

Tom Simonts

Senior Financial Economist, KBC Groep



Sipef op glibberig spoor

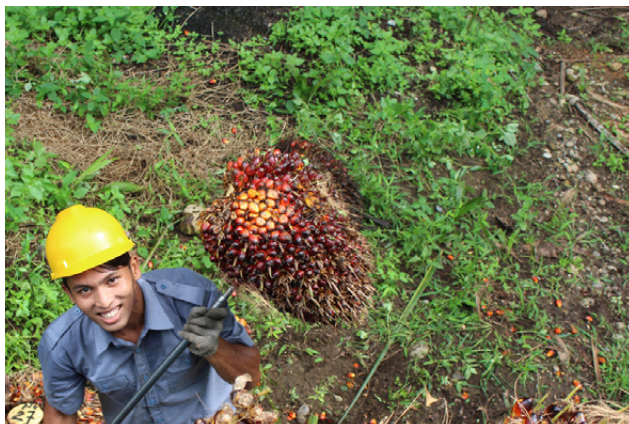
2018 LIEP NIET DIRECT gesmeerd voor palmolieproducent Sipef. De resultaten bleven achter en op Euronext Brussel bleef de aandelenkoers wegglijden. De grote schuldige was de evolutie van de palmolieprijs, want de waarde van 'swe-werlds meest gebruikte olie in voedingsproducten is de belangrijkste variabele bij de waardering van de plantagegroep. En die waardering levert kansen op voor (lange termijn)-beleggers.

Koning (in wording) palmolie

IN TEGENSTELLING TOT DE grote geïntegreerde groepen richt Sipef zich enkel op de productie en verkoop van palmolie aan diverse industrieën. Palmolie wordt voornamelijk gebruikt voor het koken, maar ook voor voedsel en cosmetica of zelfs voor de productie van brandstof en diesel. Andere veelgebruikte plantaardige oliën zijn sojaolie, raapzaadolie en zonnebloemolie. Al deze oliën zijn substituten voor elkaar, maar palmolie heeft de laagste productiekosten en is de meest productieve van alle grote plantaardige oliën. Daardoor is de palmolieproductie sneller gegroeid en is ze de belangrijkste plantaardige olie ter wereld geworden.

Expansiegevecht om areaal

OM HET BELANG VAN palmolie voor de Sipef-groep in te schatten duiken we in het jaarverslag. Momenteel wordt ongetwijfeld al gewerkt aan de versie van 2018, maar

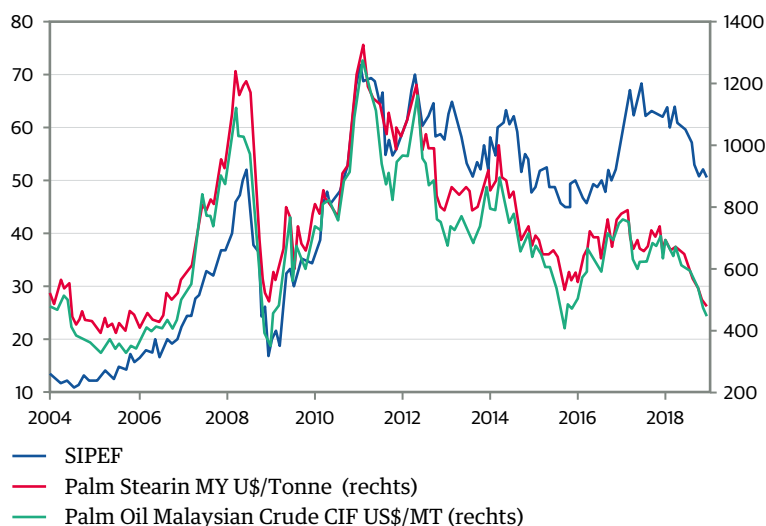


op basis van de publicatie van 2017 tekenen oliepalmen voor 89% van het beplante areaal van de groep wat zoveel betekent als 75.000 hectare. Op de resterende 11% staat rubber, thee en bananen.

