



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

TER BEKE

20 maart 2019

Koers	137,50
Aantal aandelen (m)	1,733
Marktkapitalisatie (m)	238,2

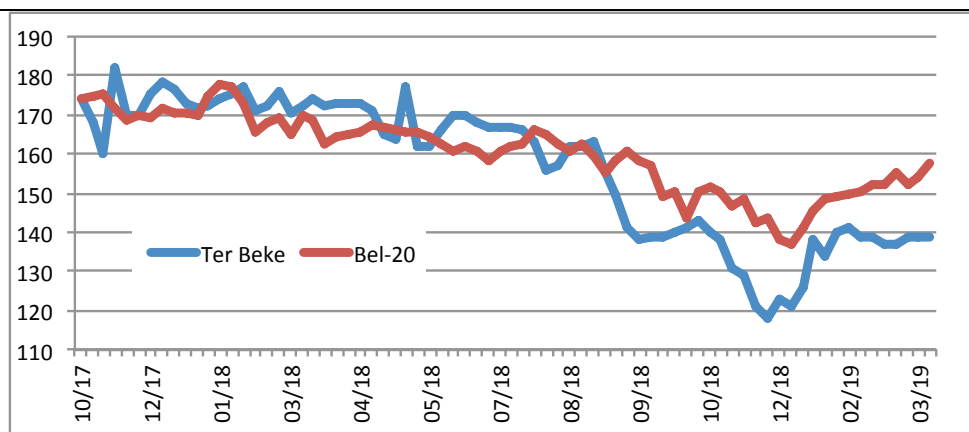
Eigen vermogen FY18	125,03
Netto fin. schuld FY18	122,68

ROE '18	5,8%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Bedrijfsopbrengsten	407,20	399,73	396,32	418,56	508,56	680,46	690,67
Groei in %	-3,3%	-1,8%	-0,9%	5,6%	21,5%	0,0%	1,5%
EBIT	10,598	13,844	15,829	18,190	22,018	16,218	24,000
EBIT%	2,6%	3,5%	4,0%	4,3%	4,3%	2,4%	3,5%
EBITDA	28,602	31,418	34,273	37,735	38,409	44,046	50,000
EBITDA%	7,0%	7,9%	8,6%	9,0%	7,6%	6,5%	7,2%
Financieel resultaat	-1,542	-1,402	-1,201	-0,429	-1,444	-3,390	-2,600
Netto resultaat	6,202	8,132	10,298	12,542	17,107	7,241	14,400

	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	3,58	4,69	5,94	7,24	9,87	4,18	8,31
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	17,49	32,90	16,54
Dividendrendement *	3,3%	3,0%	2,6%	1,7%	1,6%	2,0%	2,1%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E 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 12 industriële vestigingen, gelegen in België (5) en Nederland (4), Frankrijk (1), Polen (1) en Groot-Brittannië (1) en telt 2.600 personeelsleden. In vleeswaren ambieert de groep het marktleiderschap in de Benelux, voor verse lasagne is het marktleider in Europa. Vleeswaren vertegenwoordigden in 2018 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

Het aanzicht van de groep kende een grote omwenteling door overnames. We lijsten deze kort op, wat toelaat om de huidige stand van zaken beter te begrijpen. In totaal 'kocht' Ter Beke tussen 260 en 270 miljoen euro omzet, te vergelijken met de omzet van 419 miljoen euro in 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. Offerman wordt de nieuwe naam van de overgenomen entiteit.
- 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. 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 omzet in 2016 bedroeg 39,3 miljoen euro.

Algemene marktomstandigheden

1) Vleeswaren

- Daling van de consumptie leidt tot een capaciteitsoverschot in de markt. In België daalde de productie van 125.000 naar 120.000 ton. Diverse concurrenten willen dan hun vrije capaciteit opvullen tot elke prijs, wat tot een zekere prijsdruk leidt.
- Toenemende vragen/eisen van de retailers (voedselveiligheid, verpakking, ...) creëren opportuniteiten om zich te onderscheiden van de concurrentie, maar dit vraagt bijkomende investeringen en aanpassingen.
- Meer schapruimte in de winkel voor alternatieven (vegetarisch, ...)
- De vleeswarenmarkt in de Benelux heeft een groothandelswaarde van 2,6 miljard euro, op retailvlak is dat 4,1 miljard euro. Ruwweg betekent dit dat de retailers een brutomarge hebben van meer dan 40%, het productsegment is dus heel belangrijk voor die retailer, ook omwille van de hoge marktpenetratie (98,7% van de klanten kocht minstens eenmaal vleeswaren in het afgelopen jaar).
- De multinationals stappen uit het segment (bv. Unilever en Nestlé).

