



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

TER BEKE

1 maart 2017

Koers	155,00
Aantal aandelen (m)	1,733
Marktkapitalisatie (m)	268,6

Eigen vermogen FY16	114,97
Netto fin. schuld FY16	17,55

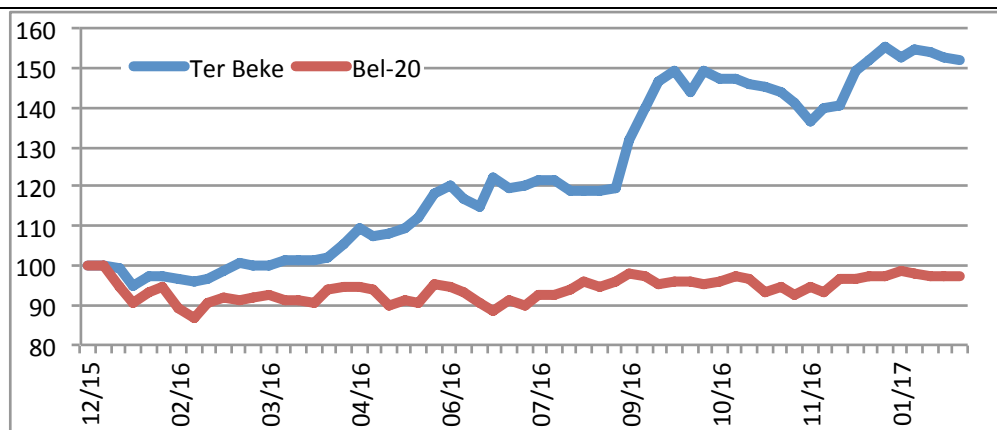
ROE '16	10,9%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Bedrijfsopbrengsten	403,72	421,08	407,20	399,73	396,32	418,56	428,80
Groei in %	0,4%	4,3%	-3,3%	-1,8%	-0,9%	5,6%	2,4%
EBIT	15,333	13,568	10,598	13,844	15,829	18,190	20,300
EBIT%	3,8%	3,2%	2,6%	3,5%	4,0%	4,3%	4,7%
EBITDA	33,233	31,130	28,602	31,418	34,273	37,735	39,400
EBITDA%	8,2%	7,4%	7,0%	7,9%	8,6%	9,0%	9,2%
Financieel resultaat	-2,713	-2,424	-1,542	-1,402	-1,201	-0,429	-0,900
Netto resultaat	9,006	8,207	6,202	8,132	10,298	12,542	13,800

	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Winst per aandeel	5,20	4,74	3,58	4,69	5,94	7,24	7,96
Netto dividend	1,875	1,875	1,875	1,875	2,555	2,450	2,450
Koers/winstverhouding *	9,81	10,13	15,98	13,51	16,79	21,41	19,46
Dividendrendement *	3,7%	3,9%	3,3%	3,0%	2,6%	1,6%	1,6%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2016 en 2017E 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. Vleeswaren vertegenwoordigden in 2016 71% van de omzet, de afdeling koelverse gerechten 29%.

Ter Beke heeft 7 industriële vestigingen, gelegen in België (5) 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. Naast de productie van vleeswaren, is vooral de versnijding en verpakking van vleeswaren (5 centra) heel belangrijk voor het groeipotentieel van de groep.

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 verwerfde het 33% van de Franse pasta-producent Stefano Toselli, het bedrijf dat partner is in The Pasta Food Company.