Vastbesloten om een plaats te veroveren tussen de grootste spelers ter wereld timmert Sipef ondertussen verder aan de groei. Over de eerste negen maanden steeg de productie met ruim 6%, onder meer te danken aan een toename met bijna 13% in het derde kwartaal na ook al een sterke groei van 11,5% in dezelfde periode een jaar eerder. De productiestijging is onder meer het resultaat van de expansiedrang van de groep.

Binnen vijf jaar wil Sipef 100.000 hectare plantages onder beheer hebben tegen 86.000 vandaag en 55.900 op het einde van 2015. Meest recent zette de groep die ambitie kracht bij door de rechten te verwerven op 1.770 hectare aan palmolieplantages in het Indonesische Muko. Maar begin dit jaar maakte de groep een grote sprong in zijn ambitie met de overname van twee plantages, ook al in Indonesië,

Sipef versus prijs palmolie



waarvoor 200 miljoen euro werd opgehoest.

Met een gemiddelde leeftijd van 9,8 jaar beschikt Sipef over één van de jongste plantages binnen de sector en dankzij de locatie en het beheer kan de groep ook één van de beste rendementen voorleggen. En in tijden van een lage prijs is dat mooi meegenomen.

Wat bepaalt de palmolieprijs?

■ Vraag en aanbod van palmolie

China, India en Europa behoren tot de grootste importeurs van palmolie. Elke crisis die zich voordoet, zoals de wereldwijde economische groeivertraging, de schuldencrisis in de eurozone en de afnemende vraag naar voedsel in India en China, zal leiden tot een daling van de vraag naar palmolie. Minder vraag zal de prijs van ruwe palmolie doen dalen omdat het leidt tot een overschot van palmolie in palmolieproducerende landen zoals Maleisië en Indonesië.

■ Prijs van concurrerende plantaardige oliën

De prijs en de vraag naar andere plantaardige oliën zoals sojaolie, zonnebloemolie, raapzaadolie en maïsolie kunnen

ook van invloed zijn op de prijs van ruwe palmolie. Slecht weer, zoals droogte in sojaproducerende landen als de VS, Brazilië en Argentinië, zal bijvoorbeeld de productie van sojaolie doen dalen, waardoor de prijzen van sojaolie zullen dalen en de palmolieprijzen zullen stijgen.

■ Prijs van ruwe olie

De evolutie van de palmolieprijs is nauw verbonden met die van ruwe olie. Als WTI en Brent op de wereldmarkten duurder worden, stijgt ook de productie van biodiesel.

■ Weerpatronen

Aangezien palmolieplantages vooral in tropische landen als Maleisië en Indonesië liggen, kan zware regenval de plantages overspoelen en de oogst bemoeilijken. Een droge periode daarentegen zou de groei van de plantage beïnvloeden en zo de palmolieproductie verlagen.

■ Invoerbeleid van invoerende landen

Het importbeleid en de wetten van landen die ook ruwe palmolie importeren kunnen de prijs van ruwe palmolie beïnvloeden.

■ Wijzigingen in belastingen en invoerrechten

Om eigen producenten te beschermen worden niet zelden invoerheffingen op palmolie opgelegd, waardoor landen gedwongen worden om hun prijzen te verhogen.

Palmolieprijs bepaalt de resultaten

OP HET NIVEAU VAN de brutowinst weegt palmolie voor zo'n 92% in het resultaat van de groep. Het belang van de gemiddelde wereldmarktprijs van palmolie kan dus niet onderschat worden. En precies daar knelt het schoentje. Terwijl in 2013 de gemiddelde prijs per ton nog op 857 dollar stond, moest in 2017 genoegen genomen worden met 715 dollar. In september werd nog 540 dollar per ton betaald. Die prijsdaling werd weliswaar niet volledig doorgetrokken bij Sipef die 78% van de palmolieproductie voor 694 dollar aan de man wist te brengen, maar het mag duidelijk iets meer zijn.

Naast de palmolieprijs zijn de resultaten van Sipef ook onderhevig aan de rubberprijs die voor zo'n 10% van de brutowinst tekenen. En omdat de productiekosten in lokale munten worden uitgedrukt, spelen ook wisselkoers-bewegingen een belangrijke rol. Hoeveel bleek bij de publicatie



ANTICIPEREN EN GROEIEN



HOME INVEST
BELGIUM

- Gereguleerde vastgoedvennootschap
- Genoteerd op Euronext Brussels
- "Pure player" in residentieel vastgoed

T +32 2 740 14 50
info@homeinvest.be
www.homeinvestbelgium.be



THE ANSWERS FOR ACCELERATING WORLD

BE-REIT WDP is Benelux marktleider in de ontwikkeling en verhuur van opslag- en distributieruimten.

