



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## TER BEKE

18 april 2018

Koers	171,50
Aantal aandelen (m)	1,733
Marktkapitalisatie (m)	297,1

Eigen vermogen FY17	123,70
Netto fin. schuld FY17	126,93

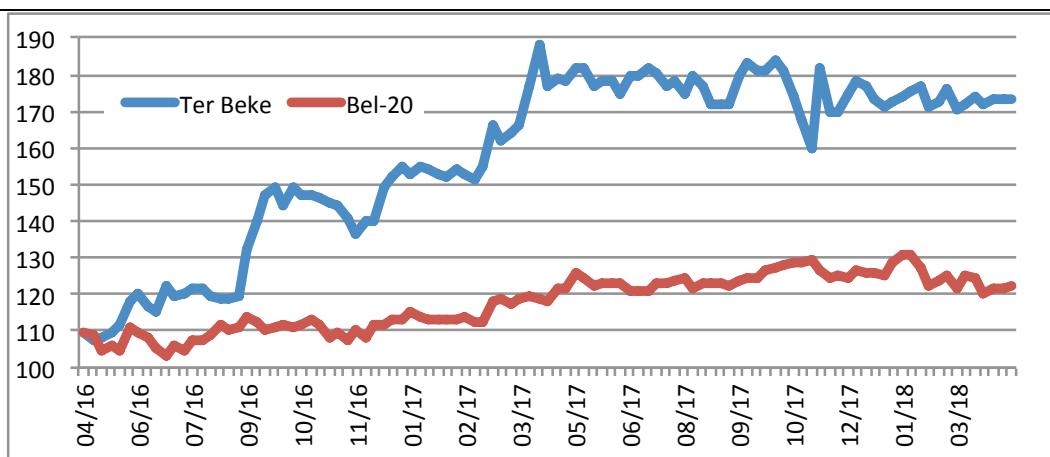
ROE '17	13,8%
---------	-------

(in miljoenen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY17PF	FY18E
Bedrijfsopbrengsten	407,20	399,73	396,32	418,56	508,56	680,50	703,00
Groei in %	-3,3%	-1,8%	-0,9%	5,6%	21,5%	33,8%	3,3%
EBIT	10,598	13,844	15,829	18,190	22,018	23,750	29,700
EBIT%	2,6%	3,5%	4,0%	4,3%	4,3%	3,5%	4,2%
EBITDA	28,602	31,418	34,273	37,735	38,409	50,200	56,000
EBITDA%	7,0%	7,9%	8,6%	9,0%	7,6%	7,4%	8,0%
Financieel resultaat	-1,542	-1,402	-1,201	-0,429	-1,444	-3,850	-3,600
Netto resultaat	6,202	8,132	10,298	12,542	17,107	14,200	19,050

	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY17PF	FY18E
Winst per aandeel	3,58	4,69	5,94	7,24	9,87	8,20	10,99
Netto dividend	1,875	1,875	2,555	2,450	2,800	2,800	2,940
Koers/winstverhouding *	15,98	13,51	16,79	19,35	17,37	20,93	15,60
Dividendrendement *	3,3%	3,0%	2,6%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%

\*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2017, 2017PF en 2018E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



## Bedrijfsomschrijving

Ter Beke werd opgericht in 1948 als een eenmanszaak, in 1980 volgde de omvorming tot een naamloze vennootschap. De stap naar de beurs in 1986 ging hand in hand met een ambitieuze groeistrategie, gekenmerkt door overnames. Van oorsprong een vleeswarengroep, werd in het midden van de jaren '90 de basis gelegd van een meer gediversifieerde voedingsgroep via een eerste investering in een lasagneproducent. Door de fusie van Ter Beke's vleeswarenafdeling met Pluma kregen de vleeswaren opnieuw een dominant deel van de groepsomzet.

In 2011 werd de Poolse joint-venture in bereide gerechten The Pasta Food Company opgericht. Begin 2015 werd er de eerste productielijn opgestart. In 2015 verwierf het 33% van de Franse pastaproductent Stefano Toselli. In 2017 nam het de volledige controle over Stefano Toselli, kocht het de overige 50% in The Pasta Food Company en verrichtte het overnames in Nederland in vleeswaren en in Groot-Brittannië in bereide gerechten.

Ter Beke heeft 13 industriële vestigingen, gelegen in België (5) en Nederland (5), Frankrijk (1), Polen (1) en Groot-Brittannië (1) en telt 2.600 personeelsleden. In vleeswaren ambiëert de groep het marktleiderschap in de Benelux, voor verse lasagne is het marktleider in Europa. Vleeswaren vertegenwoordigden in 2017 62% van de omzet, de afdeling koelverse gerechten 38%.

