

Bedrijfsbezoek Kendrion te Villingen

Op **8 oktober 2015** wij waren aanwezig bij een bedrijfsbezoek aan **Kendrion** in Zuid-Duitsland bij de bakermat van de elektromagnetenfabricage in de fabriek in Villingen. In 1997 kocht het toenmalige Schuttersveld, de rechtsvoorganger van Kendrion, Binder Magnete dat destijds een omzet had van circa € 25 miljoen. Inmiddels is deze omzet verviervoudigd en zijn bij de onderneming 430 medewerkers actief. Tijdens het bezoek werd een nadere toelichting op de bedrijfsstrategie gegeven, waarbij duidelijk werd dat Kendrion vanaf volgend jaar naar verwachting een versnelling van het groeitempo moet kunnen realiseren. Wij bezochten de business units *Industrial Drive Systems* en *Passenger Car Systems*. De synergiën tussen beide onderdelen zijn te vinden op de gebieden R&D, het delen van kantoorruimte en overige gemeenschappelijke diensten, alsmede inkoop. De structuur van de afzet is echter zeer verschillend. De eindmarkten van Passenger Car Systems (PCS) zijn de grote Duitse automotive klanten, waaraan grotere volumes via geautomatiseerde productie worden geleverd. Daarentegen onderscheidt Industrial Drive Systems (IDS) een groot aantal kleinere afnemers, waarvoor kleinere aantallen, vaak nog op basis van handwerk, worden geproduceerd. In dit laatste segment wordt wel gestreefd naar een verdere automatisering, die voor een deel reeds volgend jaar zijn beslag zal krijgen. IDS realiseerde over 2014 een omzet van € 53,7 miljoen, een toename van ruim 13% ten opzichte van 2013. De afgelopen tien jaar is deze omzet nagenoeg verdubbeld. Kendrion heeft gekozen voor enkele marktniches om de groei de komende periode te versnellen. Met name de wereldmarkt voor liften, die jaarlijks met meer dan 10% groeit en waar Kendrion nog slechts een bescheiden marktaandeel van 2-3% heeft, is een speerpunt. Momenteel wordt de productie voor de grootste klant, het Zwitserse Schindler, geleidelijk opgevoerd. Kendrion streeft ernaar op termijn een marktaandeel van 10% veilig te stellen. Een tweede nichemarkt is die van servo motoren, waarvan de wereldmarkt een omvang van € 50 miljoen heeft bij een jaarlijkse groei van 9%. Kendrion beoogt het marktaandeel in dit segment te laten groeien van de huidige 44% naar 50%. Tenslotte is er het segment van de a-synchrone motoren met een omvang van € 125 miljoen en een jaarlijkse groei van circa 6%. Kendrion wil hier naar een aandeel van 5% (thans 1%).



CEO Piet Veenema (links) in gesprek met fondsbeheerder Hilco Wiersma

De business unit Passenger Cars genereert ruim 40% van Kendrion's omzet en is daarmee het grootste segment. Ook hier heeft Kendrion een vijftal marktniches geselecteerd, waar het de komende jaren fors wil expanderen, te weten brandstofsyste men, veersyste men, motormanagement, geluidsystemen en Human Machine Interface. De zogenaamde *market drivers* zijn Emerging Markets (Kendrion volgt de grote Duitse autofabrikanten), de tendens tot standaardisering (hogere kwaliteit tegen lagere kosten) en optimalisatie van de motor (lager energieverbruik). Via deze nichebenadering verwacht Kendrion een hogere dan gemiddelde jaarlijkse omzetgroei te realiseren. Volgens een marktonderzoek van Roland Berger zal de wereldmarkt van lichte voertuigen de komende 10 jaar met gemiddeld 2,4% per jaar groeien. Kendrion heeft dit jaar als doelstelling een omzet van € 550 – 600 miljoen in 2018 gepresenteerd, hetgeen neerkomt op een jaarlijkse gemiddelde (autonome) omzettoename van 6,5 à 10%. Op korte termijn worden omzet- en winstgroei nog gedrukt door het uifaseren van projecten in het segment Automotive Control Systems (ACS), maar vanaf H2 2015 zal dit effect meer en meer worden gecompenseerd door het van start gaan van nieuwe opdrachten. De grootste is een project voor de Duitse schokdemperproducent Bilstein. De totale waarde ervan bedraagt uiteindelijk meer dan € 300 miljoen, met aanvankelijk productie in Europa en vanaf 2017 ook in de Verenigde Staten. Anderzijds houden wij rekening met enige omzet- en margedruk vanwege de crisis bij Volkswagen (VW) en de groei afzwakking in China. VW is met een direct en indirect omzetaandeel van circa € 60 miljoen de grootste klant van Kendrion, goed voor circa 13% van de totale omzet. Een 10% omzetzaling bij VW vertaalt zich in een omzetreductie van een kleine 2% bij Kendrion; anderzijds zou een lager VW-omzetaandeel weer (deels) kunnen worden gecompenseerd door een hogere omzet bij concurrerende automotive producenten die ook klant zijn van Kendrion. De directe exposure naar China is met een bestaande omzet van € 20 miljoen beperkt, maar indirect, via exporten uit Duitsland, veel groter.

