



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## MIKO

10 mei 2019

Koers	<b>114,00</b>
Aantal aandelen (m)	1,242
Marktkapitalisatie (m)	141,6

Eigen vermogen FY18	81,44
Netto fin. schuld FY18	44,29

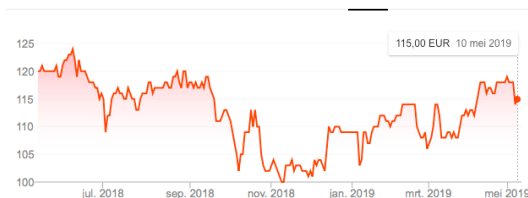
ROE '18	11,4%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Omzet	148,83	159,87	178,24	191,47	204,78	209,89	225,50
Groei in %	7,5%	7,4%	11,5%	7,4%	7,0%	2,5%	7,4%
EBIT	9,91	10,64	10,25	15,99	16,27	13,77	15,50
EBIT%	6,7%	6,7%	5,7%	8,4%	7,9%	6,6%	6,9%
EBITDA	19,07	20,73	22,18	27,24	28,99	25,57	28,00
EBITDA%	12,8%	13,0%	12,4%	14,2%	14,2%	12,2%	12,4%
Financieel resultaat	-0,70	-0,66	0,09	-0,94	-0,72	-1,02	-1,10
Netto resultaat	7,12	7,52	7,77	8,86	11,28	9,25	9,85

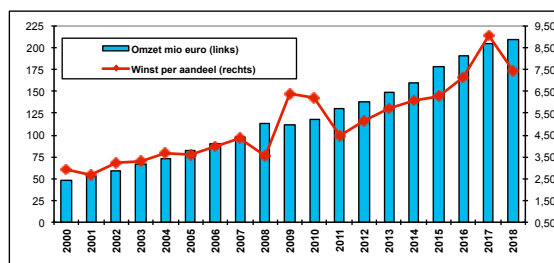
	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	5,74	6,06	6,26	7,14	9,09	7,45	7,94
Netto dividend	0,87	0,96	1,02	1,08	1,19	1,23	1,27
Koers/winstverhouding *	11,30	11,75	16,26	15,54	13,52	15,30	14,37
Dividendrendement *	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%

\*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E huidige koersen

Koersgrafiek



Evolutie omzet versus winst per aandeel



ANALYSE AANDELEN

## Bedrijfsomschrijving

Miko bestaat uit 2 afdelingen, enerzijds is er de koffieservice-afdeling goed voor 52% van de omzet in 2018, anderzijds is er de kunststofafdeling (48% van de omzet). In koffieservice richt ze zich op de out-of-home markt (horeca en bedrijven/kantoren). De groep heeft 23 vestigingen in 12 landen (België, Frankrijk, Nederland, Duitsland, Engeland, Denemarken, Zweden, Polen, Tsjechië, Slowakije, Noorwegen en Australië) met eigen service-organisaties. Alle landen worden vanuit België bediend met versgebrande koffie. Daarnaast verkoopt Miko via onafhankelijke verdelers in landen als Ierland, Finland, Hongarije, Roemenië, Bulgarije, Slovenië, Estland, Griekenland, Turkije, Canada, Zuid-Afrika, Suriname en de Nederlandse Antillen.

De kunststofafdeling heeft vestigingen in 5 landen. In België en Polen heeft men productie en opslag, in Duitsland en Frankrijk zijn er verkoopsfilialen, in Indonesië werd in 2014 50% gekocht van Innoware. Deze afdeling verricht activiteiten zoals spuitgieten (smelten van kunststofkorrels die dan onder hoge druk in matrijzen gespoten worden), thermoforming (extrusie van folie uit kunststofkorrels met focus op dozen voor de roomijs- en kaassector, alsook schalen voor kant-en-klaar maaltijden en kaasverpakkingen) en in-mould labelling. In 2018 werden technieken als inline extrusie en compression moulding toegevoegd.

