



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGERS VZW

## LOTUS BAKERIES

19 februari 2015

Koers	<b>1192,00</b>
Aantal aandelen (m)	0,7816
Marktkapitalisatie (m)	931,66

Eigen vermogen FY14	200,63
Netto fin. schuld FY14	20,20

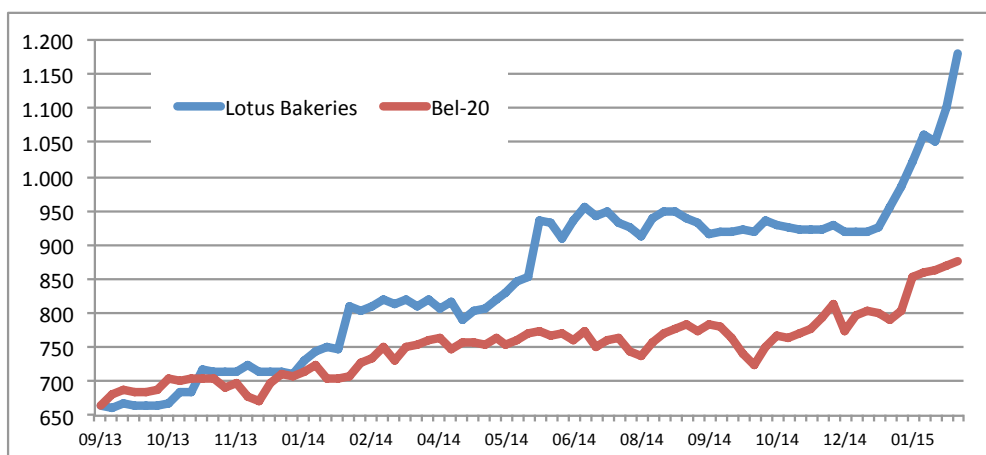
ROE '14	18,3%
ROCE '14	16,6%

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Bedrijfsopbrengsten	264,823	275,598	288,455	332,319	347,890	357,500
Groei in %	1,4%	4,1%	4,7%	15,2%	4,7%	2,8%
EBIT	34,081	33,668	34,727	37,716	49,172	52,300
EBIT%	12,9%	12,2%	12,0%	11,3%	14,1%	14,6%
EBITDA	48,302	48,077	47,898	51,950	66,754	68,800
EBITDA%	18,2%	17,4%	16,6%	15,6%	19,2%	19,2%
Financieel resultaat	-2,960	-0,668	-1,569	-1,740	0,016	-1,000
Netto resultaat	23,055	23,802	25,737	27,920	36,775	38,402
Netto cashflow	37,276	38,211	38,908	42,154	54,357	54,902

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Winst per aandeel	30,93	31,86	34,36	36,50	47,05	49,13
Cash-flow per aandeel	50,01	51,15	51,95	55,12	69,55	70,24
Netto dividend	6,60	7,05	7,35	8,10	9,30	9,45
Koers/winstverhouding *	13,09	13,02	16,15	19,55	25,33	24,26
Dividendrendement *	1,6%	1,7%	1,3%	1,1%	0,8%	0,8%

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

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



### Bedrijfsomschrijving

Het productengamma van Lotus omvat speculoos, pepparkakor (soort van Zweedse speculoos met kaneel en gember), peperkoek of ontbijtkoek, wafels en galetten, gebakspecialiteiten en dinosauruskokjes. In 2006 kende het een belangrijke groei door de overname van het Nederlandse Koninklijke Peijnenburg. In november 2008 werd het Zweedse Anna's Pepparkakor gekocht (had omzet van 17,3 miljoen euro). Medio 2012 volgde dan de aankoop van de intellectuele eigendomsrechten van het kinderconcept Dinosaurus (omzet 18 miljoen euro). Begin 2013 werd Biscuiterie Willems uit Eeklo met een jaaromzet van 23 miljoen euro overgenomen.

