

Sipef: wachten tot de storm voorbij is



Steven Vandebroek
Senior Financial Writer
Bolero.be



Tom Simonts
Bolero marktspecialist/
auteur Beurs bij 't Ontbijt

KBC Securities ging graven in de cijfers van Sipef en concentreerde zich op de kernpunten van de beleggingscase. De analisten geloven dat de nadelen vrij beperkt zijn, al zien ze niet meteen structurele triggers op korte termijn. Toch blijft Sipef een aantrekkelijke speler die zeker wat aandacht verdient, want bij stijgende palmolieprijzen, zal het aandeel Sipef ongetwijfeld volgen.

Voor we in de beschrijving van de activiteiten van de groep duiken en daar de resultaten uit puren, eerst een beetje geschiedenis. Sipef, voluit Société Internationale de Plantations et de Finance, werd in 1919 opgericht en had als voornaamste doel om plantageondernemingen in tropische en subtropische gebieden te ontwikkelen en te beheren.

De groep week in haar geschiedenis nauwelijks af van haar oorspronkelijke mission statement, maar zette wel zijn bakens verder uit en evolueerde naar eigen zeggen naar een gediversifieerde agro-industriële groep, met productie- en exportfaciliteiten in Azië, Oceanië, Afrika en Zuid-Amerika die grote plantages in de traditionele culturen zoals rubber, palmolie en thee beheert.

Op zoek naar meer diversificatie in het aanbod werden daar later ook onder meer bananen, ananassen, sierplanten, guave en peper aan toegevoegd. Even werd er ook een zijsporang gemaakt richting vastgoed in België en de Verenigde Staten, maar die belangen werden ondertussen weer volledig afgebouwd. Gezien de blootstelling tegenover grondstoffen en het feit dat die verscheept moeten worden, zette Sipef in de loop van de jaren ook een verzekeringspoot op.

Het laatste decennium concentreert Sipef zich in de agro-industrie uitsluitend op de productie van palmolie, rubber en thee (in Indonesië en Papoea-Nieuw-Guinea) en van bananen (in Ivoorkust). Deze eigen producten verkoopt de groep over de hele wereld. Eind 2014 beslaan de plantages een plantage oppervlakte van 67.989 hectare.

Activiteiten	2014	2013R	2012R	2011R	2010NR
Totale eigen productie van de geconsolideerde ondernemingen (in ton)					
Palmolie	219 623	206 476	214 521	206 476	192 156
Rubbel	9 675	9 773	9 757	8 464	9 608
Thee	2 816	2 850	2 869	2 626	3 097
Bananen	23 595	22 325	23 916	19 297	20 639

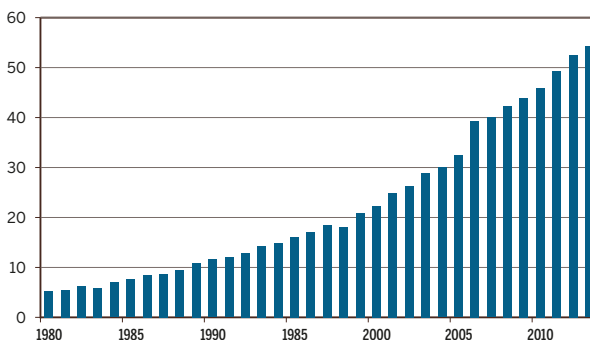
Bron: Jaarverslag Sipef 2014

Huidige stand van zaken De omzet van Sipef bestaat voor ongeveer 80% uit palmolieactiviteiten. De situatie op de palmoliemarkt is dan ook van groot belang voor de inkomsten van de groep en dus nemen we de palmoliemarkt eens onder loep.

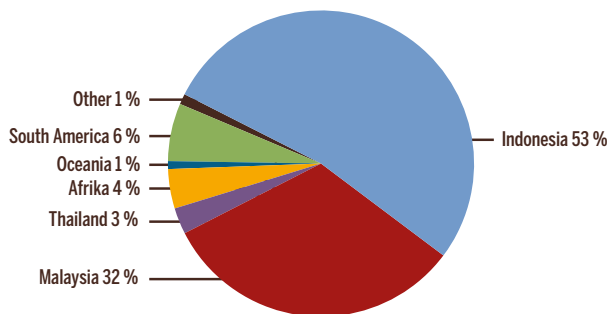
Jonge bomenpopulatie houdt productiedaling tegen.