Een geïntegreerd team realiseert een breed pallet aan ingenieuze projecten op maat.

WDP beheert een vastgoedportefeuille van ruim 3 miljard euro en noteert op Euronext Brussels en Amsterdam met een marktkapitalisatie van circa 2,5 miljard euro.

STABIELE INKOMSTEN

DUURZAME INVESTERINGEN

LANGETERMIJN PARTNERSHIPS

LOGISTIEK VASTGOED

GEDIVERSIFIEERD KLANTENBESTAND

AANTREKKELIJK DIVIDENDBELEID

WAREHOUSES WITH BRAINS

www.wdp.eu

van de halfjaarcijfers. Terwijl in de eerste helft van 2017 wisselkoersverschillen nog een positieve impact hadden van 937 000 dollar, was dat een jaar later een negatief verschil van 909 000 dollar. In combinatie met een 11% omzetsdaling tot 139 miljoen dollar dook het nettoresultaat van 31 naar 19 miljoen dollar.

CEO zonder zorgen

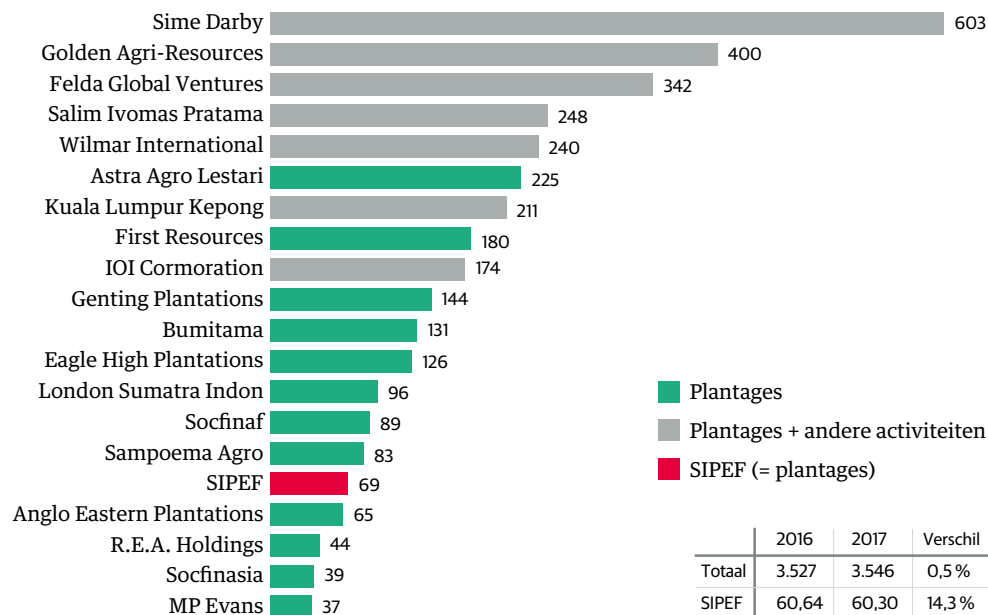
MET ZES MAANDEN OP de teller zag de groep de bui hangen en waarschuwde dat de recurrente winst voor het volledige boekjaar aanzienlijk lager zal uitkomen dan een jaar eerder. Bij de stand van zaken over de eerste negen maanden was nog geen teken van beterschap en werd die verwachting, op het vooruitzicht van een aanhoudend lage palmolieprijs, bevestigd. In een gesprek met De Tijd begin dit jaar maakte CEO Francois Van Hoydonck zich nochtans niet echt druk over de evolutie van de palmolieprijzen, en bij uitbreiding, de impact ervan op de resultaten. “De palmolieprijzen gaan op en neer. Daar moeten we mee leven. Ons beursparcours bewijst dat je doorheen de volatiliteit op korte termijn moet kijken. 2017 was een fantastisch jaar, maar het stoort me niet als de winst eens 20 procent zakt. Dat mag ook onze aandeelhouders niet choqueren. Heeft de wereld op termijn meer palmolie nodig of is het een doodlopend straatje? Dat is wat telt, en wij denken het eerste,” zo klonk het.

