



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

TER BEKE

16 maart 2015

Koers	72,00
Aantal aandelen (m)	1,733
Marktkapitalisatie (m)	124,7

Eigen vermogen FY14	102,82
Netto fin. schuld FY14	29,57

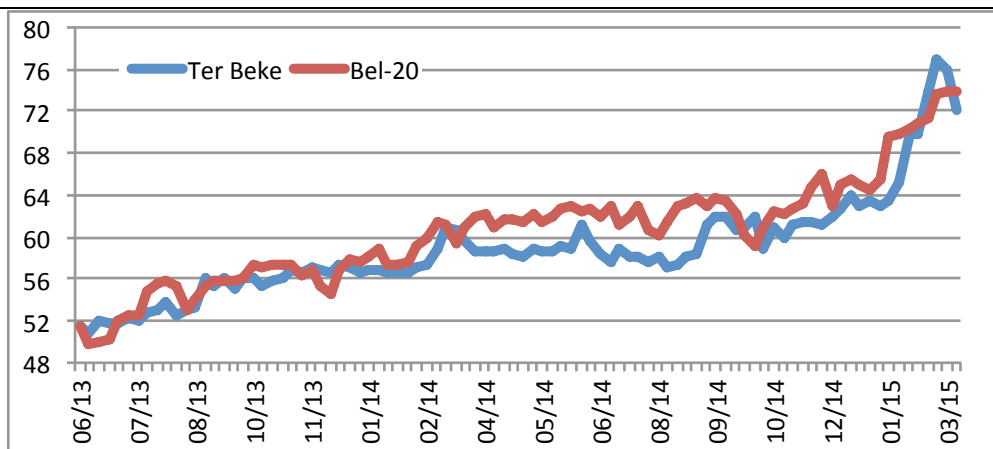
ROE '14	7,9%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Bedrijfsopbrengsten	402,20	403,72	421,08	407,20	399,73	410,00
Groei in %	2,5%	0,4%	4,3%	-3,3%	-1,8%	2,6%
EBIT	17,800	15,333	13,568	10,598	13,844	16,000
EBIT%	4,4%	3,8%	3,2%	2,6%	3,5%	3,9%
EBITDA	37,500	33,233	31,130	28,602	31,418	33,400
EBITDA%	9,3%	8,2%	7,4%	7,0%	7,9%	8,1%
Financieel resultaat	-3,511	-2,713	-2,424	-1,542	-1,402	-1,250
Netto resultaat	10,458	9,006	8,207	6,202	8,132	9,700
Netto cashflow	30,158	26,906	25,586	24,317	25,706	27,100

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Winst per aandeel	6,04	5,20	4,74	3,58	4,69	5,60
Cash-flow per aandeel	17,41	15,53	14,77	14,03	14,84	15,64
Netto dividend	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
Koers/winstverhouding *	9,60	9,81	10,13	20,11	15,34	12,86
Dividendrendement *	3,2%	3,7%	3,9%	2,6%	2,6%	2,6%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2014 en 2015E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Ter Beke werd opgericht in 1948 als een eenmanszaak. In 1980 werd het bedrijf omgevormd tot een naamloze vennootschap en kwam een nieuw management aan het roer. Reeds in 1986 werd de stap naar de beurs gezet en werd een ambitieuze groeistrategie opgezet, gekenmerkt door talrijke overnames. Van oorsprong is Ter Beke een vleeswarengroep, maar in het midden van de jaren '90 werd 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. Vleeswaren vertegenwoordigden in 2014 70% van de omzet, de afdeling koelverse gerechten 30%.

Ter Beke heeft 8 industriële vestigingen, gelegen in België (6) en Nederland (2), en telt 1.650 personeelsleden. Haar producten worden gecommmercialiseerd in tien Europese landen. België, Nederland, Groot-Brittannië en Duitsland zijn de belangrijkste. Bekende merknamen van de groep zijn in vleeswaren l'Ardennaise en Daniël Coopman, in bereide gerechten zijn dat Come a Casa, Pronto en Vamos.

In 2011 werd de Poolse joint-venture in bereide gerechten Pasta Food Company opgericht. Begin 2015 werd er de eerste productielijn opgestart.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel. (03) 312 83 12

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Resultaten 2014

(in miljoen euro)	FY13	FY14	Δ %
Omzet	407,202	399,730	-1,8%
EBIT	10,598	13,844	30,6%
EBIT-marge	2,6%	3,5%	
EBITDA	28,602	31,418	9,8%
EBITDA-marge	7,0%	7,9%	
Fin. resultaat	-1,542	-1,402	
Nettowinst	6,202	8,132	31,1%
Netto cash flow	24,317	26,379	8,5%
Winst per aandeel	3,58	4,69	31,1%

Ter Beke kende in 2014 een omzetzakking van 1,8% tot 399,73 miljoen euro. In beide segmenten ging de groep over tot een optimalisatie van het productengamma, maar dat belette de afdeling bereide gerechten niet om de omzet met 1,8% te laten stijgen. In de afdeling vleeswaren daalde de omzet wel met 3,3%, vooral door de stopzetting van de productie van gedroogde en gezouten vleeswaren te Herstal eind 2013.

