



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

BAM

12 november 2018

Koers	3,00
Aantal aandelen (m)	270,39
Marktkapitalisatie (m)	811,18

Eigen vermogen FY17	852,0
Netto fin. schuld FY17	-124,0

ROE '17	1,5%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Bedrijfsopbrengsten	7.225	7.042	7.314	7.423	6.976	6.604	6.750
Groei in %	-6,1%	-2,5%	3,9%	1,5%	-6,0%	-5,3%	2,2%
EBIT	-273,1	15,9	-104,7	-10,7	32,9	28,6	126,0
EBIT%	-3,8%	0,2%	-1,4%	-0,1%	0,5%	0,4%	1,9%
EBITDA	213,2	172,0	114,5	139,5	181,5	120,0	198,0
EBITDA%	3,0%	2,4%	1,6%	1,9%	2,6%	1,8%	2,9%
Financieel resultaat	12,5	3,4	12,1	11,0	7,3	9,6	n.b.
Netto resultaat	-183,8	46,2	-108,2	10,2	46,8	12,5	109,0

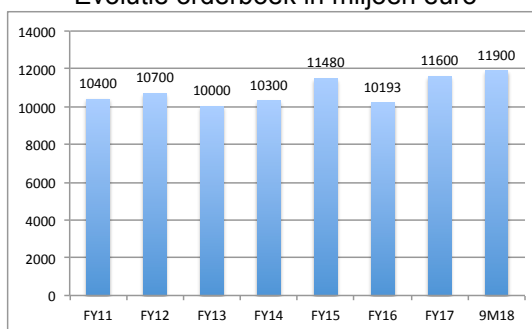
	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Winst per aandeel	-0,79	0,19	-0,40	0,04	0,17	0,05	0,40
Bruto dividend	0,10	0,05	0,00	0,02	0,09	0,10	0,12
Koers/winstverhouding *	n.r.	19,89	n.r.	128,25	25,82	64,89	7,44
Dividendrendement *	3,1%	1,3%	0,0%	0,4%	2,1%	3,3%	4,0%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2017 en 2018E de huidige koers

Koersgrafiek



Evolutie orderboek in miljoen euro



Bedrijfsomschrijving

BAM is een Nederlandse bouwgroep met een belangrijke activiteit in concessies, sterk vergelijkbaar met het Franse Eiffage. Ze telt 19.500 werknemers in 10 operationele filialen en heeft vijf landen als thuismarkten aangeduid, met name Nederland, België, Ierland, Groot-Brittannië en Duitsland. Daarnaast is de groep actief in nichemarkten wereldwijd, bijvoorbeeld met projecten in Denemarken, Zwitserland en Luxemburg.

De groep rapporteert volgens 3 segmente:

- Bouw & vastgoed: residentiële bouw in Nederland en België, niet-residentiële in de 5 thuislanden aangevuld met Zwitserland en Denemarken, alsook met niet-residentiële projecten in het Midden-Oosten en Indonesië
- Infrastructuur: in België, Nederland, Duitsland en Groot-Brittannië en internationaal, o.a. wegen- en waterbouw, het boren van tunnels, leggen van telecomkabels, ...
- PPS-projecten: de groep heeft belangen in 40 projecten en verzorgt het beheer van 4 andere projecten. Tevens heeft het een joint-venture met het pensioenfonds PGGM. Het eigen vermogen in deze projecten bedraagt 66 miljoen euro, de groep heeft er een latente meerwaarde van 75 miljoen euro op.

Na de verliezen in 2015 implementeerde de groep een herstelplan en dat bestond in een eerste fase uit het afstoten van enkele activiteiten, zoals de verkoop van de afdeling waterbehandeling en van een Belgisch filiaal actief in elektrische installaties. Daarnaast werd een groot aantal vastgoedontwikkelingsprojecten in Nederland verkocht. Daarnaast zal de groep een grotere discipline aan de dag leggen bij het binnenhalen van nieuwe opdrachten. Dat kan een daling van de omzet en orderboek tot gevolg hebben, de rendabiliteit kan in zekere mate herstellen.

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).

Resultaten eerste helft 2018 (herhaling)

BAM omschrijft de algemene marktomstandigheden als zich positief ontwikkelend, met als gevolg druk op de aanvoerketting in verschillende landen. In Nederland is er een sterke vraag naar nieuwe woningen, maar er is een gebrek aan vergunde locaties. In Duitsland en Groot-Brittannië is er stabiliteit in de verschillende segmenten, in Duitsland zijn er wel opportuniteiten in wegenbouw. In België is er een herstel in infrastructuur, in Nederland blijft de markt positief evolueren.

