarschijnlijkheid nog een lichte krimp laten zien van 1%.



Hoewel van een echte omslag geen sprake was, was aan het einde van 2013 al wel iets van stabilisatie van de markt merkbaar. De bouwproductie daalde nog maar amper, maar de omzet ging wel omlaag. Dat wijst erop, dat aan het einde van 2013 de prijzen onder druk bleven door de intensieve concurrentie voor de schaarse projecten.

De stabilisering in de productie van 2013 werd in het eerste kwartaal van 2014 gevolgd door een opleving. Over het eerste kwartaal kwam de stijging uit op maar liefst 8,8%. De omzet steeg minder om de eerder genoemde reden, prijsdruk. In maart was het echter alweer gedaan met de opleving. Dat is waarschijnlijk te wijten aan de milde winter. Daardoor konden bouwers werk naar voren halen.

Ondanks de terugval aan het einde van het eerste kwartaal ziet het er toch naar uit, dat de bouw door het diepe dal heen is. In het 2<sup>de</sup> kwartaal is de portefeuille van de totale sector licht verbeterd. Die steeg van gemiddeld 5,3 maanden naar 5,6 maanden. Ook het aantal vergunningen voor nieuwbouw van woningen en utiliteitsgebouwen lieten in het eerste kwartaal een gedegen herstel zien met groeicijfers van respectievelijk 16% en 15%.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Volgens ABN Amro zal de bouw de komende jaren voorzichtig verder groeien. Dat kan ook niet anders. Het aantal huishoudens stijgt nog steeds en die moeten uiteindelijk allemaal ergens wonen. Wel zal het tempo in de nieuwbouw laag liggen en zullen de woningcorporaties tot 2018 geen 150.000 huizen bouwen, maar slechts 100.000.

**Volumemutaties naar sector**

	2012	2013	2014v	2015v
	% mutaties			
Bouw	-8,6	-3,7	-1	2
Woningbouw	-10	-7	-2,5	3,5
Utiliteitsbouw	-5,5	-3,5	0,25	2,5
Gww	-3	-4,5	-1	0,5

Bron: CBS, Verwachtingen ABN AMRO Economisch Bureau

De langdurige crisis in de bouw heeft diepe sporen nagelaten en de sector zal nog jaren nodig hebben om er weer helemaal bovenop te komen. Een gevolg van de crisis is, dat de sector de komende jaren verder gaat consolideren. Te veel bouwondernemingen staan er te zwak voor. De grote bouwondernemingen zullen echter kieskeurig zijn en hun aandacht richten op gespecialiseerde bedrijven om over te nemen, die hun positie op deelgebieden zal versterken. De grote bedrijven zullen bovendien veel energie gaan steken in het verbeteren van de interne organisatie. De crisis heeft onbarmhartig duidelijk gemaakt, dat ook de grote bedrijven niet in staat zijn een adequate risicoanalyse te maken en evenmin in staat zijn grote projecten goed uit te voeren.

## Heijmans

Bovenstaande schets van de bouwsector is goeddeels terug te zien in de cijfers van Heijmans en van Koninklijke BAM. Heijmans was al in een vroeg stadium met een winstwaarschuwing gekomen over het eerste halfjaar van 2014. Uiteindelijk moest de bouwer uit Rosmalen een netto verlies noteren van € 8 miljoen. Dat was toch aanmerkelijk hoger dan de markt verwachtte. Die ging uit van een

verlies van € 5 miljoen. Ook de ontwikkeling van de omzet was slecht te noemen met een daling van bijna 10%.

Zonder meer teleurstellend was, dat Heijmans moest vaststellen, dat het bedrijf in de volle breedte getroffen is door de teruggang met als uitzondering België, waar de omzet stabiel bleef op € 112 miljoen maar het operationeel resultaat van € 5 miljoen steeg naar € 8 miljoen. Opvallend was verder het zwakke presteren van de divisie Wegen en Civiel. Daar steeg weliswaar de omzet met 4,6%, maar het positief operationeel resultaat van € 11 miljoen in 1HY2013 sloeg om in een verlies van € 5 miljoen. Ook hier deed de felle prijsconcurrentie zich gelden, waardoor er vaak met te smalle marges gewerkt moest worden om grote projecten echt tot een goed einde te brengen.

