

Buy

Koers (05/08/26)	EUR 5.78
Koersdoel	EUR 8.00
Risico	Medium
Bloomberg	FFARM:NA
Aantal uitstaande aandelen (m)	89.1
Market cap (m)	EUR 515m
Nettoschuld 12/25 (m)	EUR 64
Nettoschuld/EBITDA 12/26	0.3
Koersresultaat (1 jaar)	+49.0%
Verschil EuroStoxx	+27.5%
Volume (#/day)	114,545
L/H 1 jaar	EUR 3.72 -6.92
Vrij verhandelbaar	37.9%
Cooperation	48.1%
FromFarmers	
ST Beheer & AK	9.0%
D. Lindenbergh	5.0%
	-
	-

Bedrijfsprofiel

ForFarmers is een toonaangevend Europees diervoederbedrijf met sterke posities in Nederland, Duitsland, België en het Verenigd Koninkrijk



Analist:

Fernand de Boer

Senior Equity Analyst

+31 20 573 5417

f.deboer@degroofpetercam.com

ForFarmers

Sterke resultaten in uitdagende markten

- De resultaten van H1-26 overtroffen de verwachtingen, dankzij een gunstige prijs/mix en de bijdrage van M&A. De resultaten tonen opnieuw aan dat ForFarmers uitdagende marktomstandigheden kan doorstaan.
- Op basis van de resultaten van vandaag zullen we onze schattingen verhogen. We blijven echter voorzichtig over de marktomstandigheden. Buy herhaald. TP terug naar EUR 8,0.

Volumes in lijn, mooie beat op EBITDA

ForFarmers heeft zijn resultaten van het eerste halfjaar 26 gepubliceerd.

Belangrijkste items:

- In H1-26 stegen de totale volumes met 5,1% tot 5,452 MT, in lijn met onze schatting. LFL-volumegroei was -0,1% vs DPe -0,2%. De volumes mengvoer stegen met 3,3%, stabiel op LFL-basis. Op LFL-basis daalden de volumes in Nederland (-1,5%) en het VK (-5,4%), gecompenseerd door Duitsland/Polen (6,4%).
- De brutowinst steeg met 12,6% tot EUR 327 miljoen en overtrof onze schatting van EUR 325 miljoen. De brutowinst werd gedreven door hogere volumes, een goede prijsmix en efficiëntieverbeteringen. Nederland en Duitsland/Polen overtroffen, gedeeltelijk geneutraliseerd door een lagere brutowinst dan verwacht in het Verenigd Koninkrijk.
- De hogere brutowinst in combinatie met kostenbeheersing resulteerde in een 6% beat on adj. EBITDA (EUR 84,7 miljoen vs DPe 80,1 miljoen). Dit resulteerde ook in een beat op EBIT en nettowinst.
- De cashgeneratie bleef sterk, wat resulteerde in een nettoschuld vóór IFRS-16 van EUR 22,4 miljoen vs. DPe van EUR 42,7 miljoen, wat een aanzienlijke ruimte biedt voor M&A.
- Zoals verwacht geen outlook, het bedrijf verwees naar volatiliteit in grondstoffen door geopolitieke factoren en lage waterstanden, lagere melk- en varkensprijzen en de verwachte negatieve impact van het Nederlandse stikstofbeleid. Aan de positieve kant was er minder impact van ziekten. Geen commentaar op de KPS JV, buiten dat deze verwacht wordt in de herfst van dit jaar afgerond te zijn en dat goedkeuring is verkregen van de Poolse autoriteiten.