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## **Overnames**

Om de resultaten van 2017 te kunnen interpreteren, is het nuttig eerst een overzicht te maken van de verschillende acquisities die Ter Beke in 2017 verricht heeft. In totaal 'kocht' Ter Beke tussen 260 en 270 miljoen euro omzet, te vergelijken met 419 miljoen euro eind 2016.

- Stefano Toselli en The Pasta Food Company: na in 2015 al 33% van Stefano Toselli verworven te hebben, legde Ter Beke in 2017 de hand op de resterende 67%. Daarnaast kocht het van de aandeelhouder van Stefano Toselli de overige 50% in de Poolse joint-venture The Pasta Food Company. We schatten de jaaromzet van Stefano Toselli op 75 tot 80 miljoen euro, de omzet van de joint-venture op 10 tot 12 miljoen euro.
- Cebeco Meat Products Netherlands: begin december 2017 verwierf Ter Beke de business unit Fresh van Zwanenberg Food Group met de naam Cebeco. Ze produceert en verkoopt gesneden vleeswaren, ambachtelijke snijpalen en delistukken op de Nederlandse markt. Ze telt 3 productielocaties (Aalsmeer, Borculo en Zoetermeer) en heeft haar hoofdkwartier in Almelo. De eenheid had een omzet van 130,6 miljoen euro in 2016 en is sterk complementair met Ter Beke qua dekking van de grote Nederlandse. Daarnaast is ze ook actief in foodservice, waarin Ter Beke weinig actief is. Net als Ter Beke realiseert ze een zeker percentage van haar omzet onder eigen merken. Offerman wordt de nieuwe naam van de overgenomen entiteit. De verkoper stoot de vleeswarendivisie af om zich te kunnen concentreren op conserven, waarin ze een belangrijke acquisitie verricht heeft.
- KK Fine Foods: deze Britse groep werd in september 2017 overgenomen, Ter Beke verwierf 90%, 10% blijft in handen van de zoon van de oprichter die het bedrijf zal blijven leiden. Ter Beke heeft een optie om die 10% binnen 3 tot 5 jaar over te kopen. KK is een producent van verse bereide gerechten, die diepgevroren verkocht worden. Het is vooral actief in foodservice. Het levert een heel breed gamma van maaltijden in kleinere hoeveelheden en als privémerk. Het productengamma is complementair met dat van Ter Beke. De eerste focus ligt op verdere groei in Groot-Brittannië en op de automatisering van de productie. De omzet in 2016 bedroeg 39,3 miljoen euro.

Op de analistenvergadering gaf het management (CEO en CFO) wat meer duiding bij de verschillende overnames. Het is duidelijk dat er in de markt van bereide gerechten in West-Europa niet zo veel spelers actief zijn die aan de eisen van de distributiegroepen kunnen voldoen. Ook niet onbelangrijk is dat Ter Beke in beide segmenten de hele waardeketen dekt en meer doet dan gewoon een product leveren, zeker in de versnijding in vleeswaren is dit een heel belangrijk aspect. Naast logistiek, denken we aan innovatie van verpakkingen en aan categorie management. Wat de markt van de vleeswaren betreft, is het management er wel van overtuigd dat er nog meer consolidatie nodig is. Of Ter Beke hier een rol zal in spelen, is niet direct duidelijk.

Wat de overnames en hun integratie in de groep betreft, is er nog niets geweten over mogelijke synergievoordelen. Dat zal in de loop van 2018 duidelijk moeten worden. Feit is wel dat Ter Beke in Europa marktleider is geworden in verse lasagne, dat het in de Benelux een serieuze stap heeft gezet richting marktleiderschap in vleeswaren en dat het in Groot-Brittannië een stevige voet zet. Groot-Brittannië is immers de grootste markt in Europa in verse gerechten. Bijkomend wordt de groep sterker in foodservice, zowel in Nederland als in Groot-Brittannië.

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## Resultaten 2017

(in miljoen euro)	2016	2017	Δ %
Omzet	418,563	508,555	21,5%
EBIT	18,190	22,018	21,0%
EBIT-marge	4,3%	4,3%	
EBITDA	37,735	38,409	1,8%
EBITDA-marge	9,0%	7,6%	
Fin. resultaat	-0,429	-1,444	
Belastingen	-5,258	-4,006	
Bijdrage equivalentie	0,059	0,571	
Nettowinst	12,562	17,107	36,2%
Winst per aandeel	7,25	9,87	36,1%

De cijfers van 2017 werden sterk beïnvloed door de verschillende overnames die in het jaar plaats gevonden hebben. Voor de details per segment verwijzen we naar de aparte paragraaf. Wat de rendabiliteit betreft, dient opgemerkt dat Ter Beke in 2017 sterk geleden heeft onder hogere grondstoffenprijzen. Het probleem manifesteerde zich vanaf de eerste jaarhelft en de verwachting was dat de situatie vanaf de tweede jaarhelft zou normaliseren.