Door de diverse initiatieven steeg de EBITDA 9,8% tot 31,42 miljoen euro. De EBIT nam zelfs 30,6% toe door lagere afschrijvingen. De niet-recurrente kosten kwamen uit op 2,3 miljoen euro, licht hoger dan de 2,2 miljoen euro van 2013. In 2013 ging het om kosten voor de sluiting van de eenheid te Herstal, een minwaarde op de verkoop van de Franse site te Alby-sur-Chéran en eenmalige kosten door de paardenvleescrisis. In 2014 betrof het enkel opzeggvergoedingen.

De financiële resultaten kenden een lichte verbetering van -1,54 naar -1,40 miljoen euro, dankzij een daling van de rentekost (de financiële schuld zakte van 40,80 naar 29,57 miljoen euro) in positieve zin, negatieve wisselkoersverschillen beperkten de verbetering van het financiële resultaat evenwel. De belastingen stegen van 2,74 naar 3,64 miljoen euro door een toename van het resultaat voor belastingen. De bijdrage uit equivalentie, meer bepaald betreft het het belang in de Pasta Food Company, kwam uit op -0,673 miljoen euro, tegenover -0,111 miljoen euro in 2013. Het netto resultaat tot slot kwam uit op 8,13 miljoen euro (+31,1%), per aandeel is dat 4,69 euro. Het dividend blijft ongewijzigd op 2,50 euro bruto. Het management wijst erop dat er in 2013 geen dividendverlaging werd doorgevoerd ondanks de minder goede resultaten toen.

In de tabel hieronder geven we de evolutie weer van de rendabiliteit van de 2 segmenten. Heel opmerkelijk is dat beide segmenten in 2014 heel sterk presteerden tegenover 2013. De afdeling vleeswaren profiteerde van diverse elementen zoals de sluiting van de productie van gedroogde en gezouten vleeswaren te Herstal, de daling van het aantal werknemers, de daling van de vleesprijzen en de positieve evolutie van het Britse pond. De toename van de REBITDA met 8,9% bij een omzetzakking van 3,3% tot 280 miljoen euro mag dus opmerkelijk genoemd worden.

Vleeswaren	2010	2011	2012	2013	2014	Δ 13/14
REBIT	10,230	7,221	6,96	9,776	12,302	25,8%
EBIT	10,230	7,221	6,37	8,706	11,404	31,0%
REBITDA	21,506	18,042	18,172	21,412	23,321	8,9%
EBITDA	21,506	18,042	17,582	20,342	22,423	10,2%
Bereide gerechten	2010	2011	2012	2013	2014	Δ 13/14
REBIT	10,410	10,451	9,816	5,648	7,538	33,5%
EBIT	10,410	10,451	10,136	4,601	6,835	48,6%
REBITDA	18,162	16,833	16,946	11,238	13,113	16,7%
EBITDA	18,162	16,833	15,676	10,191	12,41	21,8%

(bedragen in miljoen euro)

De afdeling bereide gerechten kon wel de omzet (+1,8% tot 119 miljoen euro) laten stijgen. De verbetering van de rendabiliteit was wel significanter met een toename van de REBITDA met 16,7%, deels dankzij lagere grondstoffenprijzen, deels dankzij een goede prestatie op logistiek vlak. Na niet-recurrente kosten was de verbetering van de rendabiliteit nog iets meer uitgesproken.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel. (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Een van de belangrijke elementen op strategisch vlak is de herschikking van de portefeuille van producten in beide afdelingen. In vleeswaren werd al een belangrijke stap gezet met de sluiting van Herstal, in de bereide gerechten zal de impact van die oefening minder zichtbaar zijn. Zo produceert Ter Beke heel veel verschillende producten op basis van de individuele recepten van de klanten. Het is duidelijk dat die verscheidenheid de vlotheid van de productie niet ten goede komt (overschakeling kost tijd en dus geld). Ook is er een impact op de bevoorradingsketting, bijvoorbeeld in de voorraden van grondstoffen. Meer standardisatie wordt dus een belangrijk werkpunt. Dit geldt ook voor de verpakking, zowel bij de producten van het merk Come a Casa, als bij de producten onder huismerk.

Conclusie

Voor 2015 voorzien we een beperkte omzetgroei, vooral in bereide gerechten. Voor 2016 voorziet het bedrijf een iets belangrijkere groei door de geplande lancering van diverse innovaties, zowel op het vlak van verpakking als van producten zelf.

We zien die omzetgroei in 2015 gepaard gaan met een evenredige groei van de rendabiliteit, aangevuld met een daling van ongeveer 1 miljoen euro van de niet-recurrente kosten. Voor de Poolse joint-venture Pasta Food Company voorzien we een even grote negatieve bijdrage als in 2015 uit voorzichtigheid, alhoewel niet uitgesloten kan worden dat de negatieve bijdrage minder groot zal zijn. Vertaald naar de resultatenrekening bekomen we een verwachte winst per aandeel van 5,60 euro, wat uitmondt in een koers/winstverhouding van 13,3, niet extreem hoog dus, zeker niet als we rekening houden met de relatief lage netto financiële schuld.