Resumerend menen wij dat Kendrion de structurele omzet- en resultatengroei van de laatste jaren moet kunnen vasthouden. Wij handhaven onze winsttaxatie van circa € 1,65 per aandeel voor het lopende jaar (2014: € 1,56) en passen de prognose voor 2016 licht neerwaarts bij naar € 1,85 (voorheen: € 1,90). Tegen de huidige beurskoers van € 19,85 wordt slechts 10,7x de getaxeerde winst 2016 voor aandelen Kendrion betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt alsdan 4,7%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

VIJF JAAR OVERZICHT KENDRION

EUR million	2015	2014	2013	2012	2011 ¹⁰
>> Kendrion N.V. consolidated					
Statement of comprehensive income conform financial statements					
Revenue	442.1	428.9	354.0	284.9	267.9
Organic growth	3.1%	8.6%	(1.2)%	(4.1)%	20.7%
Operating result (EBIT)	22.0	29.5	20.9	24.4	(11.5)
Operating result before amortisation (EBITA)	25.8	32.9	23.9	26.7	(10.0)
Depreciation of property, plant and equipment and software	19.4	19.8	16.0	12.7	10.8
Operating result before depreciation and amortisation (EBITDA)	45.2	49.3	36.9	37.1	(0.7)
Net profit for the period	16.8	20.2	16.9	18.0	(20.1)
Statement of financial position at 31 December conform financial statements					
Total assets	340.9	333.5	334.8	230.1	229.3
Total equity	169.9	153.2	134.1	103.1	91.7
Net interest-bearing debt	69.1	83.0	49.0	21.3	25.9
Working capital ^{1, 2}	43.4	44.9	40.6	33.9	35.8
Invested capital ³	254.3	253.1	242.5	180.1	176.7
Statement of cash flows conform financial statements					
Net cash from operating activities ⁴	40.9	38.9	27.5	28.3	27.6
Net investments	19.8	20.0	18.5	18.7	13.5
Free cash flow ⁴	21.2	17.1	10.6	9.7	14.6
Ratios - pro forma					
Solvency	49.8%	46.0%	40.1%	44.8%	40.0%
Net interest-bearing debt / EBITDA ^{6, 7} (debt cover), ⁵	1.5	1.7	1.2	0.6	0.6
Net interest-bearing debt / equity (gearing)	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3
EBITDA ^{6, 7} / net finance costs (interest cover) ⁸	20.1	7.1	4.6	5.5	12.1
Working capital ^{1, 2} in % of revenue ⁹	9.8%	10.5%	10.2%	11.9%	12.1%
Market capitalisation as at 31 December	319.7	281.7	309.2	186.5	189.6
Net interest-bearing debt as at 31 December	69.1	83.0	49.0	21.3	25.9
Theoretic value of the organisation (Enterprise value) ⁵	388.8	364.7	358.1	207.8	215.5
Number of employees at 31 December (FTE) ²	2,658	2,713	2,669	1,542	1,534

¹ Relates to inventories, receivables minus non interest bearing debts (2013 is excluding EC fine payable).

² 2011 is including Kendrion (Shelby) Inc.

³ Total invested capital is property, plant and equipment, intangible assets, other investments and current assets less cash and non-interest bearing debts (2013 including EC fine).

⁴ Before cash flow relating to acquisitions and disposals (2011 and 2013 excluding acquisition expenses, and 2014 excluding EC fine payment).

⁵ Pro forma. Unaudited.

⁶ 2011 EBITA and EBITDA are normalised (excluding EC fine and a.o. acquisition expenses).

⁷ 2013 EBITDA is including full year Kuhnke.

⁸ The net financing charges exclude foreign exchange differences, the commitment fees for unused facilities and the amortisation of upfront and legal fees.

⁹ 2013 revenue is including full year Kuhnke.

¹⁰ The results for 2011 have been negatively influenced by a non-recurring supplementary provision of EUR 39 million as a result of the judgement regarding the EC fine.