De productie van palmolie is het voorbije decennium spectaculair gestegen omdat de prijzen de pan uit swingden. Het aantal nieuwe plantages is nu weliswaar fors gedaald, maar gezien de relatief jonge leeftijd van de totale bomenpopulatie wordt niet meteen een enorme daling van de palmolieproductie (bomen kunnen tot 30 jaar produceren) verwacht.

Global palm oil production (in million tonnes)



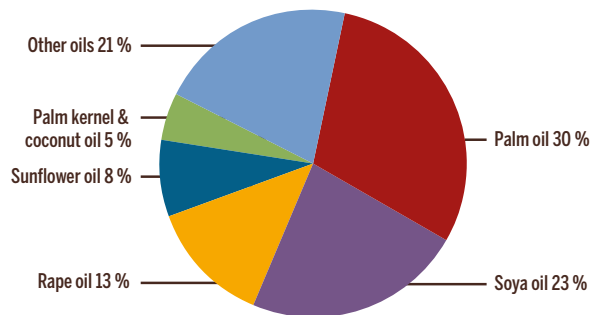
Main producing regions (2014)



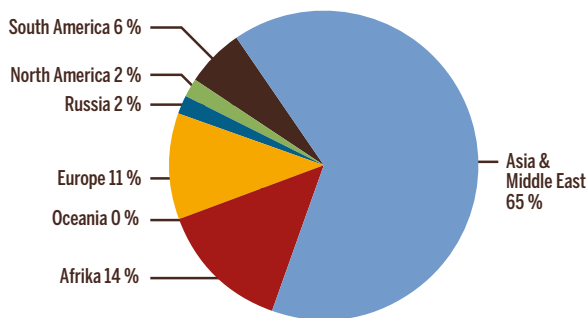
Zal biobrandstof heil brengen?

Biobrandstof is een belangrijk element bij de vraag naar palmolie, maar door de dalende ruwe olieprijs en de stren-

Vegetable oil (2014)



Consumption by region (2014)

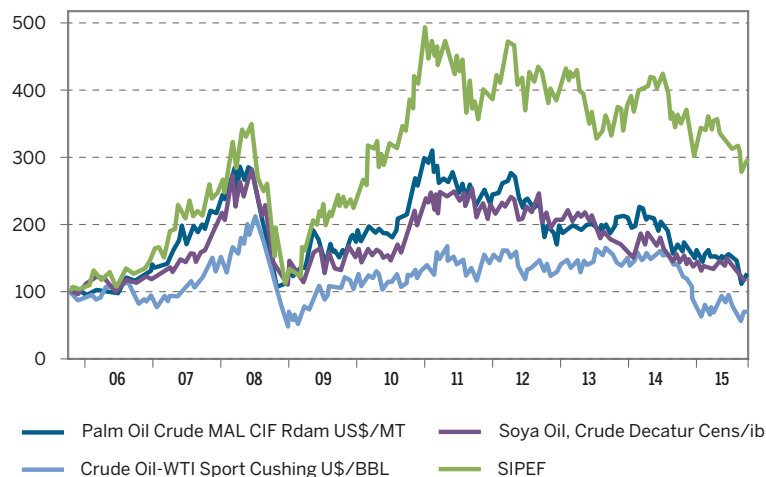


gere overheidsfinancieringen is biobrandstof economisch minder aantrekkelijk geworden. Biobrandstof is verantwoordelijk voor de stijgende vraag en is de aanleiding tot prijschommelingen, dus als het terug de concurrentie kan aangaan, zal ook de vraag naar palmolie waarschijnlijk opnieuw stijgen.

Ruwe olie: de 'swing factor'

De palmolieprijzen hangen nauw samen met de ruwe olieprijs. Als de ruwe olieprijs opnieuw gaan stijgen, zullen de palmolieprijzen volgen. Een hogere prijs voor ruwe olie zal de vraag naar biobrandstof immers mee ondersteunen en alternatieve oliën en vetten mee op sleeptouw nemen.

Rebased crude, palm, soya oil & Sipef price



Zijn er jokers in het spel?

