

Miko en/of Ter Beke kopen?



Roland Van der Elst

Te kleine aandelen voor institutionele beleggers

Ik heb de Happening dit jaar gemist. Meteen heb ik ook enkele degelijke koppen Mikokoffie gemist. De enkele jaarlijkse proevertjes aan de stand van Ter Beke zijn voor De Dag van de Tips. Maar daarom moet ik beide aandelen nog niet missen! Ik wil het deze keer over deze twee aandelen hebben omdat ik vrees dat we in de komende maanden voor de beurzen toch moeilijkere tijden zullen meemaken. In dat geval kan men best beleggen, of belegd zijn, in aandelen die iets met voeding te maken hebben. Dat is zeker het geval voor Ter Beke met de bereide vleeswaren en met de verse bereide gerechten. Dat is minder het geval bij Miko met de koffie omdat het gaat om kopjes koffie die in een kantooromgeving aangeboden worden maar dan weer meer bij de plastic verpakkingen die o.a. voor roomijs en bereide maaltijden worden geproduceerd.

Een veilige belegging? Dergelijk type van aandelen is ook minder volatiel. Bv. als ik kijk naar de uiterste koersen in de voorbije 12 maanden voor Miko dan schommelden die tussen 49 en 53 euro: een uitzonderlijk lage volatilitieit. Waar de koersen in de voorbije 12 maanden doorgaans vrij sterk gestegen zijn, was dat bij Miko niet het geval. Ik heb de indruk dat er bepaalde posities worden afgebouwd want eenmaal boven de 50 euro is er meteen aanbod, ondanks het feit dat het aandeel voor aankoop wordt aanbevolen.

Bij Ter Beke lagen de uiterste koersen verder uit elkaar, nl. tussen 50,25 en 63,79 euro, maar dat is nog altijd beperkt als we vergelijken met de meeste andere (Belgische) aandelen. Voor mensen die minder vertrouwd zijn met de beurs is het nuttig om in De Tijd eens de koerslijst af te lopen en te kijken hoe de noteringen in een bestek van een jaar kunnen bewegen. 50 % beweging tussen hoogste en laagste koersen is niet alleen voor de afgelopen 12 maanden, maar voor alle jaren, eerder regel dan uitzondering.

Een groeiende belegging? Als we in een onderneming willen beleggen, dan willen we de voorkeur geven aan ondernemingen die groeien. Het is uiteindelijk uit groeiende omzetten dat groeiende winsten moeten voortvloeien. Groei kan van verschillende kanten komen: van meer verkopen in

dezelfde producten of interne groei, van overnames in dezelfde bedrijfsactiviteit of externe groei of ook nog van diversificatie in de activiteiten. Dat is doorgaans de gevaarlijkste groei omdat men de betreden paden verlaat. Voor Miko en Ter Beke geldt dat ze de groei in deze drie verschillende vormen hebben gezocht. Miko is naast de koffieservicedivisie actief met de fabricatie van plastic verpakking. Ter Beke is naast de bereide en voorverpakte vleeswaren actief met de productie van de verse bereide gerechten. Toch zijn ze in beide gevallen niet te ver van hun eerste business model afgeweken: de koffie van Miko werd al aangeboden in plastic bekertjes. De bereide vleeswaren worden o.a. verwerkt in de productie van lasagne, in de Come a Casa, die we ondertussen allemaal kennen van de uitgebreide reclamecampagnes.

Een rendabele belegging? Groei dus wel, maar rentabiliteit? Bij Miko steeg de omzet in 2010 met 6 %. De winst voor belastingen, intresten en afschrijvingen daalde evenwel tegenover 2009 maar de evolutie van de jaarwinst werd gered door lagere belastingen. Zo kwam de winst per aandeel uit op 6,19 euro, toch minder dan de 6,40 euro van 2009. Die daling van de winst is niet als een verrassing gekomen en de koers heeft niet gereageerd. Deze daling was vooral het gevolg van de stijgende olieprijs, basis voor de productie van de plastic verpakkingen. Miko heeft de laatste jaren ook een aantal bedrijven en distributeurs in de koffie-sector overgenomen en in Groot-Brittannië verliep dat vorig jaar moeilijker. Dat is echter een groeipijn, de stijging van de olieprijs is andere koek. We horen het tegenwoordig dikwijls: het doorrekenen van hogere grondstofprijzen loopt altijd met een zekere vertraging.

In De Tijd van 28/5/2010 voorspelde dhr. Hofman, CEO van Ter Beke, dat de winst met minstens 10 % zou stijgen in 2010. Hij heeft woord gehouden want de winst ging per aandeel van 4,8 naar 6 euro bij een stijging van de EBITDA met 6,7 %. De stijging van het bedrijfsresultaat met 18 % is vooral het gevolg van een combinatie van een aantal factoren: een beperkte omzettoename, verdere efficiëntieverbeteringen en de voortgezette inspanningen op het vlak van kostencontrole en kostenreducties.