2) Koelverse gerechten

- De markt blijft bij de discounters
- Toenemende vragen/eisen van de retailers (voedselveiligheid, verpakking, ...) creëren opportuniteiten om zich te onderscheiden van de concurrentie, maar dit vraagt bijkomende investeringen en aanpassingen.
- Er zijn meer internationale contracten (van discountgroepen), tegelijk een opportuniteit en een uitdaging.

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

Specifieke commentaren over Ter Beke

1) Over beide segmenten

- Enerzijds zijn er bepaalde grondstoffen waarvan de prijzen stijgen (bv. kippenvlees), anderzijds zijn er waarvan de prijzen dalen (bv. varkensvlees)
- Ter Beke wordt getroffen door kosteninflatie, van energie en van personeel
- De integratie van de verschillende acquisities is afgerond
- Er werden belangrijke uitzonderlijke kosten geboekt in 2018 in beide segmenten

2) Vleeswaren

- De nieuwe CEO is van mening dat Ter Beke in vergelijking met de concurrentie minder goed is in productie: de receptuur kan aangepast worden, de efficiëntie kan hoger en op het vlak van de grondstoffen zijn er verbeteringen mogelijk
- Slicing in Veurne: na succesvolle testen voor een belangrijke Belgische distributiegroep mocht Ter Beke het concept op grotere, nationale schaal uitrollen. Dit ging echter gepaard met operationele problemen en met (tijdelijk) hogere kosten.
- De fabriek in het Nederlandse Zoetermeer werd gesloten. Het overbrengen van de activiteiten naar de andere fabriek kende wat operationele problemen en ging gepaard met extra kosten
- Offerman: overgenomen deel van Zwanenberg werd omgedoopt in Offerman. De food service activiteiten werd ge(her)lanceerd onder de nieuwe naam FairBeleg Food Service.

3) Koelverse gerechten

- De groep heeft een beperkt productassortiment, maar is in Europa alom vertegenwoordigd. In Portugal bijvoorbeeld levert ze aan alle grote distributeurs.
- Britse overname voegt nu diepgevroren maaltijden toe aan het gamma van de groep
- De resultaten kenden een belangrijke verbetering in 2018
- De Poolse vestiging doet het heel goed. De productie wordt er uitgebreid. Eerst werden er uitsluitend lasagneporties van 1 kilo geproduceerd, nu wordt een portie van 400 gram toegevoegd. De vraag in geheel Centraal- en Oost-Europa kent een gunstige evolutie.

Resultaten 2018

(in miljoen euro)	2017	2018	Δ %
Omzet	497,386	680,460	36,8%
REBIT	17,624	23,027	30,7%
REBIT-marge	3,5%	3,4%	
EBIT	22,018	16,218	-26,3%
REBITDA	36,858	50,219	36,2%
REBITDA-marge	7,4%	7,4%	
EBITDA	38,409	44,036	14,7%
Fin. resultaat	-1,444	-3,390	
Belastingen	-4,006	-5,587	
Bijdrage equivalentie	0,571	0,000	
Nettowinst	17,139	7,241	-57,8%
Winst per aandeel	9,89	4,18	-57,8%

De cijfers van 2018 omvatten voor het eerst alle overnames voor de volle 12 maanden. Een nieuwe IFRS-regel beperkt wel het omzetcijfer, doordat bepaalde kortingen of promoties voor klanten, nu onmiddellijk van de omzet afgetrokken moeten worden. Het omzetcijfer van 2017 werd in de tabel links aangepast, op blad 1 hebben we het oorspronkelijke cijfer van 2017 behouden. Op vergelijkbare basis was er een omzetcijfer van 1,9%. Die volledige consolidatie van de overnames liet de REBIT (recurrente bedrijfswinst) toe te stijgen met 30,7%.