De onlangs ingevoerde maatregelen om het verbruik van biobrandstof in Indonesië te stimuleren, zouden een belangrijke invloed kunnen hebben op de vraag naar palmolie, maar

ze zullen waarschijnlijk pas worden uitgevoerd wanneer de ruwe olieprijs biobrandstof weer concurrentieel maken. El Niño zou de productie voor 2016 kunnen verstoren, maar nu is het nog te vroeg om de gevolgen daarvan te zien.

Is Sipef in staat om kansen te grijpen?

Met de verwachte kapitaalinvesteringen van 50 miljoen dollar in boekjaar 2015, gaan de analisten van KBC Securities ervan uit dat Sipef dichtbij zijn impliciete solvabiliteitsdoelstelling (max. 10%) zal komen. De financiële ruimte voor bijkomende overnames is dus relatief beperkt – zelfs als de kapitaalinvesteringen tijdelijk worden uitgesteld –

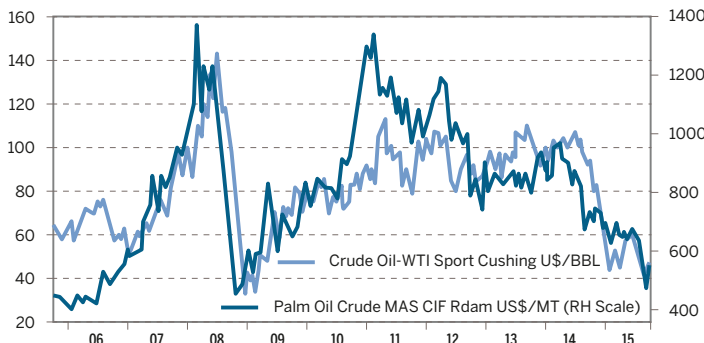
tenzij de Raad van Bestuur zijn greep op de schulden wat versoepelt. Dit zal mogelijk enkel overwogen worden voor grotere transacties die de positie van Sipef aanzienlijk kunnen verbeteren. De verkoop van niet-kernactiva zou voor bijkomende flexibiliteit kunnen zorgen (minstens 60 miljoen dollar), maar dat is een langdurig proces, zoals is gebleken bij de verkoop van GRH.

Stevige productiecijfers voor het derde kwartaal

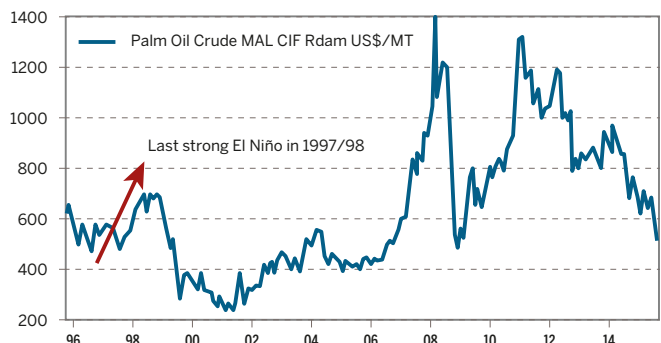
Sipef maakte stevige productiecijfers voor palmolie bekend voor het derde kwartaal 2015. Dit zijn de belangrijkste elementen uit de kwartaalupdate:

- De palmolieproductie steeg met 16% in het derde trimester. Hierdoor werd de productiedaling van begin dit jaar meer dan goedgemaakt. Het gecumuleerde jaarvolume ligt nu 7,3% hoger dan het voorbije jaar.

Prijsevolutie ruwe olie en palmolie



Impact van een sterke El Niño



- De palmolieprijzen lijden onder het grote aanbod van overige plantaardige oliën en de zwakkere petroleummarkten, maar trekken recentelijk opnieuw aan door de verwachte effecten van El Niño.
- De rubberproductie daalde met 8,7%. De rubbermarkten blijven bovendien zwak zonder een direct vooruitzicht op betere prijzen.
- Door de impact van twee droge maanden ging de theeproductie 24,9% achteruit.
- De bananendivisie (volume + 23,1%) deed het wel goed en heeft daarmee de moeilijke start van begin dit jaar volledig gecompenseerd.
- De lage verkoopprijzen zijn de voornaamste reden voor een beduidend lagere winstverwachting voor het jaar 2015. Opportuniteit of nog te vroeg?

