



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

DECEUNINCK

9 maart 2019

Koers	2,22
Aantal aandelen (m)	136,7
Marktkapitalisatie (m)	303,41

Eigen vermogen FY18	253,0
Netto fin. schuld FY18	93,7

ROE '18	5,8%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Netto-omzet	536,51	552,81	644,52	670,88	687,20	674,20	685,00
Groei in %	-3,7%	3,0%	16,6%	4,1%	2,4%	-1,9%	1,6%
EBIT	23,62	14,31	26,85	36,12	36,70	43,90	45,00
EBIT%	4,4%	2,6%	4,2%	5,4%	5,3%	6,5%	6,6%
EBITDA	47,40	35,30	54,40	65,10	67,00	72,40	74,00
EBITDA%	8,8%	6,4%	8,4%	9,7%	9,7%	10,7%	10,8%
Financieel resultaat	-8,39	-7,45	-9,99	-13,90	-14,70	-23,00	-21,00
Netto resultaat	8,21	10,59	13,58	20,80	12,44	14,75	16,60

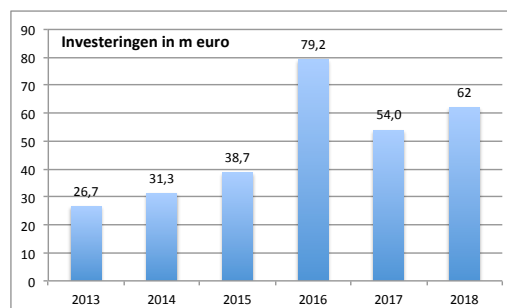
	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	0,076	0,077	0,099	0,155	0,093	0,108	0,122
Netto dividend	0,015	0,015	0,023	0,021	0,021	0,021	0,021
Koers/winstverhouding *	22,43	22,59	24,45	14,60	32,94	20,57	18,27
Dividendrendement *	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%	0,9%	0,9%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E huidige koers

Koersgrafiek



Investeringen (in miljoen euro)



ANALYSE AANDELEN

Bedrijfsomschrijving

Deceuninck is actief in het domein van energiezuinige kunststof & composiet raamsystemen en profielen voor de bouw. Dit gaat van compounding, matrijzenbouw, design, extrusie, laminatie met houtimitatiefolie, kleurencolouring, tot recyclage. Raam- en deurprofielen zijn goed voor 85% van de omzet, woningbescherming (ventilatie,...) voor 5% en buitenproducten voor 10%.

80% van de omzet is bestemd voor residentiële woningen, 20% is niet-residentieel. Renovatie vertegenwoordigt 60% van de omzet, nieuwbouw 40%. In 2014 nam Deceuninck de Turkse groep Pimas Plastik over (speler uit top 5 tot 10), waardoor Deceuninck er nu marktleider is.

Deceuninck is actief in meer dan 80 landen, deels met 15 eigen productievestigingen (o.a. B, F, GB, D, PL, CZ, RU, T, VS, Chili en Thailand), deels via een eigen verkoopsorganisatie en/of eigen voorraden (21 magazijnen wereldwijd). West-Europa vertegenwoordigde in 2018 26% van de groepsomzet, Centraal- en Oost-Europa (Duitsland inbegrepen) 24%, Turkije en groeilanden (Latijns-Amerika en India) 30%, Amerika stond voor de resterende 20%. Deceuninck werd opgericht in 1937 en behoort tot de top 3 onafhankelijke producenten van PVC en composietprofielen voor ramen en deuren.

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).

Resultaten 2018

In 2018 realiseerde Deceuninck een omzet van 674,2 miljoen euro, 1,9% minder dan in 2017. In de overzichtstabel hieronder lijsten we alle details op, ook geografisch. De -1,9% omzetevolutie was het gevolg van iets lagere volumes (-0,3%), van sterk tegenvallende wisselkoersevoluties (-10,9%) en van een positieve impact vanwege prijzen en de productmix (+9,4%). Bij dit laatste ging het grotendeels om het doorrekenen van de hogere grondstoffenprijzen en van de devaluatie van de lokale munt (vnl. in Turkije). Onderliggend daalde de omzet ook enigszins door het afbouwen van minder rendabele verkopen.

Op geografisch vlak merken we een omzetgroei van 4,5% in **West-Europa**, vooral door een combinatie van een hoger volume en een betere prijs/productmix. In **Centraal- en Oost-Europa** was er een daling van 2,3%, de betere prijs/productmix was niet voldoende om het lagere volume en de negatieve wisselkoersimpact te compenseren.

Het geografisch segment **Turkije** (en de groeiemarkten) kende de meest tegenvallende prestatie, wat waarschijnlijk niet zal verbazen. De politieke gebeurtenissen hebben er de lokale munt sterk onder druk gezet (-29,7%) en de economie wordt met de gevolgen hiervan geconfronteerd, wat de volumes 7,9% lager deed uitkomen. Deceuninck blijft vastbesloten om de negatieve wisselkoersimpact volledig door te rekenen in de eindprijzen en dat leidde in 2018 tot een impact van +29,1% voor prijs/productmix.