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

Er waren niettemin belangrijke uitzonderlijke of niet-recurrente kosten die op het resultaat wogen en die de EBIT of bedrijfswinst drukten. Terwijl er in 2017 voor 4,4 miljoen euro positieve niet-recurrente elementen waren, waren die niet-recurrente elementen voor 6,8 miljoen euro negatief in 2018. De ruwe samenstelling was als volgt: 3,8 miljoen euro ontslagvergoedingen (verlichten van de managementstructuur), 1,25 miljoen euro kosten voor een strategische studie en 1,1 miljoen euro productie gerelateerde kosten (vooral in vleeswaren).

De REBITDA of recurrente EBITDA steeg 36,2% tot 50,219 miljoen euro. De EBITDA, zonder die niet-recurrente elementen, nam 14,7% toe tot 44,036 miljoen euro.

Het financiële resultaat ging bijna 2 miljoen euro achteruit. De gemiddelde financiële schuld lag in 2018 gevoelig hoger dan in 2017 door de overnames, waardoor de financieringskosten toenamen. Ook waren er wisselkoersverschillen, alsook herfinancieringskosten die de achteruitgang verklaren. De belastingen kenden een belangrijke stijging. De bijdrage uit equivalentie viel terug op nul, nu The Pasta Food Company en Stefano Toselli volledig geconsolideerd worden.

De nettowinst tot slot kende een gevoelig daling (-58%) door die niet-recurrente elementen en bedroeg 7,241 miljoen euro. Het dividend blijft ongewijzigd op 4 euro bruto.

De netto financiële schuld daalde van 126,9 miljoen euro eind 2017 naar 122,9 miljoen euro eind 2018. Die daling kwam er ondanks opnieuw belangrijke investeringen ten bedrage van 27,9 miljoen euro. Wel was er een positieve evolutie op het vlak van het werkkapitaal. Voor 2019 heeft de groep een investeringsbudget van 25 tot 30 miljoen euro.

Segmentprestaties

Vleeswaren	FY17	FY18
Omzet	314,630	420,146
REBITDA	17,593	18,935
REBITDA%	5,6%	4,5%
EBITDA	17,787	16,614
EBITDA%	5,7%	4,0%
EBIT	6,839	4,174
EBIT%	2,2%	1,0%
Bereide gerechten	FY17	FY18
Omzet	193,925	260,314
REBITDA	23,254	35,748
REBITDA%	12,0%	13,7%
EBITDA	22,991	33,841
EBITDA%	11,9%	13,0%
EBIT	16,653	23,674
EBIT%	8,6%	9,1%

Beide segmenten kenden door de overnames elk een belangrijke groei op omzetvlak. Wat de rendabiliteit betreft, werd vooral het segment vleeswaren getroffen door de niet-recurrente elementen die wogen op de EBIT. Ook de hogere afschrijvingen drukten het cijfer. De REBITDA kende wel een verbetering.

Het segment bereide gerechten zag zowel REBITDA, EBITDA als EBIT verbeteren. Onderliggend was er ook nog een verbetering van de marges. De betere benutting van de Poolse eenheid speelt hier zeker een rol in.