Geografisch werd in 2018 15% van de omzet in België gerealiseerd, 11% in Groot-Brittannië, 19% in Duitsland, 9% in Frankrijk, 8% in Nederland, 15% in Zweden/Denemarken/Noorwegen, 8% in Polen en 15% in andere landen.

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.



# Demmes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## Overnames in koffieservice in 2018

2018 was een druk jaar voor Miko op het vlak van overnames in koffieservice. Zo verrichtte de groep 3 transacties, samen goed voor een omzet van 21 miljoen euro. Deze 21 miljoen euro is goed voor 18,6% van de omzet uit koffieservice in 2017 en voor 10,2% van de groepsomzet in 2017. Het gaat dus om relatief belangrijke transacties.

De omvangrijkste transactie vond plaats in juli 2018 met de overname van de Deense groep Maas die in financiële moeilijkheden zat. De jaaronzet bedraagt ongeveer 14 miljoen euro, maar deze zal ongetwijfeld dalen door het stopzetten van niet-rendabele contracten. Het bestaande management stapt in het aandeelhouderschap, waardoor Miko 75% zal aanhouden. Maas zal samenwerken met de andere Deense dochter, ABC Mokka, van de groep.

Eind augustus 2018 verrichtte Miko nog een overname in Groot-Brittannië. Het betrof The Office Coffee Company met een omzet van 2 miljoen euro. Dit bedrijf is meer gericht op de kantorenmarkt, zodat Miko relatief gezien iets minder afhankelijk wordt van de horeca.

Eind november 2018 tot slot lijfde Miko het Noorse Kaffebryggeriet in, goed voor een omzet van 5 miljoen euro. Miko zal dit bedrijf fusioneren met zijn 66%-filiaal A:Kaffe (overgenomen in 2015, had toen omzet van 1,8 miljoen euro). Van de nieuwe fusievennootschap zal Miko 90% bezitten

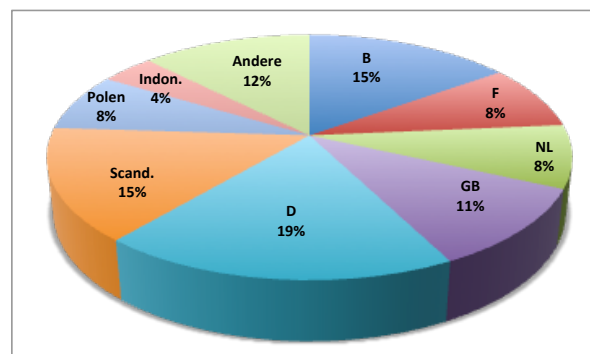
## Geografische omzetevolutie

Om de omzetevolutie in 2018 het best te begrijpen, richten we de blik op de geografische omzetverdeling vergeleken met 2017. De omzet nam in 2018 met 2,5% of met 5,1 miljoen euro toe. In de tabel rechts geven we een overzicht per land of regio. In Frankrijk (-6,6%), Groot-Brittannië (-4,1%), Nederland (-3,2%) en Duitsland (-0,1%) kan de omzetzijging toegeschreven worden aan de lagere koffieprijs die deels doorgerekend werden, alsook aan het extreme zomerweer in West-Europa.

In Scandinavië (+3,9%) was er een positieve impact door de acquisities, maar de aangroei werd getemperd doordat er in 2017 een groot contract in Denemarken geboekt is geweest. Na +25,9% in 2017 was er in Polen in 2018 een groei van 12,8%. De lokale vestiging levert er aan lokale bedrijven die vanuit Polen exporteren. De grootste groei werd gerealiseerd bij andere landen. Australië is goed voor een 3 miljoen euro hiervan, maar de belangrijkste landen zijn ondertussen Tsjechië en Hongarije.

In Hongarije gaat het bijvoorbeeld om een grote multinational die al zijn aankopen in Hongarije concentreert en er laat factureren, terwijl de productie voor heel Europa bestemd is.

