



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

TER BEKE

6 september 2019

Koers	113,00
Aantal aandelen (m)	1,733
Marktkapitalisatie (m)	195,8

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

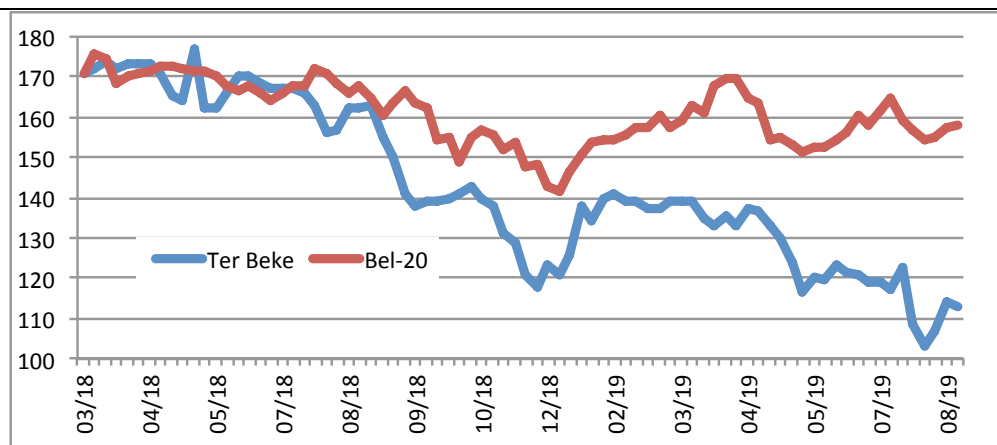
ROE '18	5,8%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Bedrijfsopbrengsten	407,20	399,73	396,32	418,56	508,56	680,46	721,29
Groei in %	-3,3%	-1,8%	-0,9%	5,6%	21,5%	0,0%	6,0%
EBIT	10,598	13,844	15,829	18,190	22,018	16,218	20,500
EBIT%	2,6%	3,5%	4,0%	4,3%	4,3%	2,4%	2,8%
EBITDA	28,602	31,418	34,273	37,735	38,409	44,046	49,500
EBITDA%	7,0%	7,9%	8,6%	9,0%	7,6%	6,5%	6,9%
Financieel resultaat	-1,542	-1,402	-1,201	-0,429	-1,444	-3,390	-3,100
Netto resultaat	6,202	8,132	10,298	12,542	17,107	7,241	11,400

	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	3,58	4,69	5,94	7,24	9,87	4,18	6,58
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	27,04	17,17
Dividendrendement *	3,3%	3,0%	2,6%	1,7%	1,6%	2,5%	2,6%

*: 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Algemene marktomstandigheden

1) Vleeswaren

De CEO gaf enkele cijfers als duiding bij de huidige problematiek van de Afrikaanse varkenspest in China. De wereldwijde vleesmarkt heeft een omvang van 200 miljoen ton, waarvan 50% varkensvlees. De Chinese consumptie bedraagt 53 miljoen ton, zelf produceert het 50 miljoen ton. Het tekort van 3 miljoen ton wordt ingevoerd, 2 miljoen ton daarvan komt uit Europa (vooral uit Denemarken, ook Spanje speelt mee).



Het wegvallen van de Chinese productie heeft logischerwijze een stijging van de varkensvleesrijzen wereldwijd tot gevolg (zie grafiek rechts boven). De vraag is hoe de prijzen in de volgende maanden zullen evolueren. De CEO van Ter Beke merkt wel op dat alle publicaties uitsluitend aandacht besteden aan de productie, maar nooit over de consumptie. Het valt niet uit te sluiten dat deze uit bezorgdheid daalt. Feit is dat de situatie van hoge vleesrijzen wel een tijd kan aanhouden, net zoals in 2017. Diverse landen en producenten zullen snel van de opportuniteit van hoge prijzen gebruik maken om meer te gaan produceren, maar dat vergt enkele maanden tijd.