EUR	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Omzet uit verkopen	3,365.8	2,973.0	2,745.7	3,153.1	3,178.4	3,246.9	3,320.5
EBITDA	75.7	61.3	107.2	148.1	151.4	159.9	166.2
Nettowinst	29.9	22.7	40.5	61.9	60.9	66.7	71.0
Winst per aandeel	0.33	0.25	0.46	0.69	0.68	0.75	0.80
CF per aandeel	0.77	0.47	0.93	1.24	1.24	1.40	1.45
Dividend pa	0.20	0.15	0.20	0.30	0.31	0.39	0.42
EV/EBITDA	4.7	4.2	4.0	3.9	4.8	4.6	4.4
Koers/winst	8.8	9.3	7.4	6.4	8.5	7.7	7.3
Dividendrendement	6.8%	6.3%	5.9%	6.8%	5.3%	6.7%	7.2%

Bron: ForFarmers/Degroef Petercam

Issuer-sponsored research. Dit rapport is issuer-sponsored research op basis van een overeenkomst tussen Degroef Petercam en het bedrijf, en wordt volledig door de laatste betaald. Meer informatie: zie de disclaimer sectie.

Onze visie: resultaten tonen opnieuw verbeterde kwaliteit van het bedrijf

- Weer een goede set resultaten, die onze schattingen overtreffen dankzij efficiëntieverbeteringen en prijsmix.
- Op basis van de resultaten van vandaag verwachten we onze schattingen voor FY26 te verhogen, maar behouden we onze voorzichtige opstelling ten aanzien van de marktomstandigheden. Dit maakt ons niet voorzichtig over het bedrijf zelf. H1/Q2 bevestigt opnieuw dat ForFarmers in staat is om goed te presteren, zelfs in uitdagende omstandigheden.

Beleggingsconclusie: Buy-advies herhaald, koersdoel terug naar EUR 8

- We blijven zeer positief over het bedrijf, zijn marktpositie en de vooruitgang die het boekt met zijn strategie in de onzekere marktomstandigheden.
- Ons TP is afgeleid van een mix van waarderingmethoden, waaronder DCF, sum-of-the-parts en multiples-gebaseerde benaderingen. Het DCF-model ondersteunt een waardering van bijna 8 euro per aandeel. De afgelopen 5 jaar werd het bedrijf verhandeld tegen een gemiddelde PER van 9,2x en een EV/EBITA van 7,3x, wat, toegepast op de schattingen voor 2027, EUR 7,5 per aandeel impliceert. Vergelijkbare bedrijven worden momenteel gewaardeerd tegen een PER voor 2026 van 12,5x en 9,0x EV/EBIT, wat wijst op EUR 8,5 per aandeel. Buy maintained.

Figuur 1

	Q2-25	Q2-26e	Q21-26 A	H1 25	H1 26e	H1-26A
Volumes	2.6	2.7	2.8	5.2	5.5	5.5
LFL volume growth	3.4	0.1	0.1	2.3	-0.2	-0.1
Revenues	818	809	790	1,572	1,597	1,577
Gross profit	153	163	166	291	325	327
Adj. EBITDA	33.4	39.0	43.6	60.8	80.1	84.7
Adj EBIT			27.5	35.8	52.5	57.2
Adj. net profit			61.9	23.4	32.4	37.3
net debt			6.0	-43.5	-42.7	-22.4