(miljoen euro)	2017	2018	Δ 17/18
B	30,411	31,589	3,9%
F	19,180	17,909	-6,6%
NL	17,991	17,422	-3,2%
GB	23,127	22,185	-4,1%
D	39,308	39,275	-0,1%
Scand.	30,002	31,168	3,9%
Polen	14,235	16,054	12,8%
Indon.	7,984	8,214	2,9%
Andere	22,541	26,069	15,7%
<b>TOTAAL</b>	<b>204,779</b>	<b>209,885</b>	<b>2,5%</b>



---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## Resultaten 2018

De omzet steeg dus 2,5% tot 209,886 miljoen euro in 2018. De interne groei in koffieservice kwam uit op +1%, in kunststof was er ongeveer 3 miljoen euro meer omzet door een hogere omzet naar Duitsland. De EBITDA daalde 11,8%, de bedrijfswinst of EBIT ging eveneens achteruit (-15,3%). Naast een daling van de brutomarge met 1,2% door grondstoffenprijzen, kwamen de kosten 4,98% hoger uit, vooral door 0,8 miljoen euro eenmalige kosten voor de herstructurering in Denemarken en voor ontslag van een Belgisch directielid.

Daar er in 2017 enkele positieve elementen speelden (eenmalige contracten) en in 2018 eenmalige kosten waren, berekenden we de impact zonder die niet-recurrente elementen (zie tabel gecorrigeerde cijfers). We merken dan dat de EBIT 5,3% gestegen is in 2018, de EBITDA ging licht achteruit (-0,6%).

Het financieel resultaat daalde ongeveer 0,3 miljoen euro doordat Miko minder korting kreeg bij contante betalingen. Ondanks het lagere resultaat voor belasting, namen de belastingen toe. Dit is te verklaren doordat er in 2017 een positief effect was van 0,8 miljoen euro uit de uitgestelde belastingen door de daling van het tarief van de Belgische vennootschapsbelasting.

Dan is er nog de lijn 'deel derden'. Deze lijn omvat het deel van de winst van de filialen die Miko niet voor de volle 100% controleert, m.a.w. de winst die toekomt aan de minderheidsaandeelhouders van die filialen. Het gaat om 50% in het Indonesische Innoware, 25% in het nieuw gecreëerde Deense filiaal, 25% in het Duitse Miko Kaffee GmbH en 10% in het nieuw gecreëerde Noorse filiaal. De daling van het deel derden is het gevolg van de (tijdelijke) verliezen in Denemarken na de overname van het in moeilijkheden verkerende Maas.

De nettowinst, deel groep, daalde 18% tot 9,247 miljoen euro. Per aandeel is dat 7,45 euro.

Wat de vooruitzichten voor 2019 betreft, mogen we nu al stellen dat die relatief gunstig zijn. De consolidatie van de overgenomen bedrijven in koffieservice zal in 2019 een positieve impact van 12,5 miljoen euro hebben. In het segment kunststof mag Miko uitkijken naar de opstart van 2 belangrijke nieuwe contracten. In Turnhout moest hiervoor de opslag van koffieproducten wijken naar een gehuurd pand om plaats te bieden aan de nieuwe machines voor een nieuw contract, in Indonesië werd een groot contract voor yoghurtverpakking binnen gehaald. Beide contracten zullen slechts een impact hebben vanaf de tweede jaarhelft.

Onze verwachtingen voor 2019 verrekenen dus die 12,5 miljoen euro bijkomende omzet in koffieservice. Feit is wel dat de Deense acquisitie Maas een deel van zijn minder rendabele omzet zal laten vallen, wat gecompenseerd kan worden door interne groei in de andere landen. De marge in koffieservice zal verbeteren door het geleidelijke herstel van de rendabiliteit in Denemarken. We gaan ook uit van een licht positieve impact door de heel lage koffieprijsen.