(miljoen euro)	17H1	18H1	Δ17/18
Omzet	3.112	3.237	4,0%
<i>Bouw & vastgoed</i>	1.804	1.802	-0,1%
<i>Infrastructuur</i>	1.355	1.481	9,3%
<i>PPS</i>	67	12	-82,1%
<i>Eliminatie</i>	-114	-58	-49,1%
Bedrijfswinst	42,0	58,0	38,1%
<i>Bouw & vastgoed</i>	33,0	52,0	57,6%
<i>Infrastructuur</i>	-0,4	-7,8	n.r.
<i>PPS</i>	9,4	13,8	46,8%
<i>Andere</i>	1,0	0,0	n.r.
Financieel resultaat	0,1	-1,5	
Uitzonderlijke elementen	-0,1	0,0	
Winst voor belasting	41,6	56,6	36,1%

BAM realiseerde een omzet van 3,237 miljard euro, een groei van 4%. De bedrijfswinst ging 38,1% hoger door betere prestaties in infrastructuur en in de PPS-projecten. De winst voor belastingen nam 36,1% toe tot 56,6 miljoen euro.

Het segment **bouw & vastgoed** zag de omzet stabiliseren. Enerzijds daalde de omzet in Nederland en Groot-Brittannië door de afwerking van enkele grotere projecten, anderzijds was er omzetgroei in België. Het resultaat van het segment kende een sterke verbetering en mag volledig op rekening geschreven worden van de woningenverkoop in Nederland die het resultaat met 19 miljoen euro verbeterde.

Het segment **infrastructuur** of burgerlijke bouwkunde kende een omzetgroei van 9,3%, dankzij groei in Nederland, Groot-Brittannië en Duitsland. Het resultaat daalde wel door een kostenoverschrijding van 30 miljoen euro op de bouw van de zeesluis in IJmuiden. De impact ervan werd gemilderd door een kleiner verlies in België en betere resultaten in de andere landen.

In het segment **PPS** daalde de omzet door de transfer van projecten naar de joint-venture met PGGM. De omzet van die projecten wordt niet geconsolideerd. Die overdracht liet de groep toe een mooie meerwaarde te realiseren.

De netto cashpositie daalde van 193 miljoen euro eind 2017 naar 88 miljoen euro eind juni 2018 door een hoger (seizoensgebonden) gebruik van werkkapitaal.

Het orderboek steeg 0,2 miljard euro tot 11,8 miljard euro (was 11,6 miljard euro eind 2017), eind juni 2017 bedroeg het orderboek 10,4 miljard euro. De aangroei was voornamelijk het gevolg van het binnenhalen van een groot contract voor de bouw van de Afsluitdijk. De toename is beperkt in absolute termen, het management stelt dat het selectief is bij het binnenhalen van orders.

Resultaten na 9 maanden in 2018

Na 9 maanden in 2018 realiseerde de groep een winst voor belasting (aangepast) van 93,6 miljoen euro, een gevoelige verbetering t.o.v. 2017.

(miljoen euro)	9M17	9M18	Δ17/18
Omzet	4.677	5.042	7,8%
Winst voor belasting (aangepast)	59,4	93,6	57,6%
Orderboek	10.800	11.900	10,2%

De verbetering is opmerkelijk ondanks de extra kosten m.b.t. de IJmuidensluis. Wel niet opgenomen in dat aangepast resultaat, is de afboeking van 23 miljoen euro (0,085 euro per aandeel) op de boekhoudkundige waarde van gronden en bouwrechten. Eind september 2018 bedroeg de waarde ervan nog 406 miljoen euro.

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 Measure**

Wat de resultaten per segment betrof, meldde de groep een goed resultaat voor bouw & vastgoed (verderzetting van trend na 6 maand, evenals van de PPP-activiteit. De investeringen in PPP-contracten stegen versus eind 2017 met 2 miljoen euro tot 70 miljoen euro, de toegewezen investeringen namen wel toe tot 150 miljoen euro (was slechts 101 miljoen euro eind 2017). In infrastructuur werd een break-even gerealiseerd, de verliezen na 6 maand werden dus goed gemaakt.

Het orderboek (zie grafiek blad 1) bleef op een hoog niveau, het management legt er nog steeds de nadruk op dat ze heel selectief tewerk gaat bij het aangaan van nieuwe contracten. De rendabiliteit staat voorop.

Voor 2018 verwacht het management nog steeds een marge van 2% (winst voor belasting) op haar omzet.

Conclusie

2018 zou het jaar van de turnaround moeten worden en dat lijkt ook zo uit te komen. De markt heeft echter nog steeds weinig vertrouwen in het bedrijf, of anders gezegd het prille herstel van dat vertrouwen kreeg dit jaar tweemaal een knauw. Een eerste keer betrof het de extra kosten m.b.t. de bouw van de IJmuiden zeesluis (30 miljoen euro). Nu bij de publicatie van de cijfers over het 3^e kwartaal moest het bedrijf een boekhoudkundige afwaardering van 23 miljoen euro op grondposities opbiechten. Al bij al gaat het om relatief beperkte bedragen, maar de aankondigingen op zich wegen op het vertrouwen.

Dit betekent dat BAM nog goedkoper noteert dan enkele weken geleden (koers/winst van 7,4 op 2018 schattingen, zelfs van 6,3 op 2019 schattingen, netto cash positie). We blijven niettemin in het aandeel en in een volledige turnaround geloven.

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 veeelvoudigd 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).