Prijzen zullen eerder stijgen dan dalen

Volgens KBC Securities is de kans relatief klein dat de palmolieprijzen en het Sipef-aandeel verder zullen dalen, maar als en wanneer de waarde van palmolie opnieuw in de lift zal zitten, dan zal de waarde van het Sipef-aandeel volgen. Momenteel hebben ze onvoldoende zicht op de middellange termijn. Ze houden al rekening met een lichte prijsverhoging voor volgend jaar ten opzichte van de huidige niveaus (van 525 dollar/ton naar 600 dollar/ton). Dat is volgens hen gerechtvaardigd en ze zien daarvoor bevestiging in de termijncurve, die wijst op een prijsverbetering. Op basis van die cijfers staat Sipef genoteerd tegen $9,2 \times \text{EV/EBITDA } 2016$ en $15,9 \times \text{K/W } 2016$.

Wachten op meer duidelijkheid om een optimistischere houding aan te nemen

Op basis van het voorgaande blijft KBC Securities-analist Alan Vandenberghe voorlopig liever aan de zijlijn staan. Hij blijft evenwel alert omdat de situatie snel kan veranderen. Hij herhaalt zijn 'Houden'-aanbeveling en zijn koersdoel van 46 euro. Sipef wordt volgens de KBC Securities-analist voorzichtig beheerd en heeft wel wat flexibiliteit op de balans. Het lage break-evenpoint van zijn plantages moet het bedrijf beschermen, zelfs als de palmolieprijzen laag blijven.

In het verleden noteerde Sipef altijd met een korting ten opzichte van zijn concurrenten. Die kloof is geleidelijk kleiner geworden door de conservatieve balans (lage schuldenratio), een solide beheer en een relatief jonge bomenpopulatie.

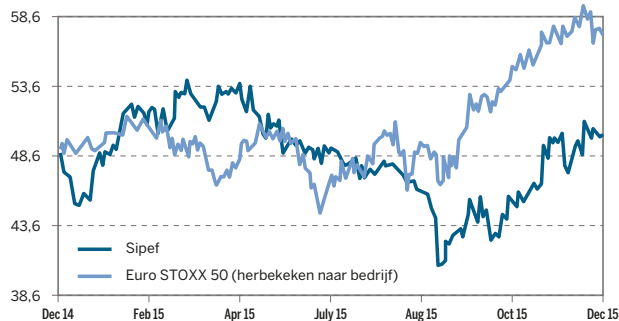


REDACTIE 10 DECEMBER 2015

KOERS 50,25 EURO

WWW.SIPEF.BE

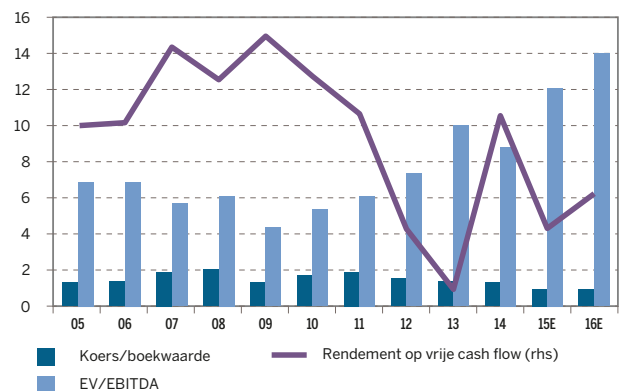
Koersverloop Sipef (1 jaar)



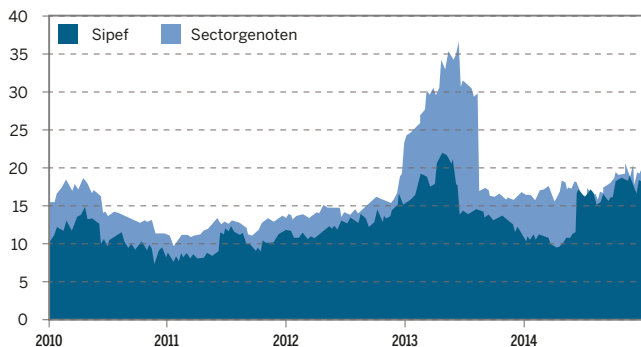
Koersverloop Sipef (5 jaar)



Waarderingsmultiples Sipef



Spaanse P/E (1 Y forward)



Waarderingsmultiples Sipef