In kunststof verrekenen we een zekere omzetgroei door de 2 nieuwe grote contracten. Het betreft een voorzichtige schatting daar we helemaal geen zicht hebben op de omvang van die contracten. Ook in dit segment gaan we uit van een licht hogere marge door minder druk vanwege de grondstoffenprijzen.

(in miljoen euro)	FY17	FY18	Δ 17/18
Omzet	204,779	209,886	2,5%
EBIT	16,265	13,769	-15,3%
EBIT-marge	7,9%	6,6%	n.r.
EBITDA	28,993	25,572	-11,8%
EBITDA-marge	14,2%	12,2%	n.r.
Financieel resultaat	-0,723	-1,024	n.r.
Belastingen	-3,249	-3,339	n.r.
Deel derden	-1,018	-0,158	n.r.
Nettowinst, deel groep	11,281	9,247	-18,0%
Winst per aandeel	9,09	7,45	-18,0%
EBIT gecorrigeerd	14,165	14,919	5,3%
EBITDA gecorrigeerd	26,793	26,642	-0,6%

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.

## Segmentresultaten

In de tabel hieronder geven we de belangrijkste cijfers van de 2 segmenten. In koffieservice merken we een omzetstijging van 2,5%, de resultante van de acquisities in 2018 en het wegvallen van het eenmalige order van 2017. De EBITDA (-17,5%) en de EBIT of bedrijfswinst (-26,1%) vielen in belangrijke mate terug, enerzijds door het wegvallen van dat eenmalige order in 2017, anderzijds door de verliezen van de Deense overname.

In kunststof was er een zekere omzetgroei van 3%, dankzij meer leveringen voor de Duitse markt (vanuit de Poolse productievestiging). Die hogere omzet kon niet omgezet worden in een hogere rendabiliteit: de EBIT of bedrijfswinst ging 7,4% achteruit, de EBITDA daalde 3,7%. Aan de basis hiervan lagen de hogere grondstoffenprijzen die niet volledig en onmiddellijk doorgerekend konden worden.

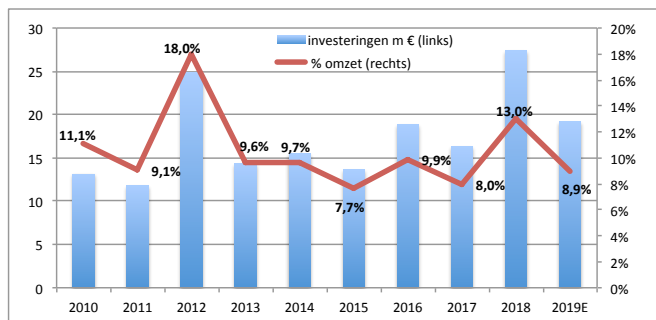
in miljoen euro	Koffieservice			Kunststof		
	2017	2018	Δ 17/18	2017	2018	Δ 17/18
Omzet	113,016	115,85	2,5%	96,915	99,860	3,0%
EBITDA	15,882	13,110	-17,5%	13,162	12,680	-3,7%
EBIT	10,730	7,930	-26,1%	6,251	5,790	-7,4%

De evolutie van de prestatie van de beide segmenten op een relatief lange periode laat er geen twijfel over bestaan: de groei is uitzonderlijk geweest. In de periode 2003/2018 steeg de omzet in koffieservice 153%, voor de afdeling kunststof was dat zelfs 327%. Wat ook opvalt, is dat de EBIT-marge in beide segmenten afkalfde doorheen de jaren, in koffieservice wel in iets mindere mate. In kunststof is die margedaling iets meer uitgesproken, wat deels te maken heeft met het snelgroeiende deel in thermoforming (65% in segmentomzet tegen 20% enkele jaren geleden), dat arbeidsintensiever is dan spuitgieten.