Wat België betreft, wordt opgemerkt dat de (vlees)markt in zijn geheel verder krimpt, dat er overcapaciteit is met prijsdruk tot gevolg en dat de concurrentie tussen de retailgroepen hoog blijft.

2) Koelverse gerechten

Doordat alle aandacht naar de varkensvleesrijzen ging, werd er op de analistenvergadering weinig verteld over de markt van koelverse gerechten. Deze blijft wel groeien, vooral door het segment van mediterrane pastagerechten. Alle spelers in de markt, discounters, de grote retailers en het foodservicesegment, hebben meer interesse in koelverse gerechten.

Toenemende vragen/eisen van de retailers (voedselveiligheid, verpakking, ...) creëren opportuniteiten om zich te onderscheiden van de concurrentie, maar dit vraagt bijkomende investeringen en aanpassingen. Dit geldt ook voor het segment vleeswaren. Deze opmerking formuleerden we reeds in onze update van maart 2019.

Niet onbelangrijk om weten is dat vlees slechts goed is voor 20% à 25% van het gerecht, zodat de hogere varkensvleesrijzen een beperkte impact hebben. Ook andere ingrediënten (kaas, melkpoeder, sommige groenten) waren het voorwerp van hogere prijzen.

Segmentrapportage

1) Vleeswaren

- Omzetgroei van 7,3%.
- Slicing in Veurne: de problemen van vorig jaar zijn opgelost, de efficiëntie verbeterd in belangrijke mate
- Uitbreiding slicingcapaciteit in Nederland ondersteunt de groei
- De overcapaciteit houdt aan in de markt, zeker omdat de markt niet in omvang toeneemt
- In België zijn de prijsverhogingen niet voldoende om de hogere vleesrijzen te compenseren.

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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



2) Bereide gerechten

- Alle units van het segment presteerden beter dan vorig jaar
- De interne groei kwam uit op 11,1%
- Sterke regionale groei in Oost-Europa (dankzij productie in Polen). De productie zal er verhoogd worden via de installatie van een tweede lijn. De details worden uitgewerkt
- De lancering van nieuwe innovatieve producten ondersteunde de groei
- KK Foods, het Britse filiaal, biedt zijn assortiment nu ook aan via de grote retailgroepen (vroeger alleen in foodservice). Het vernieuwende is dat het geen producten maar wel concepten aan biedt. Door de groei zal er moeten geïnvesteerd worden in nieuwe capaciteit, bv. diepvriescapaciteit.

3) Segmentresultaten

Vleeswaren	18H1	19H1	Δ 18/19%
Omzet	203,366	218,244	7,3%
EBITDA	8,087	9,576	18,4%
EBITDA%	4,0%	4,4%	
EBIT	0,137	0,741	440,9%
EBIT%	0,1%	0,3%	
Bereide gerechten	18H1	19H1	Δ 18/19%
Omzet	126,248	140,344	11,2%
EBITDA	15,726	17,987	14,4%
EBITDA%	12,5%	12,8%	
EBIT	10,763	12,495	16,1%
EBIT%	8,5%	8,9%	

Beide segmenten zetten elk een mooie interne groei neer. De rendabiliteit ging ook in de 2 segmenten vooruit, met dit verschil dat de hogere EBITDA in vleeswaren deels het gevolg was van de toepassing van IFRS 16. Door de hogere afschrijvingen is de toename van de EBIT bij vleeswaren in absolute termen eerder beperkt. Belangrijker is evenwel dat de positieve impact uit de slicing deels teniet werd gedaan door de hogere grondstoffenprijzen.

Het segment bereide gerechten scoort goed op alle vlakken. De interne groei van 11,2% mag zeker gezien worden. Dat de rendabiliteit hierbij verbetert, is niet meer dan logisch.