Als we voor beide ondernemingen de koers/winstverhouding berekenen, dan behoren beide tot de goedkoopste van de Belgische beurs. Als we de huidige koers nemen, nl. 50 voor Miko en 59 voor Ter Beke, dan komen we voor Miko op iets meer dan 8 uit en voor Ter Beke op iets minder dan 10. Zo gezien is Miko goedkoper dan Ter Beke. De EBITDA is belangrijker maar ook hier horen beide aandelen tot de goedkoopste van de Brusselse beurs. Zie hiervoor ter vergelijking de lijst van De Belegger: een kolom die ik regelmatig raadpleeg.

Dividendrendement en koers/boekwaarde

Een verklaring waarom Ter Beke met een hogere koers/winstverhouding noteert dan Miko kan (gedeeltelijk?) wellicht gevonden worden in het verschil van dividendrendement. Ter Beke heeft beslist het bruto dividend te verhogen van 2,35 naar 2,50 euro. Netto geeft dat 3,18 %. Miko blijft daar ver onder met een onveranderd netto dividend van 0,72 euro, d.w.z. 1,44 %. Dat is een groot verschil! Hoe is dat te verklaren?

Als Ter Beke 2,5 euro bruto uitkeert dan blijft er maximum 3,5 euro winst over die bij het eigen vermogen per aandeel geteld worden. Als Miko bruto 0,96 euro uitkeert dan kan er iets meer dan 5 euro winst ingehouden worden om het eigen vermogen te versterken. Als we het eigen vermogen per aandeel vergelijken, dan noteert Miko met een koers/boekwaarde van 1,17. Bij Ter Beke is dat praktisch hetzelfde. Geen verschil dus. Maar dat wil zeggen dat beide ondernemingen, volgens dit belangrijk criterium, goedkoop noteren. Verschillende wetenschappelijke studies hebben bewezen dat de beste returns kunnen behaald worden door goedkope aandelen te kopen. Daarbij zijn niet alleen koers/winst en koers/cashflow belangrijk maar zeker ook de koers/boekwaarde.

In het nummer van 19/4 jl. van De Belegger hebt u wellicht ook de Nader Bekeken over valuwwaarden gelezen. We citeren daaruit: "Belgische bedrijven die in 2007-2010 steeds winstgevend bleven, hun boekwaarde stelselmatig zagen stijgen en onterecht rond de boekwaarde noteren zijn o.a. Delhaize (k/b van 1,2), Elia (0,8), I.R.I.S. (1,1), Zetes (1,25), Miko (1,1), Moury Construct (1,1) en Ter Beke (1,2)." Het is natuurlijk niet toeval

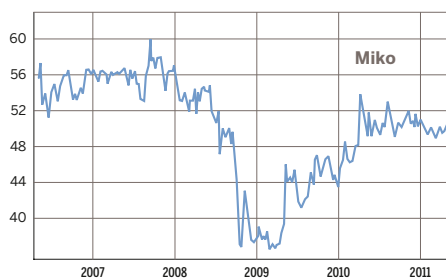
lig dat de periode 2007-2010 gekozen werd en het is dus ook niet toevallig dat we Miko en Ter Beke eruit pikten. In de periode 2007-2010 zit de financiële crisis die we nog altijd voelen. Nog sprekender is een bijgaande grafiek in dat artikel waaruit blijkt dat de koers/

Koers/Boekwaarde



boekwaarde van de Europese beurzen van een niveau van 3 in 2000 gedaald is naar een gemiddelde van 1 in volle crisisperiode om ondertussen terug naar een niveau rond 1,50 te klimmen. Uit de doorgaans lage koers/boekwaarde besluit De Belegger dat er nog steeds wantrouwen is ten aanzien van de beurs. We zeggen terecht want we beleven moeilijke economische en financiële tijden.

Alleen de toekomst telt! Het verleden is dood en de toekomst berust op veronderstellingen! In de beurs is dat niet anders. Beide aandelen zijn dus goedkoop maar



het heeft geen zin die aandelen te kopen als de groeivoorzichten niet gunstig zijn. Zeker in het geval van Miko omdat er weinig jaarlijks terugkerend dividendrendement is. In 2010 investeerde Ter Beke niet minder dan 24 miljoen euro. Per aandeel omgerekend betekent dat 13,85 euro. Dat is veel, en dat komt dan ook niet allemaal uit de cash flow. De financiële schulden zijn in 2010 wel fors ver-

minderd maar bedragen per aandeel 33 euro! We klagen daar niet over, maar we moeten er wel rekening mee houden. Als de zaken goed gaan en groeien, dragen ze bij tot een verhoging van de netto winst per aandeel! Ter Beke heeft de jongste jaren fors geïnvesteerd en is van plan om op dat elan verder te gaan.

Hoeveel heeft Miko per aandeel geïnvesteerd in 2010? 10,40 euro. In de koffieservice ging het vooral om de aankoop van nieuwe koffietoestellen. In de kunststofverpakkingsafdeling ging het om de bouw van een nieuw logistiek centrum en machines. De investeringen per aandeel waren dus lager dan bij Ter Beke. Daar staat echter weer iets tegenover: de schuldfinanciering is bij Miko zeer beperkt en in een voorstel van koopwaardige aandelen noemde Gert De Mesure – ons allen wel bekend – Miko met o.a. als argument dat de schuldfinanciering einde het boekjaar 2011 wellicht volledig zal verdwenen zijn.

