



FRIEDRICH VORWERK

19 juni 2024

Koers	18,00
Aantal aandelen (m)	20,00
Marktkapitalisatie (m)	360,00

(in miljoen euro)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Omzet	291,791	279,071	368,161	373,355	388,000	419,000
Groei in %	n.b.	-4,4%	31,9%	1,4%	3,9%	8,0%
EBIT	47,468	44,539	33,754	14,067	26,000	34,000
EBIT%	16,3%	16,0%	9,2%	3,8%	6,7%	8,1%
EBITDA	58,822	57,494	50,089	31,992	46,000	54,000
EBITDA%	20,2%	20,6%	13,6%	8,6%	11,9%	12,9%
Financieel resultaat	-4,747	-4,291	-2,995	-1,181	n.b.	n.b.
Netto resultaat	30,559	29,889	17,341	10,241	16,500	22,000

Eigen vermogen 2023 m	171,54
Netto fin. schuld 2023 m	-42,06

Rendement eigen vermogen	6,0%
--------------------------	------

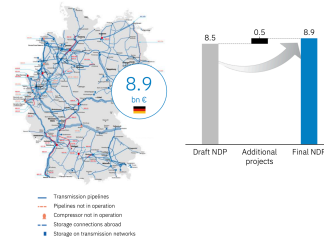
(cijfers per aandeel)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Winst per aandeel	1,70	1,53	0,87	0,51	0,83	1,10
Bruto dividend	0,00	0,20	0,10	0,12	0,14	0,16
Koers/winstverhouding *	10,59	11,77	20,76	35,15	21,82	16,36
Dividendrendement *	0,0%	1,1%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%

*: op basis van de huidige koers

Koersgrafiek



Planned investments in German natural gas infrastructure in €bn by 2030; according to the confirmed NDP 2030 (2020)



Bedrijfsomschrijving

Het Duitse Friedrich Vorwerk werd opgericht in 1962 om actief te worden in de aanleg van energie-infrastructuur (aardgas, elektriciteit en waterstof). Het biedt een geïntegreerde en kant-en-klare aanpak met eigen componenten en technologie. Aldus is het vandaag uitgegroeid tot een begunstigde van de Europese energietransitie. In Duitsland alleen zijn er tegen 2030 voor 320 miljard euro investeringen nodig in de energiesector.

De ontwikkeling van het bedrijf versnelde toen de industriële holding MBB in juli 2019 een belang van 60% verwierf in het bedrijf dat toen op jaarbasis een omzet van iets meer dan 100 miljoen euro realiseerde. Reeds in november 2019 nam Friedrich Vorwerk Bohlen & Doyen over, het nummer 2 in de sector toen. Dat bracht de jaaromzet op bijna 200 miljoen euro. In februari 2021 werd het kleine Korupp overgenomen, actief in kathodische bescherming (corrosiebestrijding). In november 2021 verwierf het 75% van Gottfried Puhlmann, actief in de aanleg van energie-infrastructuur in de regio's Berlijn en Schleswig-Holstein.

MBB speelde handig in op de waterstofhype die startte in 2020 om Friedrich Vorwerk in 2021 naar de beurs te brengen. MBB houdt vandaag een belang van 36% aan.

De groep verdeelt zijn omzet in vier domeinen:

- Aardgas: infrastructuurdiensten en productoplossingen voor het transport en de bewerking van ruw aardgas naar behandeld aardgas;
- Elektriciteit: ondergrondse netwerkinfrastructuur
- Waterstof: omzetting van energie in waterstof en het transport ervan
- Opportuniteiten: specifieke projecten voor de behandeling van biogene en synthetische gassen, warmtenetten, transport van drinkbaar- en afvalwater en gespecialiseerde oplossingen voor de chemische en petrochemische industrie.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Mesure.



Resultaten eerste kwartaal 2024

In het eerste kwartaal van 2024 ontving Friedrich Vorwerk voor 121,3 miljoen euro nieuwe bestellingen, vooral voor fabrieksbouwprojecten in het segmenten elektriciteit en opportuniteiten. Ook won het verschillende renovatie- en servicecontracten. Aldus steeg het orderboek van 1.000,8 miljoen euro eind 2023 naar 1.045,4 miljoen euro eind maart 2024. 80% van dat orderboek (837 miljoen euro) is bestemd voor het segment elektriciteit, 10% voor opportuniteiten, 9% voor aardgas en 1% voor waterstof.