Bekijken we de evolutie van de cijfers van beide segmenten over meerdere jaren, dan kunnen we het volgende concluderen:

- beide segmenten realiseren een mooie omzetgroei. In de voorbije jaren was dat door acquisities, in 2019 door interne groei
- in vleeswaren blijft de rendabiliteit ondermaats. In 2017 waren er de hoge varkensvleesprijzen, in 2018 waren er niet-recurrente kosten, in 2019 was er opnieuw de impact van de hoge varkensvleesprijzen, met nog enkele uitzonderlijke kosten
- bereide gerechten: omzetgroei wordt gevolgd door een hogere EBIT, maar de EBIT-marge ligt nog onder de niveaus van 2016 en 2017, een gevolg van de overnames. Naarmate de omzet verder groeit (zeker in Polen), zal die marge verder verbeteren.

Tabel: overzicht per halfjaar over meerdere jaren

Vleeswaren	11H1	12H1	13H1	14H1	15H1	16H1	17H1	18H1	19H1
Omzet	133,286	140,396	145,083	138,208	134,990	144,082	153,399	203,366	218,244
EBIT	3,768	2,807	4,689	5,400	7,227	6,541	3,570	0,137	0,741
EBIT%	2,8%	2,0%	3,2%	3,9%	5,4%	4,5%	2,3%	0,1%	0,3%
Bereide gerechten	11H1	12H1	13H1	14H1	15H1	16H1	17H1	18H1	19H1
Omzet	65,242	67,839	57,484	61,09	56,419	60,601	63,687	126,25	140,34
EBIT	4,679	4,147	1,545	3,114	2,064	6,954	6,681	10,763	12,495
EBIT%	7,2%	6,1%	2,7%	5,1%	3,7%	11,5%	10,5%	8,5%	8,9%
Niet-toegewezen kosten	-1,009	-1,496	-1,704	-2,568	-1,824	-3,874	3,001	-5,153	-3,843
Totale EBIT	7,438	5,458	4,53	5,946	7,467	9,621	13,252	5,747	9,393

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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten eerste helft 2019

(in miljoen euro)	18H1	19H1	Δ %
Omzet	329,614	358,593	8,8%
EBIT	5,747	9,393	63,4%
EBIT-marge	1,7%	2,6%	
REBIT	9,691	10,419	7,5%
REBIT-marge	2,9%	2,9%	
EBITDA	19,838	24,923	25,6%
EBITDA-marge	6,0%	7,0%	
REBITDA	23,129	25,532	10,4%
REBITDA-marge	7,0%	7,1%	
Fin. resultaat	-2,156	-1,838	
Belastingen	-1,084	-2,870	
Deel derden	-0,041	-0,044	
Nettowinst	2,466	4,636	88,0%
Winst per aandeel	1,42	2,68	88,0%

Ter inleiding is het nuttig om weten dat de verschillende overnames plaats hebben gevonden voor 1 januari 2018, zodat de halfjaarcijfers nu heel goed vergelijkbaar zijn. De omzetgroei van 7,2% in de eerste helft is hierdoor uitsluitend het gevolg van interne groei en dit in beide segmenten (vleeswaren en bereide gerechten). De groei is voornamelijk het gevolg van hogere volumes en minder van verhoogde prijzen, bijvoorbeeld ten gevolge van de doorrekening van hogere grondstoffenprijzen. Die manifesteerden zich pas vanaf mei 2019.

De onderliggende EBITDA (d.i. op recurrente basis, of REBITDA) nam 10,4% toe tot 25,532 miljoen euro. Er dient wel vermeld dat door de eerste toepassing van IFRS 16 de onderliggende EBITDA met 1,450 miljoen beïnvloed is geweest, in positieve zin. Hiervan abstractie makend komt de groei uit op 4,1%. De EBITDA zelf steeg 25,6% tot 24,923 miljoen euro. Het cijfer van 2018 werd sterk beïnvloed door uitzonderlijke kosten, afwaarderingen en provisies.