Koffie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	45,72	45,54	47,26	50,99	54,50	56,01	56,00	59,42	66,87	70,50	77,20	86,45	92,49	100,28	113,02	115,85
EBIT	3,64	3,91	4,13	3,27	4,23	3,69	4,07	4,40	2,20	3,61	3,77	6,85	5,48	6,26	10,73	7,93
EBIT-marge	8,0%	8,6%	8,7%	6,4%	7,8%	6,6%	7,3%	7,4%	3,3%	5,1%	4,9%	7,9%	5,9%	6,2%	9,5%	6,8%
EBITDA							6,96	7,52	5,75	7,43	8,71	11,43	9,98	11,31	15,88	13,11
EBITDA-marge							12,4%	12,7%	8,6%	10,5%	11,3%	13,2%	10,8%	11,3%	14,1%	11,3%
Kunststof	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	23,40	31,75	36,98	41,29	45,71	59,37	57,10	59,42	65,87	68,00	71,62	75,66	88,84	95,11	96,92	99,86
EBIT	2,13	2,36	3,17	3,86	3,24	3,29	7,29	6,02	5,55	5,66	6,84	4,20	5,42	10,05	6,25	5,79
EBIT-marge	9,1%	7,4%	8,6%	9,3%	7,1%	5,5%	12,8%	10,1%	8,4%	8,3%	9,6%	5,6%	6,1%	10,6%	6,4%	5,8%
EBITDA							11,79	10,42	9,40	9,97	10,83	9,49	12,17	16,19	13,16	12,68
EBITDA-marge							20,6%	17,5%	14,3%	14,7%	15,1%	12,5%	13,7%	17,0%	13,6%	12,7%

## Investerings

Jaar na jaar herhalen we dat Miko een echt groei-aandeel is. Een update van onze grafiek met de evolutie van de investeringen illustreert dat overduidelijk. In de periode 2010 tot 2018 kwamen de investeringen in totaal uit op 156 miljoen euro, te vergelijken met de huidige beurswaarde van 142 miljoen euro. We geven een overzicht van de investeringen.



**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

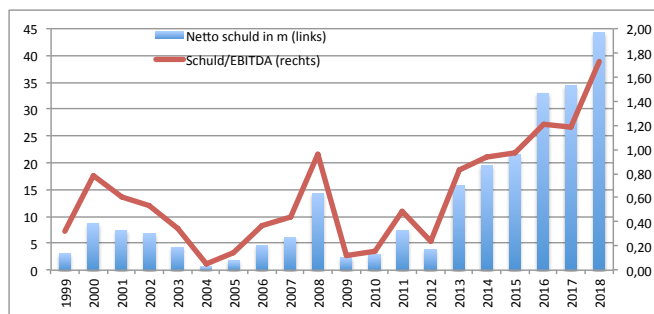
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Measure.

In 2015 installeerde Miko Pac Belgium (kunststof) een nieuwe productielijn en nam het initiatieven m.b.t. automatisering en robotisering. In 2016 werd ook nog een multilayer extruder in gebruik nemen. Deze produceert folie met een lagere doorlaatbaarheid van zuurstof, wat de houdbaarheid van het verpakte voedsel (kant-en-klaar maaltijden) ten goede komt. De productie verwelkomde in 2017 11 nieuwe spuitgietsmachines en bijhorende matrijzen, enkele van deze machines werden na revisie verhuisd naar Polen. In zijn Poolse productieëenheid werd de opslagcapaciteit gevoelig uitgebreid, tevens investeerde het in 2016 in een nieuwe thermoformlijn en de bijhorende infrastructuur. De thermoformingafdeling werd er in 2017 verder uitgebreid. Daarnaast werd er een extrusie-afdeling gestart.