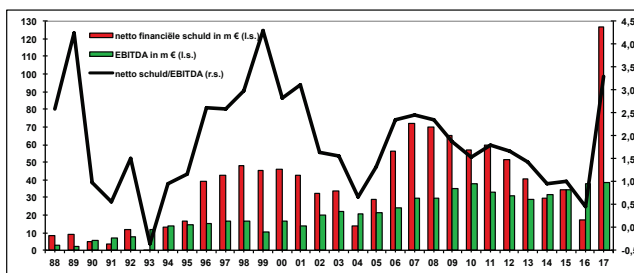
Die normalisering vond niet plaats in 2017 en wordt voor begin 2018 verwacht. Dat de sterke stijging van de grondstoffenprijzen en de competitieve omgeving in vleeswaren een beperkte impact hadden op de EBITDA-marge en helemaal geen op de EBIT-marge, heeft te maken met niet-recurrente elementen. Zo liepen de niet-toewijsbare kosten (niet toe te wijzen aan een van de 2 segmenten) in 2016 op tot -7,207 miljoen euro, om in 2017 terug te vallen tot -1,474 miljoen euro. Zo was er de een positieve impact van 6,689 miljoen euro onder de benaming 'resultaat stapsgewijze acquisitie'. Het betreft de herwaardering van de eerste 33% van Stefano Toselli naar de waarde van de 67% die aangekocht werd en van de 50% van The Pasta Food Company.

De omzet steeg 21,5% tot 508,6 miljoen euro. Beide divisies droegen bij tot die groei: vleeswaren +6,3% en bereide gerechten +58%. De EBITDA nam slechts 1,8% toe tot 38,4 miljoen euro. De EBIT daarentegen nam 21% toe, een gevolg van een belangrijke daling van niet-kaskosten (afwaarderingen/provisies). In 2016 waren er voor 2,177 miljoen euro afwaarderingen/provisies, in 2017 was er een terugname van afwaarderingen/provisies voor 2,439 miljoen euro, in de kering een positieve impact dus van 4,616 miljoen euro.

Bij de EBITDA en EBIT moet nog een bijkomende kritische noot geplaatst worden. Zo was er Het financiële resultaat ging een miljoen euro achteruit door hogere financieringskosten door een toename van de netto financiële schuld. De belastingen daalden door de eerste positieve impact van de daling van de Belgische vennootschapsbelasting. De bijdrage uit equivalentie betreft het winstdeel in The Pasta Food Company en in Stefano Toselli tot op het moment van de volledige overname in 2017. Daarna worden ze volledig geconsolideerd.

De nettowinst tot slot kwam uit op 17,107 miljoen euro (+36,2%), per aandeel is dat 9,87 euro. Het dividend wordt verhoogd van 3,50 naar 4 euro bruto.

De netto financiële schuld steeg 109,4 miljoen euro en kwam eind 2017 uit op 126,9 miljoen euro, door de acquisities en door een toename van het werkkapitaal.



VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## Segmentprestaties

<b>Vleeswaren</b>	<b>FY15</b>	<b>FY16</b>	<b>FY17</b>	<b>Δ 15/17%</b>	<b>Δ 16/17%</b>
Omzet	281,716	295,844	314,630	11,7%	6,3%
EBITDA	25,437	22,486	17,787	-30,1%	-20,9%
EBITDA%	9,0%	7,6%	5,7%		
EBIT	13,713	12,350	6,839	-50,1%	-44,6%
EBIT%	4,9%	4,2%	2,2%		
<b>Bereide gerechten</b>	<b>FY15</b>	<b>FY16</b>	<b>FY17</b>	<b>Δ 15/17%</b>	<b>Δ 16/17%</b>
Omzet	114,603	122,719	193,925	69,2%	58,0%
EBITDA	12,681	18,451	22,991	81,3%	24,6%
EBITDA%	11,1%	15,0%	11,9%		
EBIT	7,306	13,047	16,653	127,9%	27,6%
EBIT%	6,4%	10,6%	8,6%		

