



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Greenyard Foods

1) Verslag resultaten boekjaar 2014/15

Qua organisatiestructuur was er relatief weinig verschil tussen de boekjaren 2013/14 en 2014/15. Dat maakt een interpretatie van de resultaten eenvoudiger. Wel viel er in het boekjaar 2013/14 een belangrijke meerwaarde te noteren, met name deze op de verkoop van Lutosa. Deze werd geboekt onder winst uit niet-voortgezette activiteiten.

Enkele belangrijke elementen m.b.t. 2014/15 waren:

- het oogstseizoen was normaal;
- in de diepvriesafdeling werd sterk ingezet op procesintegratie;
- de Britse site werd aangekocht, alle operationele sites zijn nu in het bezit van de groep;
- de Duitse activiteiten en Pinguin Aquitaine werden verkocht;
- in Polen werden de diepvriesproductie en de verpakking gecentraliseerd.

(in miljoen euro)	FY13/14	FY14/15	Δ 14/15
Bedrijfsopbrengsten	623,120	635,370	2,0%
REBITDA	51,439	62,565	21,6%
REBITDA-marge	8,3%	9,8%	
EBIT	20,695	27,545	33,1%
EBIT-marge	3,3%	4,3%	
REBIT	25,595	29,928	16,9%
REBIT-marge	4,1%	4,7%	
Financieel resultaat	-16,670	-6,874	
Belastingen	-7,540	-9,894	
Resultaat, deel groep	-3,515	10,591	
Winst niet-voortgezette act.	65,271	0,000	
Totaal resultaat, deel groep	62,306	10,591	
Idem, per aandeel	3,78	0,64	

In 2014/15 steeg de groepsomzet 2% tot 635,37 miljoen euro, wisselkoersevoluties waren goed voor een impact van +1,6%. In diepvries was er een omzetgroei van 1,1%, bij de conserven nam de omzet 3,7% toe. De REBITDA (recurrente EBITDA) kende een belangrijke stijging van 21,6% tot 62,565 miljoen euro. De verbetering van afgerond 11,1 miljoen euro kan opgesplitst worden in 5,2 miljoen euro besparingen door het wegvallen van huurkosten (na aankoop van de gebouwen zelf) en 5,9 miljoen euro door betere commerciële resultaten, operationele efficiënties en een betere kostenabsorptie. We herinneren er wel aan dat er na 6 maand voor 10 miljoen euro operationele verbeteringen waren, de 2^e jaarhelft (zoals aangekondigd) leed onder prijsdruk ten gevolge van de verminderde afzet van diepvriesgroenten in Rusland en van de goede oogst met relatief gunstige prijzen en goede volumes. Tegenover die 5,2 miljoen euro huurbesparingen staan wel belangrijke investeringen uit het vorige boekjaar met bepaalde financiële kosten en hogere afschrijvingen tot gevolg. Op niveau van de recurrente bedrijfswinst of REBIT wordt dat huurvoordeel dus uitgevaagd door hogere afschrijvingen, de REBIT steeg 16,9% tot 29,928 miljoen euro. Het verschil tussen REBIT en EBIT bedraagt ongeveer 2,3 miljoen euro. Die niet-recurrente kosten omvatten enkele kosten m.b.t. de herschikkingen in Polen, een minwaarde op de verkoop van Pinguin Aquitaine en een meerwaarde op de verkoop van Duitse activa.

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

Het financiële resultaat kende een verbetering van afgerond 10 miljoen euro. Enerzijds was er in het vorige boekjaar een kost van 2,1 miljoen euro op de heronderhandeling van een belangrijk krediet, anderzijds waren er ditmaal omvangrijke positieve wisselkoersverschillen (ongeveer 9,5 miljoen euro!). De belangrijkste financiële kost is ongeveer 6,5 miljoen euro en bevat de rente op de obligatielening met een coupon van 5%. De belastingvoet liep op tot 47,9% doordat de verliezen in bepaalde filialen niet afgezet konden worden tegen de winsten in andere filialen.

De nettowinst deel van de groep kwam uit op 10,777 miljoen euro (0,64 euro per aandeel). T.o.v. het verlies van -3,515 miljoen euro zonder de Lutosa-meerwaarde is dit een opmerkelijke verbetering.

Het eigen vermogen komt eind maart 2015 uit op 221,83 miljoen euro of 13,74 euro per aandeel. De netto financiële schuld is licht gedaald van 227,3 miljoen euro einde maart 2015 naar 224,3 miljoen euro einde maart 2015.