De productie-eenheden bevinden zich in België (5 fabrieken, één logistiek centrum), Nederland (3 fabrieken), Frankrijk (2 fabrieken) en Zweden (1 fabriek). Daarnaast heeft Lotus Bakeries eigen verkoopskantoren in Duitsland/Oostenrijk, Zwitserland, Tsjechië/Slovakije, Groot-Brittannië, Spanje, de V.S., Hong Kong, Chili en China. In totaal is de groep in een 30-tal landen aanwezig, ze telt 1.221 personeelsleden. In 2014 werd 32% van de omzet in België gerealiseerd, 23% in Nederland en 19% in Frankrijk. De V.S. waren goed voor 6% van de omzet, Groot-Brittannië voor 4% en Duitsland voor 3%. Enkele opmerkelijke landen waar Lotus Bakeries het goed doet, zijn Zuid-Korea, Israël en Japan.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 313 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

Lotus Bakeries slaagde erin de sterke prestatie van de eerste helft van 2014 door te trekken naar de tweede jaarhelft, met een stijging van de winst per aandeel van 30% tot 47,05 euro tot gevolg. De groepsomzet steeg 4,7% tot 347,89 miljoen euro, met dank aan de 5,2% groei van merkproducten. Wat producten betreft, verwijst het bedrijf naar de introductie van Lotus Dinosaurus en de goede gang van zaken in wafels en speculoos/speculoospasta. Van de absolute omzetgroei van ongeveer 16 miljoen euro is er 5,8 miljoen euro afkomstig van Dinosaurus, 4,9 miljoen euro van speculoos, 3,6 miljoen euro van wafels en 3 miljoen euro van speculoospasta. Geografisch kan die 16 miljoen euro ruwweg als volgt opgesplitst worden: +7,9 miljoen euro in Frankrijk, +4,5 miljoen euro in België, +2,5 miljoen euro in Groot-Brittannië en +1,9 miljoen euro in Israël (dit is een verdubbeling). De sterke prestatie in België en Frankrijk is des te opmerkelijk daar Lotus Bakeries er al een grote marktpositie heeft.

Om de evolutie van enkele zaken beter te begrijpen, herhalen we 2 commentaren van bij de eerste jaarhelft:

- De dinosauruskoekjes werden in de 2<sup>e</sup> helft van 2013 gelanceerd in België en Frankrijk
- De sterke groei in Frankrijk is deels het gevolg van het feit dat de Lotus-producten terug beschikbaar zijn in de Leclerc-winkels (na een prijsdispuut), deels door de snelle en succesvolle lancering van Dinosaurus, deels door de voortgezette marketinginspanningen naar speculoos toe en deels door wafels (vanaf 2<sup>e</sup> jaarhelft).

Wat Nederland betreft (een toch wel belangrijke markt), is er geen omzetgroei door de negatieve impact van prijsstijgingen naar de Peijnenburgproducten toe. Om het tij te keren zal de groep diverse nieuwe producten lanceren (bv. meer focus op gezondheid: volkoren, minder suiker,...), alsook beter afsluitbare verpakkingen introduceren. De rendabiliteit in Nederland gaat er desondanks wel op vooruit door de in 2013 doorgevoerde herstructureringen. Dat merken we bijvoorbeeld op het vlak van de personeelskosten die in 2014 quasi stabiel bleven, maar onderliggend een daling in Nederland en een toename in de rest van de groep kennen.

De recurrente bedrijfswinst (REBIT) steeg een opmerkelijke 19,49% door de omzetgroei, de investeringen in België en de herstructureringen in Nederland. De EBIT zelf steeg 30,37%, omdat er in 2013 bepaalde niet-recurrente kosten (voor herstructureringen) geboekt werden.

(in mio EUR)	2013	2014	Δ 13/14
Omzet	332,319	347,890	4,69%
Bedrijfswinst (EBIT)	37,716	49,172	30,37%
REBIT	41,371	49,433	19,49%
REBIT-marge	12,4%	14,2%	
REBITDA	55,622	67,015	20,48%
REBITDA-marge	16,7%	19,3%	
Financieel resultaat	-1,740	0,016	
Belasting	-8,057	-12,415	54,09%
Netto resultaat deel groep	27,920	36,775	31,72%
Winst per aandeel	36,23	47,05	29,86%
Nettodividend	8,10	9,30	14,81%

De financiële resultaten verbeterden van -1,740 naar 0,016 miljoen euro, vnl. door positieve wisselkoersverschillen en door lagere rentelasten door de schuldfbouw (van 48,887 naar 20,195 miljoen euro).