Ondanks de niet altijd gunstige weersomstandigheden boekte de groep een omzetstijging van 5% tot 76,7 miljoen euro in het eerste kwartaal. De EBITDA nam 21,3% toe, de EBIT steeg van 1,2 naar 1,9 miljoen euro. Het management meldde dat de minder rendabele projecten bijna allemaal opgeleverd zijn wat de winstmarges toelaat geleidelijk te herstellen. In het bijzonder gaat het om een project in het segment aardgas dat tegen het tweede kwartaal afgerond zal zijn. Ook werd er minder beroep gedaan op (dure) onderaannemers. Naar de zomer toe verwacht het management een versnelling van de omzetgroei en een verder verbetering van de rendabiliteit.

Eind februari verrichtte het een kleine overname (omzet van een paar miljoen euro), actief in corrosiebescherming.

(in miljoen euro)	23KW1	24KW1	Δ23/24
Orderboek	448,8	1.045,4	132,9%
Inkomende bestellingen	206,8	121,3	-41,3%
Omzet	73,1	76,7	5,0%
EBITDA	5,6	6,8	21,3%
Bedrijfswinst	1,2	1,9	55,8%
Netto resultaat	0,8	1,6	105,6%
Winst per aandeel	0,04	0,08	105,6%

Door de beperkte netto cashpositie zijn de financiële resultaten eerder verwaarloosbaar, de belastingen komen ook relatief laag uit. In dit kwartaal verdubbelde het netto resultaat wel tot 1,6 miljoen euro.

De resultaten kenden een gevoelige verbetering in dit eerste kwartaal, we merken wel op dat het eerste kwartaal door seizoenseffecten (winterse omstandigheden) traditioneel het minst goede is van het boekjaar. Dit is ook duidelijk in de tabel hieronder, de winstcijfers zijn relatief laag. Traditioneel ligt de activiteit in de andere kwartalen hoger. In het tweede kwartaal van 2023 was er een omzet van 93 miljoen euro, in het derde van 109 en in het vierde van 98 miljoen euro. Een ander seizoenseffect is de stijging van het werkkapitaal door de opzet van projecten, naar het jaareinde toe neemt dat werkkapitaal dan weer af. Zo daalde de netto cashpositie van 42,1 miljoen euro eind 2023 naar 15,6 miljoen euro eind maart 2024.

(in miljoen euro)	Omzet			Bedrijfswinst		
	23KW1	24KW1	Δ23/24	23KW1	24KW1	Δ23/24
Aardgas	35,9	28,4	-21,0%	2,6	2,2	-17,4%
Elektriciteit	10,9	20,0	84,3%	-0,5	0,1	n.r.
Waterstof	2,7	5,2	93,4%	0,5	-0,1	n.r.
Opportuniteiten	23,6	23,1	-2,1%	-1,3	-0,3	n.r.
TOTAAL	73,1	76,7	5,0%	1,2	1,9	57,5%

Voor het volledige jaar verwacht het management een omzet van 380 miljoen euro (was 373 miljoen euro in 2023) met een EBITDA-marge tussen 11% en 13% (was 8,6% in 2023). Een blik op de gemiddelde analistenschatting leert dat een omzetgroei van 3,9% verwacht wordt, de EBITDA wordt verwacht met 44% (!) te stijgen.

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.



GERT DE MEASURE FINANCIAL INFO

Enkele voorbeelden van lopende projecten zijn:

- Aanleg van districtswarmtenetwerken in Hamburg en Bremen
- Aanleg van een pijpleiding die de verbinding maakt met een LNG-terminal
- Plaatsen van ondergrondse elektriciteitskabels voor het project A-Nord
- Bouwen van een netverbinding van 100 kilometer met de windmolenparken op zee BorWin4 en DolWin4
- Constructie van compressorstations in Legden en Elten voor aardgaspijpleidingen

Conclusie

De resultaten zijn duidelijk aan de beterschap, alhoewel we hier te maken met cijfers van een minder illustratief eerste kwartaal. Maar na het ontgoochelende jaar 2023 kan het natuurlijk alleen maar beter gaan, heel geleidelijk. Voor 2024 wordt uitgegaan van een EBITDA-marge tussen 11% en 13%, beter dan de 8,6% over 2023. Maar dit is nog altijd gevoelig minder dan de 20% plus van 2020 en 2021 (vandaar ook de hogere koersen toen). De vraag is of het bedrijf dergelijke hoge marges opnieuw zal kunnen realiseren. In afwachting daarvan doen we het met de vooruitzichten van het bedrijf voor 2024 en met de winstschattingen van de financiële analisten voor 2025 (zie tabel op blad 1).

Op basis van de vooruitzichten noteert het aandeel met een lage EV/EBITDA van 7 over 2024 en van maar 5,6 over 2025. De koers/winstverhouding is minder nuttig door de hoge afschrijvingen die de winst drukken.

Gert De Measure

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.