Op het vlak van de individuele divisies noteren we dat de omzet uit diepvries (65,2% van groepsomzet) met 1,1% gestegen is. De lagere verkoop in Rusland (was goed voor 1,7% van omzet) leidde tot een lager verkocht volume, maar dit kon gecompenseerd worden door een positieve productmix en een gunstige wisselkoersevolutie. Door de combinatie van eliminatie van huurgelden en van interne maatregelen steeg de recurrente EBITDA 28,6%, de recurrente bedrijfswinst of REBIT groeide 22,3% tot 14,263 miljoen euro.

De conservendivisie (34,8% van groepsomzet) realiseerde een omzetgroei van 3,7% door een combinatie van volumegroei en een betere productmix. De recurrente EBITDA steeg er 14,4%, de REBIT nam 12,4% toe.

(miljoen euro)	Diepvriesactiviteiten (Pinguin)			Conservenactiviteiten (Scana Noliko)		
	FY13/14	FY14/15	Δ 14/15 %	FY13/14	FY14/15	Δ 14/15 %
Omzet	409,817	414,129	1,1%	213,303	221,241	3,7%
REBITDA	26,149	33,623	28,6%	25,290	28,942	14,4%
REBITDA-marge	6,4%	8,1%		11,9%	13,1%	
REBIT	11,659	14,263	22,3%	13,936	15,665	12,4%

2) Uitoefening warrants

Enkele weken geleden besloot GIMV-XL over te gaan tot de uitoefening van haar 2,4 miljoen warrants, een operatie die volledig los staat van de fusie-operatie van Greenyard Foods met Univeg en Peatinvest, maar er voorafgaandelijk aan plaats vond. Door die uitoefening wordt het eigen vermogen van Greenyards Foods verhoogd met 25 miljoen euro tot 246,83 miljoen euro en komt het totaal aantal uitstaande aandelen uit op afgerond 18,9 miljoen. Door die uitoefening aan 10,67 euro per aandeel, daalt het eigen vermogen per aandeel van Greenyard Foods van 13,74 naar 13,06 euro per aandeel.

GIMV-XL is een samenwerking tussen GIMV en de Vlaamse Participatiemaatschappij die in december 2008 opgericht werd met de bedoeling aan de kapitaalbehoefte van grotere groeibedrijven in Vlaanderen te voldoen. Andere investeringen van het fonds zijn Vandemoortele, Xeikon, Lampiris, Hansea en Punch Powertrain.

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 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

3) Waardering Greenyard Foods

Gelet op het feit dat het aandeel Greenyard Foods de basis vormt van het nieuwe geheel (zie lager), is de waardering van Greenyard Foods een relatief belangrijk onderdeel van de oefening. Die waarde werd op 17,07 euro per aandeel bepaald, de resultante van een combinatie van waarderingmethoden, zoals daar zijn: de waardering van vergelijkbare bedrijven, de koersdoelen van de financiële analisten, de waardering van overnames in de sector en een verdiscontering van de vrije cashflows (DCF). De DCF-waardering leverde met 19,10 euro de hoogste waarde op en gaat uit van een EBITDA-marge van 10% voor de periode 2015/20, een jaarlijkse groei in die periode van 2,3%, een stabiele ratio werkkapitaal/omzet, een verdisconteringsvoet (WACC) van 7% en een langetermijngroei van 1%. Het is logisch dat door dergelijk gunstig groeiscenario de waarde hoger uitkomt dan met andere waarderingmethoden. Zoals gezegd kwam er een gemiddelde van 17,07 euro per aandeel uit de bus.

4) Details fusie-operatie

In april 2015 besloot controlerend aandeelhouder Hein Deprez om Univeg en Peatinvest met Greenyard Foods te fusioneren. Het is een complexe operatie die heel wat juridisch werk met zich brengt en die in de loop van de maand juni volledig afgerond zal worden. Uit de verschillende beschikbare documenten filterden we een aantal nuttige financiële elementen.

De eerste voorlopige proforma cijfers van de combinatie van de 3 bedrijven ziet er als volgt uit (zie rechts).

De evolutie van het aantal uitstaande aandelen van Greenyards Foods is geïllustreerd in de tabel hieronder. Voor de vergoeding van de inbreng van Univeg en Peatinvest werd de beurskoers van Greenyard Foods op 31 maart 2015 gebruikt, met name 16,60 euro. volledigheidshalve moeten we er nog aan toevoegen dat een onafhankelijke partij de waarde van een aandeel Greenyard Foods op 17,07 euro schatte (zie hoger).