De belastingen stegen sterk, in 2013 werd er gebruikt gemaakt van bepaalde investeringsaftrekken in Nederland.

Het netto resultaat deel groep steeg 31,72%, per aandeel bedroeg de stijging 29,86% door een lichte toename van het aantal aandelen. Het brutodividend wordt verhoogd tot 12,40 euro (was 10,80 euro), netto is dat 9,30 euro.

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 313 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

## Waardering en conclusie

De winstgroei over 2014 was uitzonderlijk door enkele elkaar versterkende elementen (positieve impact herstructureringen Nederland, nieuwe productlanceringen, herneming leveringen aan Leclerc,...). Het moet duidelijk zijn dat voor het jaar 2015 geen andere uitzonderlijke elementen op tafel liggen die Lotus Bakeries moeten toelaten om opnieuw dergelijke winstgroei te realiseren. Gelet op de belangrijke (marketing) investeringen die in een volgende fase zullen nodig zijn en gelet op de reeds hoge marges die gerealiseerd worden, wordt een verdere snelle winstgroei dus minder evident.

Dat is ook de reden waarom de markt al uit kijkt naar een volgende omvangrijke overname en de markt lijkt de positieve impact van zo'n operatie ook al te verdisconteren. De heel lage netto financiële schuld laat overnames zeker toe.

Wat de waardering betreft, weerhouden we ons ervan om een bepaald koersdoel naar voren te schuiven. Niet het koersdoel op zich is belangrijk, wel de parameters. Met een simulatietabel laten we elke belegger toe om zijn eigen koersdoel te bepalen.

Langs de ene zijde geven we de verschillende kapitalisatievoeten of WACC's (gewogen gemiddelde kapitaalkost) weer, langs de andere zijde vertrekken we van een mogelijke jaarlijkse vrije cash flow van 45 miljoen euro en die laten we elke keer met 10% stijgen. Om in de buurt te komen van de huidige beurskoers, is een groei tussen 20% en 30% in de eerstvolgende jaren noodzakelijk en dit bij relatief reële kapitalisatievoeten van 6% tot 6,5%.

SIMULATIE		VRIJE CASH FLOW			
KOERSDOELEN		45,0	49,5 (+10%)	54 (+20%)	58,5 (+30%)
Kapitalisatievoet	5,5%	1.020	1.125	1.229	1.334
	6,0%	933	1.029	1.125	1.221
	6,5%	859	948	1.036	1.125
	7,0%	796	878	960	1.043

We sluiten wel niet uit dat bepaalde beleggers minder hoge eisen stellen en uitgaan van heel lage kapitalisatievoeten en dan is de huidige hoge waardering snel verrechtvaardigd. De extreem lage (risicovrije) marktrente laat dat toe, evenals de lage cycliciteit (en dus laag risiconiveau) van de activiteiten.

Gezien de beperkte liquiditeit van de aandelen, de sterke track record en het lage risiconiveau van de activiteiten vrezen we niet onmiddellijk een sterke correctie ten gevolge van de hoge waardering. Maar met deze hoge koersen wordt de lat voor het management wel heel hoog gelegd en zal de roep om een nieuwe overname met de dag luider worden.