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



Resultaten 2016

(in miljoen euro)	FY15	FY16	Δ %
Omzet	396,319	418,563	5,6%
EBIT	15,829	18,190	14,9%
REBIT	18,594	18,914	1,7%
REBIT-marge	4,7%	4,5%	
EBITDA	34,273	37,735	10,1%
REBITDA	35,779	38,459	7,5%
REBITDA-marge	9,0%	9,2%	
Fin. resultaat	-1,201	-0,429	
Belastingen	-3,817	-5,258	
Bijdrage equivalentie	-0,513	0,059	
Nettowinst	10,298	12,562	22,0%
Winst per aandeel	5,94	7,25	22,0%

De cijfers van 2016 die Ter Beke publiceerde, lagen in lijn met onze verwachtingen. De omzet steeg 5,6% tot 418,6 miljoen euro. Beide divisies droegen bij tot die groei: vleeswaren +5,1% en bereide gerechten +7,1%. De recurrente EBITDA of REBITDA nam 7,5% toe tot 35,8 miljoen euro. De EBITDA steeg iets meer (+10,6%) door een meerwaarde op de verkoop van een kleinere vennootschap en door het feit dat er voor 0,2 miljoen euro minder opzegvergoedingen waren.

Na iets lagere afschrijvingen (-0,4 miljoen euro), maar hogere waardeverminderingen en provisies (+1,6 miljoen euro) komt de recurrente bedrijfswinst (REBIT) uit op 18,914 miljoen euro, een toename van slechts 1,7%. De bedrijfswinst nam wel 14,9% toe tot 18,190 miljoen euro. Het cijfer van 2015 kwam immers gevoelig lager uit door diverse afwaarderingen en uitzonderlijke kosten toen.

De financiële resultaten kenden een scherpe verbetering van -1,201 naar -0,429 miljoen euro, vooral het gevolg van positieve wisselkoersverschillen op GBP-indekkingen. De belastingen stegen iets sterker dan de onderliggende winstgroei. De bijdrage uit equivalentie, meer bepaald betreft het de belangen in The Pasta Food Company en in Stefano Toselli, verbeterde van -0,513 miljoen euro naar 0,059 miljoen euro in 2016. De nettowinst tot slot kwam uit op 12,562 miljoen euro (+22%), per aandeel is dat 7,25 euro. Het dividend blijft onveranderd op 3,50 euro bruto.

Weinig zichtbaar in de cijfers zijn de veelvuldige projecten en initiatieven die Ter Beke initieert en neemt. Intern zijn er projecten zoals de verdere invoering van een ERP-systeem, een ontwikkelingsprogramma voor 'young potentials', een opleidingsprogramma voor de leidinggevenden, een programma om overtollige voorraden te beperken en een project rond het objectiveren van smaken.

Naar de klant toe lopen er ook initiatieven. De operationele excellentie blijft hoog in het vaandel staan. De ontwikkeling van innoverende producten wordt versneld, tevens wil men de klant een nog betere prijs/kwaliteit bieden. Tot slot wordt er sterk ingezet op 'customer intimacy', m.a.w. het ontwikkelen van een langetermijnstrategie om de relatie met de klant te verbeteren.

Zonder twijfel hebben al deze initiatieven een zekere kostprijs, bijvoorbeeld op personeelsvlak. Maar wat blijkt? In 2016 daalden de personeelskosten van 74,110 naar 73,577 miljoen euro (-0,7%). Op onze vraag hieromtrent antwoordde de CEO dat er onderliggend en minder zichtbaar naar buiten toe, een switch gebeurt in profielen. Door een verdere automatisering van de productie (lees: waardoor minder personeel nodig is) kan er op andere niveau's meer personeel ingezet worden.

Over de Poolse joint-venture werd er weinig gecommuniceerd. Onderliggend nemen de productievolumes toe, maar de rendabiliteit verbetert gestaag. De expansie naar Duitsland toe gaat wel traag. In feite wordt nu een structureel stevige basis gelegd, waarvan op termijn de vruchten geplukt zullen worden.

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.