De onderliggende bedrijfswinst (recurrente EBIT of bedrijfswinst, of REBIT) noteerde een toename van 7,5%, minder dan de onderliggende EBITDA (+11,4%), door hogere afschrijvingen. De EBIT zelf kende een significante verbetering van 63,4% t.o.v. een jaar eerder. Zoals al gezegd, was het resultaat in 2018 sterk gedrukt door niet-recurrente elementen. Die niet-recurrente kosten liepen in de eerste helft van 2018 op tot bijna 4 miljoen euro, in de eerste helft van 2019 ging het om afgerond 1 miljoen euro kosten.

Het financiële resultaat verbeterde enigszins door een combinatie van een lagere financiële kost en van positieve wisselkoersverschillen. De netto financiële schuld kwam eind juni 2019 uit op 121,471 miljoen euro, een fractie lager dan de 122,679 miljoen euro van eind 2018.

De belastingen meer dan verdubbelden tegenover 2018, maar evolueerden naar een eerder normaal niveau. De netto winst tot slot, kwam uit op 4,636 miljoen euro, een stijging van 88%. De verbetering was voor een zeker deel het gevolg van de uitzonderlijke kosten in 2018.

IFRS 16

Bij heel wat Belgische bedrijven heeft de toepassing van de nieuwe IFRS 16 – regel gevolgen voor de balans en de resultatenrekening. Kort uitgelegd betreft het de waardering van de huurcontracten. Op de balans langs de activazijde wordt de waarde van het huurrecht geplaatst, langs de passivazijde de kost van die huurcontracten over hun looptijd. In theorie zouden beide bedragen aan elkaar gelijk moeten zijn, in de realiteit kan er een verschil tussen beide bedragen zijn. Bij Ter Beke gaat het om 11,531 miljoen euro bij de activa en de passiva.

Naar de resultatenrekening toe worden de betaalde huren geëlimineerd, wat tot een hogere EBITDA leidt. De afschrijvingen daarentegen worden dan weer verhoogd met een deel van die huurwaarde, waardoor de impact op de EBIT beperkt blijft. Tot slot wordt er een financiële kost toegepast. Bij Ter Beke is er een positieve impact van 1,450 miljoen euro op de EBITDA, op de EBIT is dat slechts 0,084 miljoen euro. De financiële kost bedraagt -0,182 miljoen euro, zodat de totale impact op -0,069 miljoen euro uitkomt. De cijfers van 2018 werden niet aangepast.

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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

In de halfjaarresultaten bleef de impact van de hogere varkensvleesprijzen beperkt en werden meer dan gecompenseerd door de goede gang van zaken in het segment bereide gerechten. Dat 2018 gekenmerkt werd door belangrijke uitzonderlijke kosten, maakte de vergelijkingsbasis naar 2019 toe, makkelijker.

Voor de 2^e jaarhelft zijn we iets voorzichtiger en passen we onze jaarvooruitzichten licht neerwaarts aan. We moeten wel toegeven dat de heel sterke interne groei in bereide gerechten in de eerste jaarhelft, het beste laat verhoppen voor de tweede jaarhelft en het bedrijf minder kwetsbaar maakt voor die hogere varkensvleesprijzen.

Ons koersdoel van 151 euro per aandeel van maart 2018 (behieldden we in maart 2019) verlagen we naar 146 euro om rekening te houden met de iets lagere verwachtingen voor 2019. We wijzen erop dat ons koersdoel geen rekening houdt met omzetgroei na 2019 en met een margeherstel in het segment vleeswaren. Een normalisering van de varkensvleesprijzen kan een belangrijke impact hebben op de rendabiliteit, maar dit verwachten we zeker niet in 2019 (2^e helft 2020?).

Op termijn zien we dus zeker een bepaald opwaarts potentieel voor het aandeel.

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.