In de **V.S.** tot slot was er 1,7% omzetgroei. De positieve impact van de 5,4% volumegroei en de 0,8% impact van prijs/productmix werd bijna teniet gedaan door de lagere wisselkoers (-4,5%).

(omzet in miljoen euro)	FY17	FY18	Δ 17/18	volume	wisselkoers	prijs/mix
West-Europa	171,1	178,8	4,5%	+1,3%	-0,2%	+3,4%
Centraal- en Oost-Europa	163,4	159,6	-2,3%	-4,4%	-1,5%	+3,6%
Turkije	223,6	204,5	-8,5%	-7,9%	-29,7%	+29,1%
V.S.	129,1	131,3	1,7%	+5,4%	-4,5%	+0,8%
TOTAAL	687,2	674,2	-1,9%	-0,3%	-10,9%	+9,4%

Ondanks de omzetzak van -1,9%, kon Deceuninck de aangepaste EBITDA (recurrente EBITDA) met 6,4% tot 72,4 miljoen euro laten stijgen. De EBIT ging 13,2% hoger. Het financiële resultaat ging sterk achteruit en dit had veel te maken met de hoge rente in Turkije, terwijl er ook teveel ontleend werd om zeker voldoende liquide te blijven in de moeilijke omstandigheden in het land. Ook was er in 2017 een eenmalige positieve impact (3,1 miljoen euro), terwijl er in 2018 eenmalige verliezen waren.

De belastingen kenden een gevoelige verbetering en normaliseerden. Belastinghervormingen in België en de V.S. hadden in 2017 een negatieve impact door de afwaardering van mogelijke overdraagbare verliezen.

Het netto resultaat tot slot steeg 15,6% tot 14,7 miljoen euro.

De netto financiële schuld daalde van 118,3 miljoen euro eind 2017 naar 93,7 miljoen euro eind 2018. De verbetering kwam er vooral door een daling van het werkkapitaal. Enerzijds daalden de klantenvorderingen, anderzijds kreeg Deceuninck goede voorwaarden om het leverancierskrediet te verhogen.

(in miljoen euro)	2017	2018	Δ 17/18
Omzet	687,2	674,2	-1,9%
Aangepaste EBITDA	68,1	72,4	6,4%
Aangepaste EBITDA-marge	9,9%	10,7%	
Aangepaste EBIT	37,6	43,4	13,4%
Aangepaste EBIT-marge	5,5%	6,4%	
EBIT	38,1	43,9	13,2%
EBIT-marge	5,5%	6,5%	
Financieel resultaat	-16,1	-23,0	
Belastingen	-8,2	-5,4	
Resultaat deel groep	12,4	14,7	15,6%
Winst per aandeel	0,09	0,11	15,6%

(cijfers 2017 aangepast)

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

Bijkomende details geografische segmenten

(aangepaste EBITDA in m euro)	FY17	FY18	Δ 17/18
West-Europa	12,4	15,3	23,4%
Centraal- en Oost-Europa	6,4	1,9	-70,3%
Turkije	33,1	39,3	18,7%
V.S.	15,9	15,8	-0,6%
TOTAAL	67,8	72,4	6,4%

West-Europa

Hogere grondstoffenprijzen werden gecompenseerd door prijsverhogingen en de volumes bleven min of meer stabiel. Toch kende de aangepaste EBITDA een gevoelige verbetering (+23,4%). De lopende projecten hadden duidelijk al een positieve invloed op de operationele efficiëntie. Dat de goedkope import uit Polen stabiliseert, komt ook de prestaties van de groep ten goede. Veel aandacht ging uit naar de nieuwe recyclage-eenheid, waarmee Deceuninck een inhaalbeweging uitvoert op de concurrentie door het installeren van de nieuwste technologie. Een ander aandachtspunt is het initiatief in marketing met sponsoring van de wielersport. Ook is de SAP-implementatie in West-Europa bijna volledig afgerond.

Centraal- en Oost-Europa

Dit segment wordt een beetje het zwarte schaap van de groep. Het omvat Duitsland dat de thuismarkt is van de grote concurrenten van Deceuninck. Algemeen bleven de markten in de verschillende landen in dit segment stabiel, met uitzondering van Rusland, waar de omzet blijft dalen. Die lagere volumes wogen op de rendabiliteit van het segment, bijkomend werden ook de hogere grondstoffenprijzen slechts gedeeltelijk en met vertraging doorgerekend. Momenteel wordt gewerkt aan de integratie van de filialen van West- en Oost-Europa, wat op termijn bepaalde synergievoordelen zal opleveren. Op het vlak van de investeringen, wordt er gewerkt aan een logistiek centrum in Polen.