Op dit ogenblik beschikken we niet over de jaarrekening van deze twee ondernemingen. Wat de vooruitzichten voor dit jaar betreft, moeten we het voorlopig houden bij wat ze zelf verklaard hebben bij de publicatie van de resultaten van vorig jaar. Ter Beke drukte dat als volgt uit: "De groep vertrouwt erop dat ze de groei in beide divisies kan bestendigen en dat een verdere resultaatsverbetering kan worden gerealiseerd, behoudens onverwachte omstandigheden." Die onverwachte omstandigheden kan men nooit uitsluiten. Wie de aandelen van Ter Beke al lang in portefeuille heeft, weet wat varkenspest of de vogelgriep voor de omzet en dus het resultaat kan betekenen.

Miko was nog voorzichtiger en drukte dat als volgt uit: "Voor wat betreft de toekomst zal de koffieserviceafdeling verder focussen op het duurzame koffiemarkt en groeiprodukt 'Puro' met verhoogde marketinginspanningen en met een uitbreiding van het gamma. Binnen de kunststofverwerkingsafdeling zal meer aandacht worden besteed aan innovatie met het uittesten van nieuwe designs en nieuwe grondstoffen. Ook in 2011 zullen beide afdelingen een uitdagend jaar kennen. Voor zowel koffie als kunststof blijven de grondstoffenmarkten immers zeer speculatief en onzeker."

Alleen de toekomst telt, maar heeft het verleden ons dan niets te leren? Toch wel.

Op de website van Miko vindt u een reeks cijfergegevens die teruggaan tot in 1997. Als we het houden bij de periode 2001-2010 dan zien we dat de omzet bijna verdubbeld is. In dezelfde periode nam de bedrijfswinst evenwel slechts met 50 % toe. Diezelfde ontwikkeling zien we in de courante cashflow: een toename met 53 %. De winst is evenwel meer dan verdubbeld, nl. van 3,08 miljoen naar 7,68 miljoen euro: + 150 %! Dat is een zeer mooie groei! En wat deed de koers bij dit alles? Bij het begin van 2001 werd een koers opgetekend van 37,2 euro en het jaar 2010 werd afgesloten tegen 51 euro. Een aangroei van 37,1 %. Niet om over naar huis te schrijven. Maar was het eerste decennium van deze eeuw geen verloren periode voor de beurs? Dus toch niet voor iedereen.

Bij Ter Beke hebben we het moeilijker om gelijkaardige cijfers te vinden omdat in die periode het aantal uitstaande aandelen bijna verdubbeld is om overnames te betalen. Maar in die periode ging het eigen vermogen wel van 17 naar 89 miljoen euro! De omzet steeg van 165 naar 402 miljoen euro! De winst klom in dezelfde periode van 3 miljoen tot 14,5 miljoen euro. Over heel de lijn stevige groei- cij-

fers dus. Voor het boekjaar 2001 werd netto 1 euro per aandeel uitgekeerd. Voor 2010 wordt het 1,875 euro. Dat is dus 87,5 % meer. Als we de koersen vergelijken dan staan we einde 2010 praktisch op hetzelfde niveau als bij het



begin van het decennium. Wat niet belet dat de notering in 2005 op een bepaald ogenblik 70 euro bedroeg. Maar zowel voor Miko als voor Ter Beke blijkt wat we in het begin van dit artikel schreven: een beperkte volatiliteit.

Niet duur We hebben hier geen klassieke analyse gemaakt zoals financiële analisten die gedetailleerd opstellen. We denken een aanzet gegeven te hebben om in een clubvergadering voor- en nadelen tegenover elkaar te plaatsen van twee minder volatiele aandelen die ons inziens een mooie toekomst heb-

ben. Beide hebben de vorige jaren fors gediversifieerd en een degelijke strategie voor een verdere renderende groei opgezet. De VFB-analist Gert De Mesure kleeft in De Stan-daard van 10/4 een koersdoel op Miko van 67 euro. Guy Sips van KBC Securities houdt het bij 56,50 euro. Voor Ter Beke heeft dezelfde analist 68 euro op het oog en Bank Degroof stelt 71 euro voorop. Inside Beleggen zegt dat men een eerste positie mag nemen.

Dat beide aandelen niet duurder staan, is omdat ze te klein zijn om institutionele beleggers te kunnen interesseren en daar kan voorlopig weinig verandering in komen. Maar als privébeleggers kunnen we daarvan profiteren. Het is nu wachten op de publicatie van de jaarrekening en de algemene vergadering om meer te vernemen. Als daar de vooruitzichten voor dit jaar concreter gemaakt worden, dan kunnen die koersdoelen wellicht (snel) gerealiseerd worden.



REDACTIE 21 APRIL 2011

KOERS MIKO 50 EURO, TER BEKE 59,94 EURO