Gert De Mesure

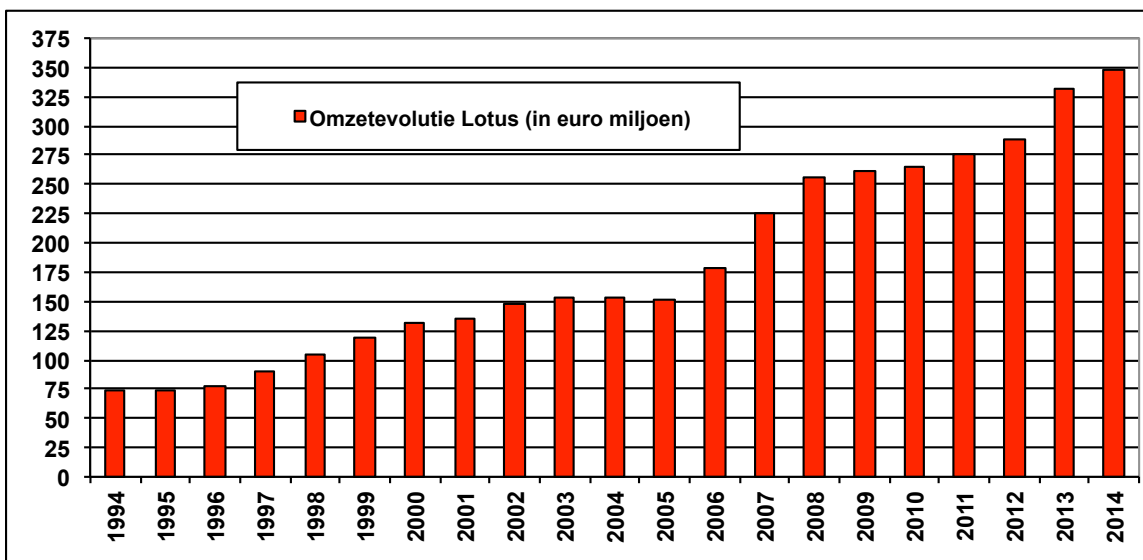
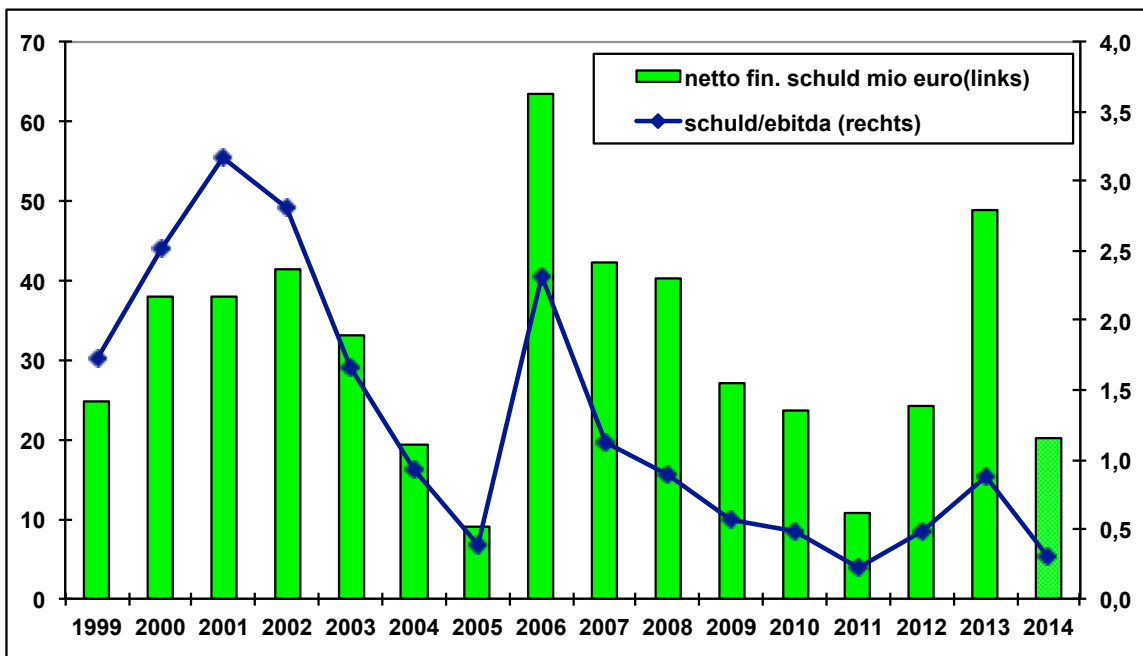
---

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 313 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 veelelvoudigd 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) 313 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 veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.