Turkije (en groeimarkten)

De Turkse markt is uitdagend en moeilijk, maar dit kan opportuniteiten opleveren. De inflatie (20%) en de rente (28%) zijn er hoog, de daling van de munt lijkt wel te stabiliseren. Op economisch vlak was er een belangrijke vertraging vanaf de 2^e helft van 2018. Diverse concurrenten bevinden zich in een moeilijke financiële positie, wat Deceuninck kan toelaten om zijn marktaandeel te verhogen. Een andere vaststelling is dat de goedkopere merken in het land het minder goed doen, de klanten lijken wel de duurdere en zekere merken te verkiezen in een crisissituatie. Wat de groeimarkten betreft, noteerde de groep een sterke groei in Zuid-Amerika (Chili en Brazilië) en in Azië Pacific (India, Australië en Thailand, in totaal nog wel relatief klein). De export werd negatief beïnvloed door de stopzetting van de handel met Iran.

V.S.

De Amerikaanse bouwmarkt blijft nog steeds groeien (3% à 4%), maar wordt beperkt door een gebrek aan arbeidskrachten. Tegelijkertijd kan Deceuninck zijn marktaandeel verhogen door nieuwe klanten aan te trekken, maar het vraagt soms tot 18 maanden om grotere klanten om te schakelen naar de producten van Deceuninck. Tegen die achtergrond kan het verbazen dat de aangepaste EBITDA in 2018 licht daalde. De verklaring ligt in de investeringen en de toename van de vaste kosten (opslag, IT, personeel,...) die het resultaat drukten. In 2019 zou er wel een zekere positieve impact moeten zijn op de rendabiliteit, net zoals Turkije ervaarde in 2018.

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).

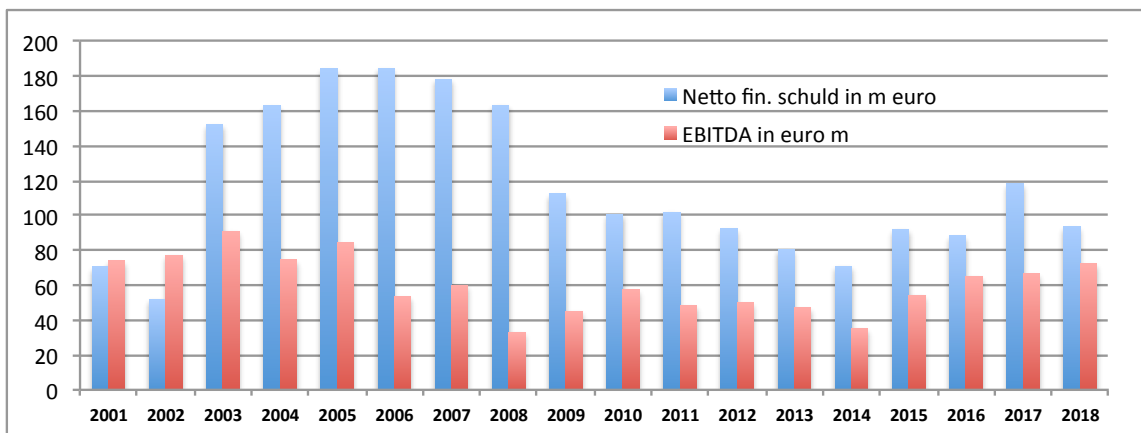
Conclusie

In principe vormt de omzetevolutie de basis voor de resultaatsontwikkeling. Niet zo bij Deceuninck in 2018 en dit had alles te maken met de heel zichtbare impact van de belangrijke investeringen van de voorbije jaren (zie grafiek lager) die tot een hogere operationele marge leidde. Ook in 2019 zullen we hoogstwaarschijnlijk mogen uitkijken naar een betere marge, wel verwachten we een beperkte omzetgroei.

Op basis van onze voorzichtige verwachtingen voor 2019 verhogen we ons koersdoel van 2,71 euro naar 2,82 euro. Zoals steeds houdt dit koersdoel geen rekening met groei na 2019. We merken wel op dat we een WACC van (niet heel lage) 7% gebruiken.

Wat de koersevolutie betreft, zijn we blij dat we met ons koersdoel in het afgelopen jaar, de hoge koersen van 3 euro en meer begin 2018 niet achterna gelopen hebben. Het was duidelijk dat insiders aankopen tot een zeker kopieergedrag bij beleggers geleid hebben, met te hoge koersen tot gevolg. In deze zin biedt de correctie die de koers onderging in 2018 een mooi instapmoment. We benadrukken wel dat de marktomgeving voor Deceuninck in diverse regio's, we denken hierbij aan Turkije en Rusland, moeilijk blijft.

Gert De Measure



BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).