Segmentprestaties

Vleeswaren	FY14	FY15	FY16	Δ 14/16%	Δ 15/16%
Omzet	280,410	281,716	295,844	5,5%	5,0%
EBITDA	22,423	25,437	22,486	0,3%	-11,6%
EBITDA%	8,0%	9,0%	7,6%		
EBIT	11,404	13,713	12,350	8,3%	-9,9%
EBIT%	4,1%	4,9%	4,2%		
Bereide gerecht	FY14	FY15	FY16	Δ 14/16%	Δ 15/16%
Omzet	119,320	114,603	122,719	2,8%	7,1%
EBITDA	12,410	12,681	18,451	48,7%	45,5%
EBITDA%	10,4%	11,1%	15,0%		
EBIT	6,835	7,306	13,047	90,9%	78,6%
EBIT%	5,7%	6,4%	10,6%		

In 2016 kon de divisie **vleeswaren** de omzet met 5% aandikken tegenover 2015, tegenover 2014 was dat +5,5%. Feit is dat de omzet in 2015 quasi stabiel bleef door de afbouw van de productie van zoutwaren. Door de Brexit en de daaruitvolgende sterke waardedaling van het GBP verloor de groep in 2016 een belangrijke Britse klant, maar dat kon meer dan goedgemaakt worden door groei in Nederland en dan vooral in het domein van versnijding en verpakking. In de loop van 2016 lanceerde Ter Beke het multilagenconcept dat de versneden vleeswaren langer bewaard, waarvoor het in 2 nieuwe verpakkinglijnen investeerde. Na het binnenhalen van een omvangrijk contract met een Belgische distributiegroep ging het in het 4^e kwartaal van start met 100 winkels. Dat bracht aanzienlijke opstartkosten met zich en samen met de Brexit-gevolgen en de kosten voor de uitbouw van de Nederlandse organisatie resulteerde dit in een daling van de bedrijfswinst van het segment van 9,9%. De EBITDA ging 11,6% achteruit. In 2017 zal Ter Beke 400 winkels van die groep beleveren en dit zal garant staan voor een zekere omzetgroei voor dit segment. De rendabiliteit zou dan ook in belangrijke mate moeten verbeteren.

Het segment **bereide gerechten** leed in 2015 onder het verlies van een belangrijk contract, maar was in 2016 helemaal terug met een omzetgroei van 7,1%. De lancering van een ganse reeks nieuwe producten en concepten wierp duidelijk zijn vruchten af. Naar de rendabiliteit toe, profiteerde het van de hogere omzet, de continue kostencontrole, alsook van de rationalisering van het productengamma (stopzetten van te kleine reeksen). De EBITDA van het segment nam 45,5% toe, de bedrijfswinst steeg zelfs 78,6% (!), dankzij iets lagere afschrijvingen.

Ook wat 2017 betreft, mogen we uitkijken naar diverse productinnovaties. In vleeswaren zal een product aangeboden dat voor 50% uit groenten bestaat en er wordt een gluten- en lactosevrije paté gecommmercialiseerd. Tevens wordt samengewerkt met een gecertificeerde varkenskweker om bepaalde vleeskwaliteiten te kweken. In bereide gerechten wordt verder gewerkt aan het vernieuwen van de verpakking en zal een nieuwe categorie bereide gerechten gelanceerd worden waarbij de bloem in de pasta vervangen wordt door linzen, quinoa en kikkererwten.

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.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Discussiepunten analistenvergadering

Op de analistenvergadering bespraken we diverse punten met het management. We belichten er enkele van:

- dividend blijft ongewijzigd. Het bedrijf wil hiermee een signaal geven dat er naast interne groei ook een luik externe groei ingevuld zal worden. Een zekere winstreservering is hiervoor nodig.
- externe groei: gedacht wordt aan geografische expansie naast de kernmarkten België en Nederland. Groot-Brittannië lijkt hierbij een belangrijke plaats in te nemen. De Brexit is hier niet onmiddellijk de aanleiding toe, eerder de veranderende marktomstandigheden in het retaillandschap. De lokale en grote spelers dienen zich immers aan te passen aan de groeiende macht van de discounters en die discounters kent Ter Beke relatief goed.
- Stefano Toselli: Ter Beke heeft een optie om Stefano Toselli volledig over te nemen. Deze loopt af in 2018, maar in 2015 werd al 33% overgekocht. Stefano Toselli is uitsluitend actief in bereide gerechten, een deel van de omzet is afkomstig van diepvriesgerechten. Door hun langere houdbaarheid is de leveringsreikwijdte veel ruimer dan voor de verse bereide gerechten. Zo exporteert Stefano Toselli naar China waar het een belangrijke internationale retailgroep als klant heeft.