Verdisconteren we de hogere cijfers van 2015 en de lagere netto financiële schuld in ons conservatief DCF-model, dan bekomen we een nieuw koersdoel van 88,8 euro. Terloops melden we dat ons vorig koersdoel van 75,4 euro van maart 2014 de afgelopen dagen moeiteloos bereikt werd. Nuttig om weten is dat we een WACC (gemiddelde gewogen kapitaalkost) van 7% gebruiken. De meeste beurshuizen gebruiken veelal lagere niveau's. Ondanks de sterke prestatie van de afgelopen maanden, blijft het aandeel dus koopwaardig.

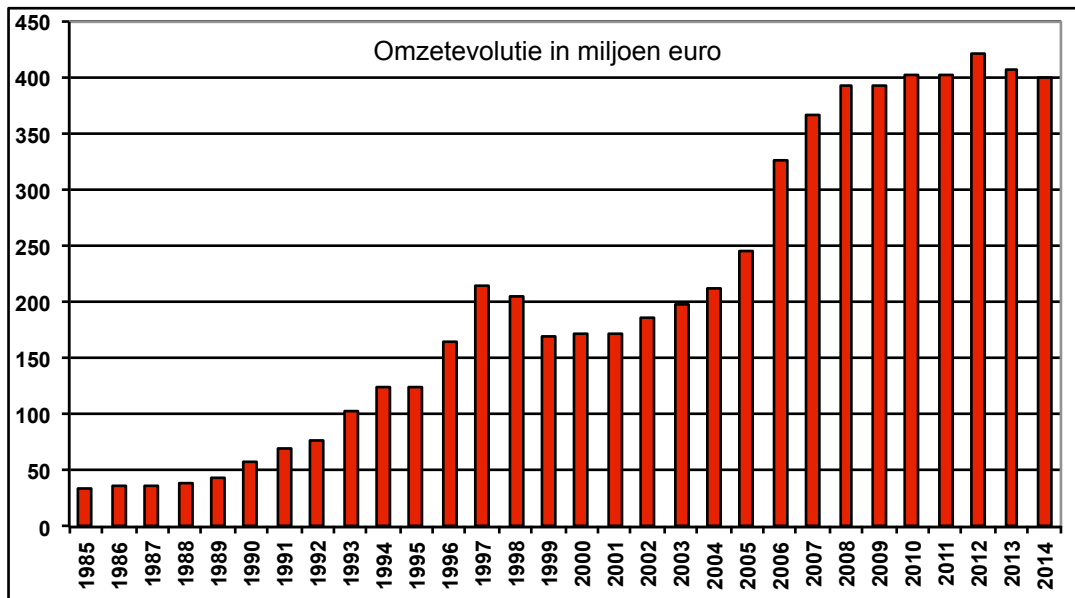
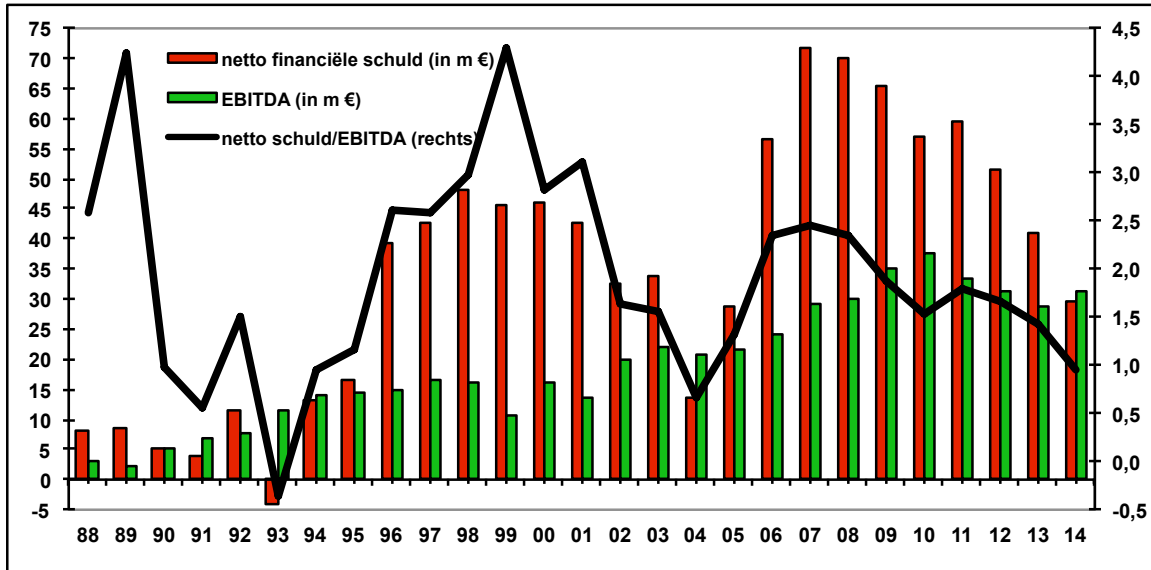
Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel. (03) 312 83 12

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.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel. (03) 312 83 12

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.