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

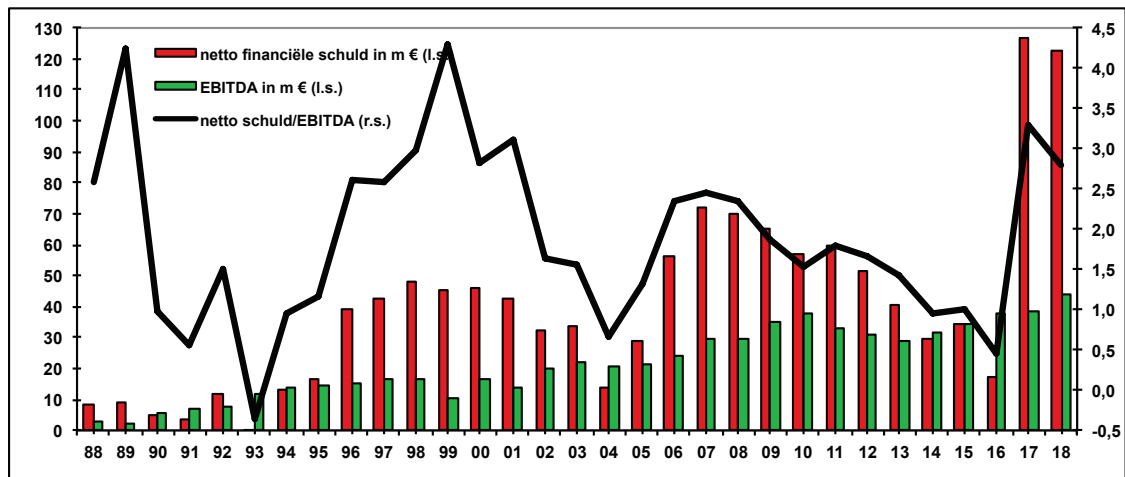
Vleeswaren	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Omzet	280,410	281,716	295,844	314,630	420,146
EBITDA	22,423	25,437	22,486	17,787	16,614
EBITDA%	8,0%	9,0%	7,6%	5,7%	4,0%
EBIT	11,404	13,713	12,350	6,839	4,174
EBIT%	4,1%	4,9%	4,2%	2,2%	1,0%
Bereide gerechten	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Omzet	119,320	114,603	122,719	193,925	260,314
EBITDA	12,410	12,681	18,451	22,991	33,841
EBITDA%	10,4%	11,1%	15,0%	11,9%	13,0%
EBIT	6,835	7,306	13,047	16,653	23,674
EBIT%	5,7%	6,4%	10,6%	8,6%	9,1%

Conclusie

De gepubliceerde cijfers van 2018 lagen iets onder onze verwachtingen, maar dit verandert onze appreciatie voor het bedrijf helemaal niet. Voor 2019 verwachten we qua omzet een lichte groei, vooral gedreven door de groei in koelverse gerechten in Centraal- en Oost-Europa en een beperkte groei in vleeswaren (lichte groei in slicing, lichte achteruitgang in vleesproductie). Door de afwezigheid van belangrijke niet-recurrente elementen zal het netto resultaat een belangrijke sprong voorwaarts kennen.

Ons koersdoel van 151 euro per aandeel van maart 2018 behouden we en zullen we revalueren na de publicatie van de halfjaarresultaten. We benadrukken dat dit koersdoel geen rekening houdt met de groei na 2019 en evenmin met een eventuele daling van de netto financiële schuld dit jaar (zal niettemin heel beperkt zijn).

Gert De Mesure

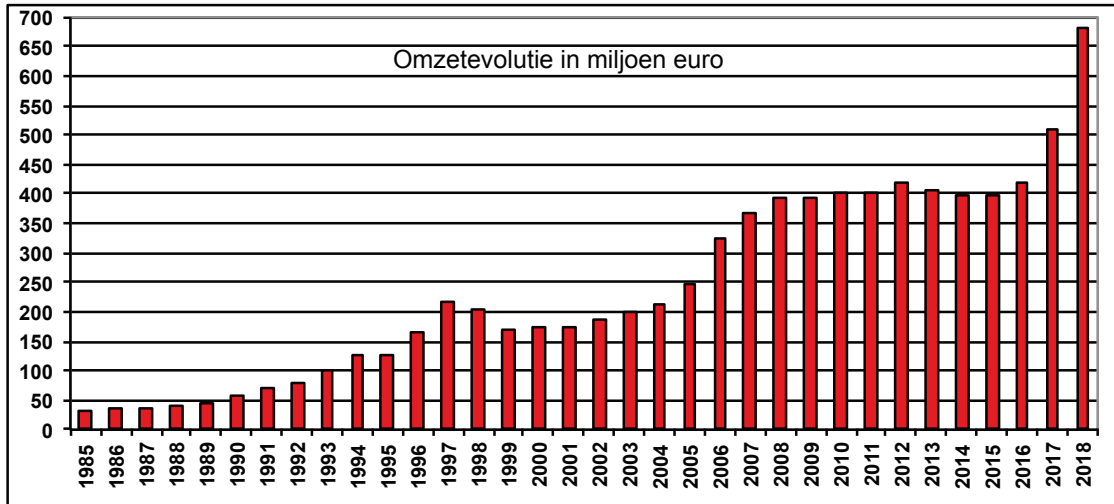


VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

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 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



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.