*Figuur 1 Wegen en civiel*

in € mln.	H1 2014	H1 2013	2013
Omzet	341	326	751
Onderliggend operationeel resultaat	-5	11	16
Onderliggende operationele marge	-1,5%	3,4%	2,1%
Orderportefeuille	931	763	576

Natuurlijk was er niet alleen treurnis. Er was wel ook nog wel degelijk goed nieuws, zij het mondjesmaat. Zo steeg het aantal verkochte huizen met 25% naar een totaal van 486. Ook de schuldpositie verbeterde licht. De netto schuld daalde van € 121 miljoen in het eerste halfjaar van 2013 naar € 99 miljoen in 2014.

De grootste en meest bemoedigende trend was die van de orderportefeuille. Die verbeterde van € 1,6 miljard naar € 2,3 miljard in het midden van 2014. Daarbij valt op, dat feitelijk alle onderdelen van het bedrijf een verbetering in de orderportefeuille laten zien met uitzondering van België, waar de orderportefeuille stabiel bleef.

Is daarmee bij Heijmans het lek definitief boven? Voor die conclusie is het nog te vroeg. Het is immers moeilijk om de kwaliteit van de orderportefeuille in te schatten. Het management claimt weliswaar geen projecten onder de kostprijs aangenomen te hebben, maar dat zegt weer weinig over de marges. Die zullen flinterdun zijn. Pas als deze 'magere' orders definitief tot het verleden behoren, pas dan kan over echt herstel gesproken. Heijmans spreekt over 2014 overigens ook in termen van een transitiejaar, waarbij resultaten ondanks een merkbare verbetering van de markt onder druk blijven. Pas in 2015 zullen de financiële resultaten merkbaar gaan verbeteren.

*Figuur 2 Herstel moet in 2015 komen voor Heijmans*



ABN Amro heeft er echter al voor gewaarschuwd, dat het herstel in 2015 en latere jaren op zijn best gematigd zal zijn. Die conclusie heeft consequenties voor het beleggingsadvies. Marges zijn en blijven voorlopig flinterdun en dat onderstreept het broze karakter van het herstel. De geringe veerkracht maakt het aandeel ook duur met een koers-winstverhouding van 16X in 2014. Het advies luidt derhalve Houden in afwachting van betere tijden!

## Koninklijke Bam

Waar Heijmans de zaken redelijk onder controle heeft, kan dat niet gezegd worden van Koninklijke Bam. Deze bouwer kwam in de eerste helft van het jaar negatief in het nieuws, omdat hij niet in staat was gebleken enkele grote projecten professioneel te managen. Dat resulteerde in juli in een winstwaarschuwing. Op grote infrastructurele werken zou een verlies geleden worden van € 68 miljoen. Uiteindelijk zou Bam erin slagen om een groot deel van die verliezen elders in het bedrijf op te vangen, waardoor een nagenoeg break even resultaat genoteerd kon worden aan het einde van het eerste halfjaar.

	1H14		1H13	
	Revenue	Result <sup>1)</sup>	Revenue	Result <sup>1)</sup>
Construction and M&E Services	1,355	-6.8	1,418	-1.1
Civil engineering	1,862	-19.2	1,790	9.9
Property	245	14.7	123	-9.7
PPP	130	13.7	131	12.3
Eliminations and other	-210	1.5	-230	-0.1
<b>Total sectors</b>	<b>3,382</b>	<b>3.9</b>	<b>3,232</b>	<b>11.3</b>

*(in € million)*  
<sup>1)</sup> Result before tax

Voor de 2<sup>de</sup> helft van het jaar voorziet Bam een stijgende lijn in de resultaten. Dat zou voor heel 2014 moeten uitmonden in een resultaat voor belastingen en afschrijvingen van ongeveer € 20 miljoen. Dat klinkt misschien aardig, gelet op het mindere resultaat over het eerste halfjaar, maar is dat niet werkelijk. Normaal levert het tweede halfjaar € 50 miljoen meer op dan het eerste. Het geeft, evenals bij Heijmans, aan dat de markt voor Bam nog steeds verre van normaal is. De prijsdruk is nog steeds erg groot en ook voor Bam zijn de marges flinterdun.

Evenals Heijmans mocht ook Bam een verbetering van het orderboek noteren. Aan het einde van 2013 beliep de waarde van de orders een bedrag van € 10 miljard. In het midden van 2014 was dat bedrag opgelopen naar € 10,7 miljard. Bam verwacht dat het orderboek de rest van het jaar zal blijven verbeteren, maar heeft zelf enkele kanttekeningen geplaatst bij deze positieve ontwikkeling. Volgens het management zitten er nog steeds 'oude orders' in het orderboek. Dat zijn orders, waarbij Bam een 'andere' risico-inschatting hanteerde, een die was gebaseerd op 'eager to work'. Het zou om een bedrag gaan tussen € 1 en €2 miljard. Er gaan dus nog grote potentiële tegenvallers schuil in het orderboek. Gunstig was weer wel, dat ook bij Bam de verbetering van het orderboek bedrijfsbreed was.