Na de aankoop van een bedrijfsterrein van 31.000 m<sup>2</sup> in 2015, startte de Indonesische joint-venture Innaware de bouw van een nieuwe fabriek die in 2017 opgeleverd werd en in het 4<sup>e</sup> kwartaal in gebruik werd genomen. Deze fabriek van 9.000 m<sup>2</sup>, gecertificeerd conform de hoogste internationaal geldende hygiënenormen, vervangt de oude productiehallen en brengt de groep in een nieuw tijdperk. Reeds in 2017 werden enkele commerciële successen behaald, zoals de levering van roomijsverpakkingen in Thailand en de levering van yoghurt verpakkingen in Azië. In 2018 startte Miko met de bouw van een nieuwe productiehal in Polen. In Turnhout werd de opslag van koffieproducten overgebracht naar een externe partner om plaats te maken voor productiemachines voor de kunststofverwerking, meer bepaald voor nieuwe technieken zoals inline extrusie en compression moulding.

In het segment koffieservice verwierf Miko in 2015 66% van het Noorse A:Kaffe dat een jaaronzet heeft van 1,8 miljoen euro. Deze acquisitie volgt na eerdere Scandinavische overnames in Zweden en Denemarken. In Duitsland zette de groep een partnership op met Qusotic dat een jaaronzet heeft van 2 miljoen euro. Miko zal 75% van de nieuwe entiteit bezitten. Het is een geografische complementaire acquisitie in die zin dat Miko vandaag vooral in het midden en het noorden van Duitsland actief is, terwijl Qusotic in het zuiden actief is. In 2017 werd een nieuwe verpakkinglijn aangekocht, alsook de traditionele verwerving van nieuwe koffiemachines om bij de klanten te plaatsen. Door de toenemende vraag naar authentieke lokale producten, bijvoorbeeld koffie met de hand gebrand of speciale koffies met karakteristieke eigenschappen, investeert Miko in kleinere lokale koffiebranders. Zo heeft Miko naast de centrale branderij in Turnhout, ook een kleinere brander in Australië en 2 in Engeland, in 2017 volgde er een in Schotland (met merknaam Hand Roasted in Scotland). Tot slot verwierf het Britse filiaal van Miko (Miko Coffee South West) de klantenportefeuille van 2 aan elkaar gelieerde vennootschappen. De transactie omvatte ook een koffiebrander in Devon, alsook het geregistreerde merk Devon Roast. In 2018 verrichtte de groep 3 acquisities in koffieservice (zie hoger).

Het zal niet verbazen dat het hoge investeringsniveau een impact heeft op de evolutie van de netto financiële schuld. We zien deze gestaag stijgen sinds 2013. De schuldratio nam eveneens toe, maar blijft meer dan redelijk door de sterke EBITDA-groei. Met een schuld/EBITDA van 1,73 eind 2018 is de schuldgraad allerminst hoog te noemen.




---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.



# Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

## **Conclusie**

We hadden vorig jaar verwittigd voor iets minder goede cijfers in 2018 door de aanwezigheid van positieve uitzonderlijke elementen in 2017, wat ook uitgekomen is en wat de koers belet heeft om verder te stijgen. Daarenboven onderging de koers de capriolen van de wereldwijde beurzen wat leidde tot een koersdaling in de tweede helft van 2018, gevolgd door een min of meer evenredig herstel eerder in 2019. Dat de koers van Miko onderhevig is aan die brede beursbewegingen, is een nieuw gegeven en is een illustratie van het feit dat het aandeel een breder en gediversifieerder beleggerspubliek heeft aangetrokken.

De vooruitzichten voor 2019 voor Miko zijn relatief gunstig. In koffieservice zijn er zoals vermeld de acquisities van 2018 die voor de volled 12 maanden geconsolideerd zullen worden. Het is wel niet volledig duidelijk in welke mate het herstel van de Deense acquisitie een impact zal hebben, net zoals de impact van de lagere koffieprijsen. In kunststof zijn er dan de 2 nieuwe contracten, maar ook hier is er weinig zicht op hun impact op omzet en op de rendabiliteit.

We behouden ons koersdoel van mei 2018 van 119 euro. En zoals traditioneel, houdt dit koersdoel geen rekening met de groei na 2019 die er zeker zal komen.

Gert De Mesure

---

**BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75**

---

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 zaakvoerder Gert De Mesure.