Na de afbouw van de zoutwaren in het segment **vleeswaren** in 2015, had Ter Beke in 2016 last van de Brexit (waardedaling GBP en verlies van een belangrijke klant), wat het meer dan compenseerde door groei in Nederland, meer bepaald in het domein van versnijding en verpakking, en door de introductie van een nieuw verpakkingsconcept (multilagen) met daaraan verbonden een omvangrijk contract met een Belgische distributiegroep. De omzet steeg 6,3% in 2017, zonder de overnames kwam de groei uit op 3,6%. De rendabiliteit kende niettemin een ferme knauw door een onverwachte en snelle stijging van de grondstoffenprijzen en de prijsdruk door de concurrentie. Elke speler wil immers zijn marktaandeel beschermen (en zijn volumes behouden) en wacht zo lang mogelijk om die hogere grondstoffenprijzen door te rekenen, met margedruk tot gevolg.

Op strategisch vlak ligt de geografische focus op de Benelux (volledig gamma) en op nicheproducten in Groot-Brittannië en Duitsland. Het voert een multikanaalbenadering, via discounters, de groothandel en de grote distributiegroepen. De focus ligt op huismerken, wel blijft de groep producten van haar merken, zoals Daniël Coopman, Pluma, Zonnenberg en Kraakvers, aanbieden.

Het segment **bereide gerechten** leed in 2015 onder het verlies van een belangrijk contract, maar was in 2016 helemaal terug met een omzetgroei van 7,1%. De lancering van een ganse reeks nieuwe producten en concepten wierp duidelijk zijn vruchten af. Naar de rendabiliteit toe, profiteerde het van de hogere omzet, de continue kostencontrole, alsook van de rationalisering van het productengamma (stopzetten van te kleine reeksen). De EBITDA van het segment nam in 2016 45,5% toe, de bedrijfswinst steeg zelfs 78,6% (!), dankzij iets lagere afschrijvingen. In 2017 was er de impact van de verschillende acquisities die de omzet 58% hoger duwde. De rendabiliteit kwam ook in dit segment onder druk door de hogere grondstoffenprijzen. Wel kon de impact hiervan gemilderd worden door aanpassing van de verkoopprijzen vanaf de 2<sup>e</sup> jaarhelft.

Ondertussen blijft de groep verder investeren in innovaties, wat zich uit door een uitbreiding van het productengamma, zowel voor de eigen als voor de huismerken. Daarnaast wordt de groep ook meer en meer succesvol in enkele Europese landen, dat zijn er reeds 36 in totaal. Zo is Ter Beke heel fier dat het lasagne exporteert naar Italië. Ook nuttig om weten is dat 25% tot 30% van de omzet van Stefano Toselli bestaat uit diepvriesproducten, wat de verre export ten goede komt, zoals bijvoorbeeld een klein contract met China. Nu Ter Beke de volledige controle heeft over het Poolse The Pasta Food Company zal de ontwikkeling ervan versneld worden. Bij de meeste klanten tekent het er een dubbelcijferige groei op (weliswaar van een lager niveau). Het Britse KK Fine Foods zal nog relatief zelfstandig blijven opereren. Eerst zal het nog moeten groeien in Groot-Brittannië, wel hoopt Ter Beke er te automatiseren en de efficiëntie te verhogen.

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

### **Conclusie**

De analyse van de gepubliceerde cijfers van 2017 is een minder nuttige oefening, enerzijds door de aanwezigheid van belangrijke niet-recurrente elementen, anderzijds door de gedeeltelijke consolidatie van de verschillende acquisities. Nuttiger is het daarom om de pro-forma resultatenrekening te bekijken die Ter Beke gepubliceerd heeft. Ze omvat de cijfers van de overgenomen bedrijven voor de volle 12 maanden en vormt de vertrekbasis voor de berekening van onze verwachtingen voor 2018.

De grote vraag voor 2018 is of de grondstoffenprijzen terug naar een meer normaal niveau zullen evolueren en hoe snel. Het management van Ter Beke had bij de analistenvergadering in september 2017 eerst aangegeven dat ze al een normalisering verwachtte in de tweede helft van 2017, maar dat bleek prematuur. Voorzichtigheidshalve gaan we uit van een beperkte verbetering van de rendabiliteit. We zien de omzet wel in zekere mate stijgen door een combinatie van factoren zoals groei van de Poolse vestiging, enkele commerciële synergievoordelen al met de overgenomen bedrijven en groei in België en Nederland in vleeswaren en in bereide gerechten en exportgroei. We verhogen ons koersdoel van 134 naar 151 euro per aandeel. Traditioneel houdt dit koersdoel geen rekening met groei na 2018, evenmin met een daling van de netto financiële schuld in de loop van 2018.

Gert De Mesure

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.