Wat het overnameverhaal betreft, moet dus zeker uitgegaan worden van de volledige overname van Stefano Toselli in 2018. Deze Franse groep realiseerde in 2015 een omzet van 72,5 miljoen euro, te vergelijken met de 122,7 miljoen euro die Ter Beke in bereide gerechten neerzette in 2016. Ter Beke betaalde in 2015 bijna 10 miljoen euro voor het eerste belang van 33%. We schatten dat Ter Beke voor het resterende belang een bedrag tussen 25 en 30 miljoen euro zal dienen te voorzien. Na deze operatie zal de ratio schuld/EBITDA nog steeds lager zijn dan een, wat nog altijd ruimte laat voor andere acquisities.

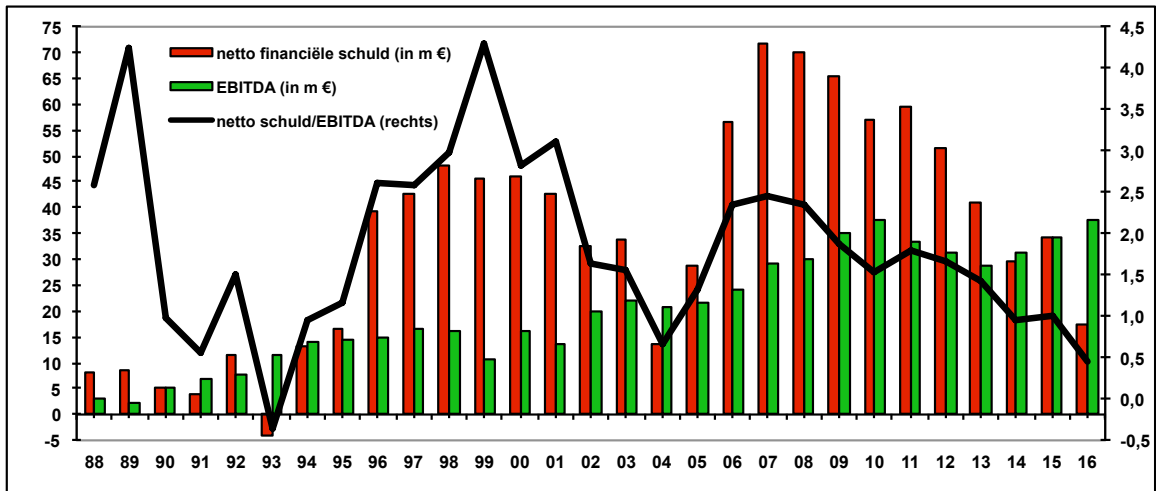
Conclusie

2016 was op omzetvlak een heel goed jaar, zeker daar het volledig door interne groei gekenmerkt werd. De (tijdelijk) lagere rendabiliteit in vleeswaren en de hogere voorzieningen wogen op de winstgevendheid van de groep, maar dit zou in 2017 minder het geval moeten zijn. Wel moet nog rekening gehouden worden met het Brexit-effect over 6 maand. In globa verwachten we toch iets betere cijfers. Om deze betere resultaten over 2017 in rekening te brengen, verhogen we ons koersdoel van 126 euro van september 2016 naar 135 euro nu. We herhalen dat die 135 euro geen rekening houdt met groei na 2017 en dus nog niet met de positieve impact van de bijna zekere overname van Stefano Toselli. Optisch gezien noteert het bedrijf duur met een koers/winst van 19,5 op onze verwachtingen voor 2017. We mogen wel niet vergeten dat de nettowinst gedrukt wordt door de hoge afschrijvingen na de zware investeringen van de voorbije jaren. Een meer normaal afschrijvingsniveau kan de nettowinst met 2 euro per aandeel opkrikken op termijn. En dan is er nog de gestage groei en de belangrijke creatie van vrije cash-flow. Zo daalde de netto financiële schuld in 2016 van 34,312 naar 17,547 miljoen euro.

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.



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.