Wat zijn de verwachtingen

DE RECENTE ZWAKTE VAN de palmolieprijzen is volgens KBC Securities het gevolg van een combinatie van gebeurtenissen die metertijd zouden moeten verdwijnen: geopolitieke spanningen, invoerrechten en bumpergewassen. Ze zijn ervan overtuigd dat deze druk geleidelijk zal verdampen. Bovendien zijn ze van mening dat de fundamentele van de industrie wijzen op een structureel onevenwicht tussen vraag en aanbod dat op termijn de palmolieprijzen zal ondersteunen. Het huidige lage prijsniveau zal deze trend verder versnellen omdat (her)beplanting en bemesting worden teruggeschroefd.

Expansiegevecht om areaal

Plantagegroepen: oppervlakte per duizend hectaren eigen plantages (2017)



■ Plantages
■ Plantages + andere activiteiten
■ SIPEF (= plantages)

	2016	2017	Vershil
Totaal	3.527	3.546	0,5 %
SIPEF	60,64	60,30	14,3 %

De mening van KBC

VOOR KBC SECURITIES is het belangrijk dat Sipef kan terugvallen op activa van hoge kwaliteit met een laag break-even niveau. Met zijn jonge plantages en hoge opbrengsten zijn ze ervan overtuigd dat Sipef op middellange termijn een verdere groei van de productie zal zien.

De degelijkheid van de balans in combinatie met een uitstekend managementteam zorgen voor een extra duwtje in de rug, terwijl ook de aanwezigheid van AvH in het bestuur en het kapitaal een interessante troef is. Dat bleek begin dit jaar ook al bij de overnames in Indonesië, toen Ackermans & van Haaren samen met de andere aandeelhouders in de buidel tastte.

Koersdoel en waardering

OOK MET DE WAARDERING zit het trouwens snor. Sipef noteert aan 7,3× de verwachte EV/EBITDA voor 2018 en aan een koerswinstverhouding van 15×. Voor de sector is dat respectievelijk 10,3× en 25×. Voldoende elementen om de aandelen een ‘kopen’-aanbeveling te geven. Het koersdoel bedraagt 70 euro, goed voor een opwaarts potentieel van zo’n 40%.

Redactie 14 december 2018

www.sipef.com

Sipef	14	15	16	17	18E	19E	20E
Omzet	286	226	267,0	321,6	289,1	325,3	347,2
REBITDA (€m)	70	50	76,3	125,6	93,4	111,2	123,0
REBITDA marge	24,4 %	22,2 %	28,6 %	39,0 %	32,3 %	34,2 %	35,4 %
Netto resultaat	56	27	39,9	139,7	42,7	51,8	59,7
P/E	15,1 x	25,0 x	12,3 x	8,4 x	16,1 x	11,7 x	10,2 x
EV/EBITDA	8,8 x	10,0 x	6,8 x	4,2 x	7,1 x	6,4 x	5,7 x
Koers/boekwaarde	1,2 x	1,2 x	1,1 x	1,2 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
Rendement op vrije cash flow	4,6 %	-3,7 %	2,1 %	8,2 %	4,3 %	3,1 %	5,3 %
Dividendrendement (bruto)	2,3 %	1,1 %	2,5 %	2,5 %	2,9 %	3,1 %	3,5 %
Nettoschuld (€m)	26,5	51,4	46,2	83,7	58,3	59,7	48,9
Net debt/REBITDA	0,38 x	1,02 x	0,61 x	0,67 x	0,62 x	0,54 x	0,40 x
Omzet-groei	-0,1 %	-21,0 %	18,2 %	20,5 %	-10,1 %	12,5 %	6,7 %
REBITDA-groei	2,3 %	-28,0 %	52,2 %	64,6 %	-25,6 %	19,1 %	10,7 %
Netto winstgroei	-0,2 %	-51,8 %	49,2 %	250,3 %	-69,4 %	21,2 %	15,4 %

Bron: KBC Securities