Bron: Degroef Petercam

Resultatenrekening (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Omzet	3,366.3	2,975.8	2,760.7	3,164.9	3,178.9	3,247.5	3,321.2
(waarvan uit verkopen)	3,365.8	2,973.0	2,745.7	3,153.1	3,178.4	3,246.9	3,320.5
Organische groei j-o-j	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.5%	0.3%	1.6%	1.9%
Inkoop diensten & goederen	-2,871.0	-2,495.7	-2,227.4	-2,541.9	-2,528.1	-2,579.3	-2,638.9
Brutowinst	495.3	480.1	533.3	623.0	650.8	668.2	682.3
Personeelskosten	-167.7	-174.7	-183.3	-207.8	-209.9	-212.0	-214.1
Overige kosten	-251.9	-244.1	-242.8	-267.1	-289.5	-296.3	-302.0
EBITDA	75.7	61.3	107.2	148.1	151.4	159.9	166.2
Aangepaste EBITDA	76.1	70.2	100.8	145.9	153.4	161.9	168.2
Aangepaste EBITDA-marge	-2.7%	-7.8%	+43.6%	+44.7%	+5.1%	+5.6%	+3.9%
EBITA	36.4	26.5	68.8	97.3	95.4	107.5	113.6
Aangepaste EBIT	38.8	32.7	59.1	93.2	98.6	105.9	111.9
Aangepaste EBIT-marge	1.2	1.1	2.2	3.0	3.1	3.3	3.4
Amortisatie	-8.6	-9.6	-12.6	-12.7	-12.6	-12.6	-12.7
EBIT	27.8	3.1	55.4	84.6	82.8	94.9	100.9
Netto rentekosten	-5.4	-6.9	-7.5	-9.7	-7.6	-6.0	-5.7
Overige financiële kosten	-1.1	-2.6	-8.7	-9.8	-8.0	0.0	0.0
Netto financiële kosten	-6.5	-9.5	-16.2	-19.5	-15.6	-6.0	-5.7
Winst voor belastingen	21.3	-6.4	39.2	65.1	67.2	88.9	95.2
Belastingen	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-17.6	-21.8	-23.4
Belastingdruk	18.8%	28.1%	20.9%	22.0%	26.2%	24.6%	24.6%
Resultaat deelnemingen	4.3	5.2	3.2	0.5	0.0	0.0	0.0
Aandeel derden	-0.2	-2.9	-2.8	-4.5	-7.3	-7.7	-8.1
Beëindigde activiteiten & bijzonder resultaat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	21.4	-2.3	31.4	46.8	42.3	59.3	63.7
Aangepaste nettowinst	29.9	22.7	40.5	61.9	60.9	66.7	71.0
Balans (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Materiële vaste active	283.8	265.5	278.0	360.8	389.8	423.7	458.6
Lease active	28.6	39.5	50.8	67.6	65.6	63.7	61.9
Goodwill	61.4	55.0	64.0	63.9	63.9	63.9	63.9
Overige immateriële activa	43.8	35.0	55.2	50.1	38.3	26.5	14.6
Financiële vaste active	41.2	37.9	35.0	9.6	9.6	9.6	9.6
Uitgestelde belastingvorderingen	2.5	4.7	9.1	5.7	5.7	5.7	5.7
Totaal vaste activa	461.3	437.6	492.1	557.7	572.8	593.0	614.4
Voorraden	158.2	108.7	127.1	160.9	165.4	170.0	174.8
Handelsvorderingen	281.2	205.2	223.9	235.4	240.1	244.9	249.8
Overige vlottende activa	51.0	42.8	38.9	46.7	46.7	46.7	46.7
Geldmiddelen en kasequivalenten	68.4	46.5	50.7	109.7	102.9	100.2	93.7
Totaal vlottende activa	558.8	403.2	440.6	552.7	555.1	561.8	564.9
Activa aangehouden voor verkoop	0.3	0.0	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal activa	1,020.4	840.8	942.1	1,110.4	1,127.9	1,154.7	1,179.3
Eigen vermogen	335.1	311.5	328.4	357.8	376.6	407.0	434.4
Aandeel derden & preferente aandelen	9.1	8.9	9.9	80.6	87.9	95.6	103.8
Totaal eigen vermogen	344.2	320.4	338.3	438.4	464.5	502.6	538.2
Langlopende rentedragende schuld	94.9	59.9	80.0	15.1	15.1	15.1	15.1
Langlopende leaseschuld	23.1	32.1	40.8	54.1	54.1	54.1	54.1
Pensioenvoorzieningen	16.7	16.4	21.2	16.0	16.0	16.0	16.0
Overige voorzieningen	2.5	2.7	3.6	12.2	12.2	12.2	12.2
Uitgestelde belastingverplichtingen	14.2	9.6	17.7	19.2	19.2	19.2	19.2
Overige langlopende verplichtingen	24.2	28.2	36.9	47.2	55.2	55.2	55.2
Totaal langlopende verplichtingen	175.6	148.9	200.2	163.8	171.8	171.8	171.8
Kortlopende rentedragende schuld	42.1	8.0	27.5	88.6	63.6	43.6	23.6
Kortlopende leaseschuld	6.7	8.5	11.5	15.8	15.8	15.8	15.8
Crediteuren	449.9	349.7	357.6	388.8	397.2	405.9	414.9
Overige kortlopende verplichtingen	1.9	5.3	7.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Totaal kortlopende verplichtingen	500.6	371.5	403.6	508.2	491.6	480.3	469.3
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal eigen vermogen & passiva	1,020.4	840.8	942.1	1,110.4	1,127.9	1,154.7	1,179.3