Greenyard Foods: aantal bestaande aandelen	16.459.220
GIMV-XL: door uitoefening warrants	2.400.000
Univeg: inbreng à 16,60 euro, waarde 365,2 miljoen euro	21.998.869
Peatinvest: inbreng à 16,60 euro, waarde 23,4 miljoen euro	3.514.196
Totaal aantal aandelen Greenyard Foods	44.372.285

(in miljoen euro)	FY14/15
Bedrijfsopbrengsten	4.011,940
EBITDA	145,878
EBITDA-marge	3,6%
EBIT	80,958
EBIT-marge	2,0%
REBIT	73,318
REBIT-marge	1,8%
Financieel resultaat	-50,446
Belastingen	-7,657
Bijdrage vermogensmutatie	2,240
Deel derden	-1,090
Resultaat, deel groep	26,185
Winst per aandeel	0,59
Eigen vermogen	639,311
Eigen vermogen p/a	14,40
Netto financiële schuld	400,204

De nieuwe fusiegroep die zal opereren onder de naam Greenyard Foods zal bestaan uit 3 segmenten, te weten 1) vers, die de activiteiten van Univeg omvat (82% van het totaal), 2) bereid, de oorspronkelijke activiteiten van Greenyard Foods met de diepvries- en conservenactiviteiten (16% van het totaal) en tot slot 3) overige, die Peatinvest omvat (2% van totaal).

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

Door onze beperkte kennis van de financiële en operationele prestatie van de nieuwe groep, zijn we voorzichtig naar de waardering toe. Uit de proforma cijfers die opgesteld werden, kunnen we wel afleiden dat de nieuwe groep met flinterdunne marges opereert, de winst per aandeel over de laatste 12 maand bedroeg 0,59 euro per aandeel, het eigen vermogen kwam uit op 14,40 euro per aandeel. Een andere waarderingsratio die in dit kader nuttig kan zijn, is de EV/EBITDA, waarbij EV staat voor enterprise value, de som van de beurswaarde (of waarde van het eigen vermogen) en de netto financiële schuld. Die ratio komt uit op 8,37. Ter vergelijking deze ratio bedraagt bij Ter Beke 5,1; 6,1 voor Miko; 5,6 voor Barco; 10,1 voor Van de Velde en 11,9 voor Fagron.

5) Univeg: enkele cijfers

Gelet op het grote belang van Univeg in de nieuwe fusiegroep, is het nuttig om enkele financiële cijfers aan te halen. Zo steeg de omzet in het boekjaar 2014 4,7%, de EBITDA ging 8,1% hoger, de nettowinst nam 10,5% toe. Het eerste kwartaal van 2015 verliep met een omzetgroei van 5,7% dankzij de pas opgestarte activiteiten in Tsjechië en verdere groei in Duitsland, de EBITDA daalde echter 2,4%.

(miljoen euro)	FY13	FY14	14KW1	15KW1
Omzet	3.028,5	3.170,7	805,7	851,7
EBITDA	71,6	77,4	12,6	12,3
Netto winst	16,2	17,9	-4,9	-4,3

6) Conclusie

Het samenbrengen van Greenyard Foods, Univeg en Peatinvest creëert een belangrijke partij in de gefragmenteerde wereld van groenten en fruit en dat kan heel wat mogelijkheden bieden. Enerzijds worden de klanten van de groep steeds groter, anderzijds kan het nieuwe Greenyards Foods een belangrijke consoliderende rol gaan spelen in de sector.

Naar de waardering van deze nieuwe groep toe, vrezen we wel dat al heel wat goed nieuws in de koers verdisconteerd is. Het is duidelijk dat de beurskoers al op de feiten vooruit gelopen is. Dat belet niet dat de groep heel wat potentieel heeft, om te beginnen intern, maar dat vraagt een zekere tijd. Dat zagen we reeds in het boekjaar 2014/15 van Greenyard Foods zelf, de meest optimale situatie (operationeel, commercieel, fiscaal en juridisch) is zeker nog niet bereikt. Koersen onder 17 euro zouden we wel aangrijpen om een eerste positie in te nemen. Daarnaast wachten we meer informatie af over de strategie van de nieuwe groep en haar financiële objectieven.

Gert De Measure (17 juni 2015, koers Greenyard Foods: 18 euro)

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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.