De gebrekkige interne controle en zwak risicomanagement resulteerde in de eerste helft van 2014 in een negatief werkkapitaal van € 269 miljoen. Dat was ruim € 100 miljoen meer dan in de eerste helft van 2013. Bam heeft verregaande plannen in de maak om deze negatieve trend een halt toe te roepen. Er komt een programma om tot aan het einde van 2015 een bedrag van € 100 miljoen aan

kosten te besparen. Daarnaast moet het werkkapitaal omlaag met een bedrag van € 300 miljoen. Ook dat moet gebeuren voor het einde van 2015. Los daarvan gaat Bam onverdroten verder met een programma van desinvesteringen, vooral in het vastgoed en wordt er ook gewerkt aan het stroomlijnen van de organisatie en het verbeteren van het biedingsproces en het risicomanagement. Dat alles moet gebeuren onder een nieuw management. Dat heeft in ieder geval de zekerheid, dat de convenanten met de banken overeind blijven. Koninklijke Bam blijft royaal in staat aan de financiële verplichtingen te voldoen.

*Figuur 3 Gering neerwaarts risico voor Bam*



Koninklijke Bam lijkt het ergste leed geleden te hebben. Dat wil weer niet zeggen, dat het herstel een rechte lijn naar boven is. Daarvoor zijn de marges op veel projecten te smal. Nog meer dan Heijmans zal Bam op zijn hoede moeten zijn voor onverwachte tegenvallers. Het is nog te vroeg om te spreken van een structureel herstel. Een houdenadvies is daarom op zijn plaats. Wie wel een gokje wil wagen, heeft in het geval van Bam een goede kandidaat. Onzekerheid is en blijft troef, maar die stemming kan snel omslaan als er duidelijkere tekenen van herstel komen. Bovendien, het neerwaarts risico is bij de huidige koers niet zo groot meer.

## Terzijde

Een bedrijf als Ballast Nedam zit evenals Bam ook in grote problemen en ook van dit bedrijf is de koers gekelderde. Er is echter één groot verschil met Bam. Ballast ligt aan de ketting bij de banken en is geen baas meer over zijn eigen toekomst. Dat werpt vraagtekens over zijn voortbestaan. Wij adviseren daarom van dit aandeel af te blijven totdat er meer duidelijkheid is over de financiële gezondheid van het bedrijf.

Figuur 4 Kerncijfers Bam

BAM	2013A	2014E	2015E	2016E
Sales	7042	7171	7236	7446
% Groei		1,8%	0,9%	2,9%
Gross Profit	144	22	125	194
% Groei		-84,7%	468,2%	55,2%
EBITDA	115	21	125	194
% groei		-81,7%	495,2%	55,2%
EBIT	26	-67	35	102
% Groei		-357,7%		191,4%
Pre-Taks earnings	20	-74	25	94
% Groei				276,0%
Earnings	46	-57	17	69
% groei				305,9%
WpA	0,16	-0,17	0,08	0,25
% groei				212,5%
DpA	0,05	0	0,02	0,1
% Groei				400%
Rendement %	1,4	0	1,3	5,2
Brutomarge %	2,04	0,31	1,73	2,61
EBITDA marge %	1,63	0,29	1,73	2,61
EBIT marge	0,37	-0,93	0,48	1,37
Net margin %	0,65	-0,79	0,23	0,93
Net debt/EBITDA %	3,34	22,31	2,77	1,34
Free cash flow/share	-1,33	-0,27	0,49	0,32
K/W	22,7	nvt	29,0	9,28

Figuur 5 Kerncijfers Heijmans

Heijmans	2013A	2014E	2015E
Sales	2,054	2,066	2,133
% Groei		0,58%	3,24%
EBITDA	0,047	0,046	0,0524
% Groei		-2,13%	13,91%
Net Earnings	0,002	0,0093	0,0152
% Groei		365,00%	63,44%
WpA	0,63	0,48	0,78
% groei		-23,81%	62,50%
Dividend	0,14	0,14	0,29
Dividend Yield %	1,8	1,7	2,8
EBITDA margin %	2,29	2,23	2,46
Net margin %	0,10	0,45	0,71
k/w	13,1	26,5	16,3
EBITDA margin %	2,29	2,23	2,46
Net margin %	0,097	0,450	0,713