Bron: ForFarmers/Degroef Petercam

Kasstroomoverzicht (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
EBIT	27.8	3.1	55.4	84.6	82.8	94.9	100.9
Afschrijvingen	39.3	34.8	38.4	50.8	56.0	52.4	52.6
Amortisatie	8.6	9.6	12.6	12.7	12.6	12.6	12.7
Bijzondere waardevermindering	0.0	13.8	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Wijzigingen in voorzieningen	-13.6	-5.3	-5.4	-6.9	0.0	0.0	0.0
Voorraadmutaties	-35.6	49.7	-8.3	3.3	-4.5	-4.6	-4.8
Mutaties in vorderingen	-52.2	82.3	16.6	27.0	-4.7	-4.8	-4.9
Mutaties in schulden	82.4	-88.3	-17.7	0.8	8.4	8.7	9.0
Mutaties in overige vlottende activa/passiva	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Veranderingen in het werkkapitaal	-5.4	43.7	-15.4	31.1	-0.8	-0.7	-0.7
Overige operationele kasstroom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operationele cashflow	56.8	99.7	86.4	172.3	150.6	159.2	165.5
Betaalde belastingen	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-17.6	-21.8	-23.4
Dividenden ontvangen uit deelnemingen	2.4	2.1	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Netto betaalde rente	-5.4	-6.4	-5.2	-5.6	-7.6	-6.0	-5.7
Overige kasstroom uit bedrijfsactiviteiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit operationele activiteiten	49.8	97.2	79.8	152.4	125.4	131.4	136.4
Investerings in materiële active	-30.0	-31.4	-26.8	-50.9	-45.0	-45.9	-46.8
Investerings mat. activa/afschrijvingen	76.3%	90.2%	69.8%	100.2%	80.3%	87.6%	88.9%
Investerings in immateriële activa	-3.1	-3.0	-1.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Acquisities	0.0	-5.5	-74.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Desinvesteringen	0.0	29.7	15.8	15.6	0.0	0.0	0.0
Overige investeringskasstroom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten	-33.1	-10.2	-86.6	-36.0	-45.8	-46.7	-47.6
Betaalde dividenden	-25.9	-17.3	-14.8	-23.8	-26.7	-27.3	-34.6
Minderheids- en preferente dividenden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inkoop van eigen aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Opbrengsten uit uitgifte aandelen	-14.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Betalings op leaseverplichtingen	-8.9	-9.1	-12.6	-17.6	-18.0	-18.3	-18.7
Overige financieringskasstroom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-49.1	-26.4	-27.4	-41.4	-44.7	-45.6	-53.3
Veranderingen in consolidatie & valuta's	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mutatie in netto contanten (schuld)	-32.4	60.6	-34.2	75.0	35.0	39.1	35.5
FCF voor onderneming	10.8	58.0	37.4	88.7	69.3	72.4	75.8
FCF voor aandeelhouders	7.8	53.7	39.0	83.1	61.7	66.4	70.1
Bedrijfswaarde & geïnvesteerd kap. (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Marktkapitalisatie	261.0	212.0	300.2	394.6	514.9	514.9	514.9
Langlopende schulden	94.9	59.9	80.0	15.1	15.1	15.1	15.1
Kortlopende schulden	42.1	8.0	27.5	88.6	63.6	43.6	23.6
Leaseschuld	29.8	40.6	52.3	69.9	69.9	69.9	69.9
Kaspositie	68.4	46.5	50.7	109.7	102.9	100.2	93.7
Netto financiële schuld	98.4	62.0	109.1	63.9	45.7	28.5	15.0
Aandeel derden & preferente aandelen	9.1	8.9	9.9	80.6	87.9	95.6	103.8
Bedrijfswaarde-aanpassingen	-16.3	-23.5	6.5	41.5	75.9	92.5	92.5
Bedrijfswaarde	352.2	259.4	425.7	580.6	724.4	731.5	726.2
Eigen vermogen (groep aandeel)	335.1	311.5	328.4	357.8	376.6	407.0	434.4
Netto financiële schuld	68.6	21.4	56.8	-6.0	-24.2	-41.5	-55.0
Aandeel derden	9.1	8.9	9.9	80.6	87.9	95.6	103.8
Aanpassingen geïnvesteerd kapitaal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Bron: ForFarmers/Degroef Petercam

