

Greenyard Foods: hernieuwde kennismaking

De analyse van een beursgenoteerd bedrijf is een leerproces, dat, afhankelijk van de aard van het bedrijf, traag of snel kan verlopen. Een bedrijf uit de voedingssector is niet zo complex, maar als de structuur van het bedrijf regelmatig wijzigt, moeten we wel steeds opnieuw beginnen. Dat is de situatie met Greenyard Foods dat in de voorbije 10 jaar enkele keren sterk van structuur veranderd is, een klein overzichtje.

Het vroegere Pinguïn deed enkele buitenlandse acquisities (o.a. in Frankrijk en Groot-Brittannië) om dan zwaar uit te pakken met de overname van Lutos. Niet veel later werd Lutos met een mooie meerwaarde verkocht. In de daaropvolgende fase nam het de conservengroep Scana Noliko over, waarna de naam van de groep in Greenyard Foods veranderde. In juni 2015 volgde dan de fusie met Univeg en Peatinvest, bedrijven onder controle van de meerderheidsaandeelhouder Hein Deprez. En die nieuwe fusiegroep deed ook al een acquisitie (zie verder).

In een document van juni 2015 dat nog steeds beschikbaar is op de VFB-website gingen we al in op deze transactie en gaven we de pro-forma cijfers weer van de nieuwe fusiegroep. Met de recente publicatie van de cijfers over het boekjaar 2015/16 kunnen we nu weer aan de slag om het bedrijf beter te leren kennen.

Drie segmenten Het nieuwe Greenyards Foods verdeelt zijn activiteiten in 3 segmenten, met name 'Fresh', 'Prepared' en 'Horticulture'. Fresh omvat de activiteiten van het vroegere Univeg in de distributie en bereiding van verse groenten en fruit. Prepared bestaat uit de diepvriesactiviteiten van het vroegere Pinguïn en uit Scana Noliko, actief in de verwerking van groenten en fruit, bijvoorbeeld in conserven. Horticulture betreft de activiteiten van Peltracom, actief in de tuinbouwsector (potgrond, schors, turf en bodemverbeteraars).

De cijfers over de boekjaren 2014/15 en 2015/16 (eindigend op 31 maart) zijn niet vergelijkbaar, daar de fusie van de verschillende bedrijven op 19 juni 2015 plaats vond. De publi-

catie van proforma cijfers laat ons wel toe om de prestatie in de 2 boekjaren te vergelijken. Zo daalde de omzet 1,1 %, de REBITDA ging 5,5 % achteruit. Wat het netto resultaat betreft, dat kwam uit op 17 miljoen euro (0,38 euro per aandeel), een vergelijkbaar cijfer is niet beschikbaar. Over dit boekjaar wordt een brutodividend van 0,20 euro uitgekeerd.

Het Fresh-segment zag de omzet 1,9 % dalen tot 3.248,8 miljoen euro. In feite een niet zo slechte prestatie, gelet op het feit dat men een Duitse klant, goed voor meer dan 10 % van de omzet, verloor. Enkele markten zoals Frankrijk, Groot-Brittannië en de VS deden het wel goed met een omzetgroei van 11 %. Ook sterk was de heel beperkte daling van de REBITDA (recurrente EBITDA), met slechts 0,5 %. Een hogere rendabiliteit bij de bestaande klanten en een herstel van minder rendabele activiteiten maakten dat mogelijk.

De omzet in het Prepared-segment steeg 1,7 %, het resultaat van 0,7 % organische groei en voor 1 % positieve wisselkoerseffecten. Die groei verhinderde niet dat het onder prijsdruk leed en last had van problemen m.b.t. een ERP-implementatie (beheerssoftware) in Frankrijk, waarvan de kosten geschat worden op 8 miljoen euro. Hierbij moet opgemerkt worden dat de tweede jaarhelft beter was met een REBITDA-stijging van 9,4 %.

Het Horticulture-segment, het kleinste van de 3 segmenten, zette de sterkste prestatie neer met een omzetgroei van 9,2 % en een identieke toename van de REBITDA. Innovatieve producten zorgen voor een 4 % omzetstijging, winterproducten voor 5 %.

| (in miljoen euro) | FY14/15 | FY15/16 | Δ 15/16 % |
|-------------------|---------|---------|-----------|
| Omzet | 4.012,3 | 3.967,3 | -1,1 % |
| Fresh | 3.310,5 | 3.248,2 | -1,9 % |
| Prepared | 635,4 | 646,4 | 1,7 % |
| Horticulture | 66,3 | 72,4 | 9,2 % |
| REBITDA | 144,1 | 136,2 | -5,5 % |
| Fresh | 75,7 | 75,4 | -0,4 % |
| Prepared | 59,9 | 51,6 | -13,9 % |
| Horticulture | 8,5 | 9,2 | 8,2 % |
| REBITDA-marge | 4,4 % | 2,3 % | n.r. |
| Fresh | 11,9 % | 11,7 % | n.r. |
| Prepared | 90,3 % | 71,3 % | n.r. |
| Horticulture | 5,9 % | 6,8 % | n.r. |
| Netto resultaat | n.b. | 17,0 | n.r. |
| Netto fin. schuld | 421,3 | 382,9 | n.r. |

De REBITDA betreft de recurrente EBITDA. Daar tegenover staan heel wat niet-recurrente elementen. Die hadden in totaal een positieve impact van 3,4 miljoen euro. Tegenover voor 14,6 miljoen euro negatieve elementen (overname- en herstructureringskosten, geschillen ...) was er een belangrijke 18 miljoen euro in positieve zin door de badwill bij de overname van Lutèce (badwill: aankoop-prijs onder boekwaarde wordt onmiddellijk in resultaat genomen, goodwill daarentegen wordt op de balans geplaatst). De overname van Lutèce werd op de laatste dag van het boekjaar (31 maart 2016) gefinaliseerd, zodat de cijfers zich wel op de balans bevinden, maar geen impact hadden op de resultatenrekening.

Moeilijke waardering Qua waardering en aanbeveling staan we voor een moeilijke opdracht, niet in het minst omwille van de beperkte kennis van de nieuwe groep. We herinneren eraan dat bij de fusie in juni vorig jaar een onafhankelijke partij het geheel tegen 17,07 euro per aandeel waardeerde. We maakten toen een kleine berekening op basis van een EV/EBITDA multiple (EV = Enterprise Value = beurswaarde + netto financiële schuld) die op een niet zo lage 8,37 uitkwam. Op basis van de huidige koers en de proforma cijfers over 2015/16 is dat 7,21. Maar met een correctie van 8 miljoen euro voor de kosten van het Franse ERP-project, wordt dat een meer aantrekkelijke 6,8. We houden dan ook nog geen rekening met de integratie van Lutèce en de verdere groei van het Fresh-segment. We zouden dan ook aanraden om tegen de huidige niveaus een eerste instap te overwegen. In de loop van de volgende maanden zullen we een meer gedetailleerde waardering presenteren op basis van onze conservatieve DCF-methode.



GERT DE MESURE
ANALIST VFB

REDACTIE 8 JUNI, KOERS 13,60 EURO
WWW.GREENYARDFOODS.COM