

Greenyard Foods: een stabiele structuur

Greenyard Foods, het vroegere Pinguin, heeft een gebroken boekjaar en publiceerde dus recent de halfjaarcijfers over het boekjaar 2013-14. Die beslaan de periode van 1 april 2013 tot 30 september 2013. De interpretatie van die cijfers is wederom een moeilijke opgave. Dat was in het verleden ook al regelmatig het geval omwille van de wijzigingen van boekjaar of door overnames die voor een beperkte periode meetelden.

Dit halfjaar lag de moeilijkheid in het feit dat Lutosa, eind mei 2013 overgenomen door McCain, voor enkele maanden nog meetelde. Zoals de boekhoudnormen voorschrijven, worden activiteiten die verkocht worden, geboekt onder niet-voortgezette activiteiten. De activiteiten die overblijven, zijn dan de

activa en op het Britse filiaal) en 2,1 miljoen euro op het financieel resultaat.

De opsplitsing per segment geeft ons wat meer detailinformatie. Zo noteert de diepvriesafdeling een omzetstijging van 2,2 %, bij de conserven is er een stijging van 4,7 %. De EBITDA zonder uitzonderlijke elementen of de REBITDA stijgt 4,9 %, bij de diepvriesafdeling is dat +8 %. Het gros van de vooruitgang is in de twee afdelingen het gevolg van een daling van de huurkosten door de aankoop van het vastgoed waar de productie plaats vindt. Na de verkoop van Lutosa kreeg de groep meer dan 200 miljoen euro binnen en iets meer dan 100 miljoen euro werd aangewend om het gehuurde vastgoed te kopen. Op het niveau van de bedrijfswinst hebben

wel een daling van de huurlasten met ongeveer 7 miljoen euro op jaarbasis (zie hoger).

Door de afwezigheid van een set van stabiele resultaten, is de waardering van Greenyard Foods niet evident. We vrezen evenwel dat de nettowinst in het boekjaar 2013-14 relatief beperkt zal zijn, deels door de uitzonderlijke elementen (4,8 miljoen euro), deels door de hoge belasting van 4,3 miljoen euro in de eerste jaarhelft. Zo gaan we voorzichtigheidshalve uit van een netto winst van 3,5 miljoen euro of 0,29 euro per aandeel. Zonder die uitzonderlijke elementen wordt dat 0,67 euro per aandeel. Dit cijfer is natuurlijk niet voldoende om de huidige koers te rechtvaardigen. Het eigen vermogen van 12,89 euro geeft ons daarentegen wel een eerste goede

(in miljoen euro)	12/13 H1	13/14 H1	Δ 13/14 in %
Omzet	417,569	346,983	
Voortgezette	286,792	295,559	3,1 %
Niet-voortgezette	131,786	51,953	
REBITDA	39,041	24,812	
Voortgezette	22,617	24,034	6,3 %
Niet-voortgezette	16,424	0,778	
REBIT	26,216	13,292	
Voortgezette	14,034	12,605	-10,2 %
Niet-voortgezette	12,182	0,686	
Financieel resultaat	-9,640	-8,363	
Voortgezette	-10,780	-8,814	
Niet-voortgezette	1,140	0,450	
Nettoresultaat, deel groep	10,307	62,284	
Voortgezette	1,477	-3,151	
Niet-voortgezette	8,830	65,435	

voortgezette activiteiten. Deze laatste cijfers verdienen dan ook de meeste aandacht. We herhalen dat de voortgezette activiteiten op hun beurt uit 2 divisies bestaan, enerzijds de diepvriesgroenten van het oorspronkelijke Pinguin, anderzijds de in 2011 overgenomen conservenactiviteiten van Scana Noliko.

Bij de voortgezette activiteiten noteren we een omzetstijging van 3,1 %, een toename van de REBITDA met 6,3 %, een daling van de REBIT met 10,2 % en een negatief netto resultaat deel van de groep van 3,151 miljoen euro, tegenover 1,477 miljoen euro een jaar geleden. Het verlies van de voortgezette activiteiten is wel toe te schrijven aan eenmalige negatieve elementen: 2,7 miljoen euro op het vlak van het bedrijfsresultaat (eenmalige afschrijvingen op Belgisch machinepark, op Duitse

daarentegen is er wel een impact. De hieruit volgende stijging van de schuld heeft natuurlijk ook zijn kostprijs. Grosso modo schatten we dat de aankoopprijs gebaseerd werd op een gemiddeld huurrendement van 7 %. De conservendivisie kon los van de huurbesparing, ook nog zijn EBITDA licht verbeteren door de omzetstijging.

De netto financiële schuld bedroeg 223,7 miljoen euro, een nog hoog cijfer ondanks de verkoop van Lutosa voor meer dan 200 miljoen euro. Twee opmerkingen moeten gemaakt worden. Enerzijds is er een seizoenseffect waardoor de voorraden eind september gevoelig hoger liggen, anderzijds kocht de groep voor meer dan 100 miljoen euro de productiefaciliteiten in verschillende landen die het vroeger huurde. Daartegenover staat

(Diepvries in miljoen euro)	12/13 H1	13/14 H1	Δ 13/14 in %
Omzet	186,918	190,945	2,2 %
REBITDA	12,42	13,026	4,9 %
EBITDA - %	6,6 %	6,8 %	
REBIT	8,253	6,694	-18,9 %
(Conserven in miljoen euro)	12/13 H1	13/14 H1	Δ 13/14 in %
Omzet	99,875	104,584	4,7 %
REBITDA	10,188	11,008	8,0 %
EBITDA - %	10,2 %	10,5 %	
REBIT	5,774	5,912	2,4 %

die transacties geen impact: in de plaats van de huurkosten zijn er de afschrijvingen, op EBITDA-vlak

indicatie, wat impliceert dat het aandeel vandaag met een koers/boekwaarde van 0,86 noteert. Die ratio is wel niet laag genoeg om een aankoop van het aandeel te rechtvaardigen vandaag. Ofwel moet de koers lager (bv. rond 10 euro wordt het interessant), ofwel moet de winst hoger. En nu de structuur van de groep een zekere stabiliteit zal kennen (dat hopen we althans), zal werk kunnen gemaakt worden van die hogere winst.



GERT DE MESURE, ANALIST VFB

REDACTIE 11 DECEMBER 2013

KOERS 11,10 EURO

WWW.GREENYARDFOODS.COM