Cijfers per aandeel (EUR)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28ee
Aangepaste Winst per aandeel	0.33	0.25	0.46	0.69	0.68	0.75	0.80
Volledig verwaterde winst per aandeel							
Gerapporteerde winst per aandeel	0.24	-0.03	0.35	0.53	0.47	0.67	0.71
Cash flow per aandeel	0.77	0.47	0.93	1.24	1.24	1.40	1.45
FCF voor aandeelhouders per aandeel	0.09	0.60	0.44	0.93	0.69	0.75	0.79
Dividend per aandeel	0.20	0.15	0.20	0.30	0.31	0.39	0.42
Boekwaarde per aandeel	3.75	3.50	3.69	4.02	4.23	4.57	4.88
Aandelen (m)							
Aantal aandelen aan het einde van het jaar	89.240	89.080	89.080	89.080	89.080	89.080	89.080
Gemiddeld aantal aandelen	90.230	89.120	88.800	89.080	89.080	89.080	89.080
Gemiddeld aantal verwaterde aandelen							
Ratio's	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Waarderingsanalyse							
Aangepaste K/W	8.8	9.3	7.4	6.4	8.5	7.7	7.3
Koers/boekwaarde	0.8	0.7	0.9	1.1	1.4	1.3	1.2
Bedrijfswaarde/EBITDA	4.6	3.7	4.2	4.0	4.7	4.5	4.3
Bedrijfswaarde/EBITA	9.7	9.8	6.2	6.0	7.6	6.8	6.4
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	9.1	7.9	7.2	6.2	7.4	6.9	6.5
Bedrijfswaarde/geïnvesteed kapitaal	0.9	0.8	1.1	1.3	1.7	1.6	1.5
Bedrijfswaarde/FCF	32.7	4.5	11.4	6.6	10.5	10.1	9.6
FCF rendement	3.0%	25.3%	13.0%	21.1%	12.0%	12.9%	13.6%
Dividendrendement	6.8%	6.3%	5.9%	6.8%	5.3%	6.7%	7.2%
Financiële ratio's							
Rentedekking	5.1	0.5	7.4	8.7	10.9	15.8	17.7
Nettoschuld/EBITDA	1.3	1.0	1.0	0.4	0.3	0.2	0.1
Convenant nettoschuld/EBITDA	1.0	0.4	0.7	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
Nettoschuld/eigen vermogen	28.6%	19.4%	32.3%	14.6%	9.9%	5.7%	2.8%
Nettoschuld/FCF	12.6	1.2	2.8	0.8	0.7	0.4	0.2
ROCE vóór belastingen	6.9%	0.8%	15.0%	20.5%	19.0%	21.0%	21.4%
ROCE na belastingen	3.5%	0.9%	8.6%	10.9%	9.1%	9.7%	10.1%
Rendement op eigen vermogen	6.1%	-0.7%	9.8%	13.6%	11.5%	15.1%	15.1%
Werkkapitaal (in % van de omzet)	1.2%	0.1%	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
Dividend als % van de winst	60.4%	58.9%	43.9%	43.2%	44.8%	51.9%	52.5%
Margeanalyse en belastingtarief							
Brutomarge	14.7%	16.2%	19.4%	19.8%	20.5%	20.6%	20.6%
Aangepaste EBITDA-marge	2.3%	2.4%	3.7%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%
EBITDA-marge	2.3%	2.1%	3.9%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%
Aangepaste EBIT-marge	1.2%	1.1%	2.2%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%
EBIT-marge	0.8%	0.1%	2.0%	2.7%	2.6%	2.9%	3.0%
Aangepaste nettowinstmarge	0.9%	0.8%	1.5%	2.0%	1.9%	2.1%	2.1%
Belastingdruk	18.8%	28.1%	20.9%	22.0%	26.2%	24.6%	24.6%
Growth analysis							
Omzetverandering j-o-j	+26.0%	-11.7%	-7.7%	+14.8%	+0.8%	+2.2%	+2.3%
Organische omzetverandering j-o-j	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.5%	0.3%	1.6%	1.9%
EBITDA-mutatie j-o-j	+2.6%	-19.0%	+74.9%	+38.2%	+2.2%	+5.6%	+3.9%
EBIT-mutatie j-o-j	+13.2%	-27.1%	+159.6%	+41.4%	-2.0%	+12.7%	+5.7%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	+3.6%	-24.1%	+78.4%	+52.8%	-1.6%	+9.4%	+6.5%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	+8.6%	-23.1%	+79.1%	+52.4%	-1.6%	+9.4%	+6.5%
Dividendwijziging j-o-j	-31.0%	-25.0%	+33.3%	+50.0%	+2.1%	+26.9%	+7.6%

Bron: ForFarmers/Degroef Petercam

Issuer-sponsored Research

Dit rapport wordt beschouwd als issuer-sponsored research. Degroef Petercam is aangesteld door het bedrijf om deze research te publiceren en wordt hiervoor betaald.

Het rapport is toegankelijk op een aparte website voor issuer-sponsored research, maar is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers onder MiFID. Meer informatie over belangenconflicten kan worden gevonden in de sectie "belangenconflicten" hieronder, of op onze website.

Vertaling

Deze publicatie is een vertaling van de originele Engelstalige versie van onze research. In geval van inhoudelijke verschillen tussen deze twee versies is de originele Engelstalige versie altijd leidend. Deze Engels versie kan worden gedownload op onze website <https://research.degroofpetercam.com/>.

Degroof Petercam ESG Rating

ESG-leader

★★★★★

Full ESG-reports:

<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=54&type=4555>

Environment

★★

Social

★★★

Governance

★★★

Disclosures

None.

Beoordelingssysteem & Waarderingsmethoden

Over Degroef Petercam

Dit verslag is opgesteld door Bank Degroef Petercam SA/NV ("Degroef Petercam").

Degroef Petercam is een financiële instelling die toegelaten is door en onder prudentieel toezicht staat van, als kredietinstelling, de Nationale Bank van België en onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. Zij heeft haar maatschappelijke zetel te 44, rue de l'Industrie, 1040 Brussel en is ingeschreven bij de kruispuntbank voor ondernemingen onder nummer 0403.212.172.

Niet goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder

Dit verslag is niet onderworpen aan enige wettelijke verplichting tot voorafgaande goedkeuring door een bevoegde toezichthoudende autoriteit. Dientengevolge is dit verslag niet ter goedkeuring voorgelegd aan een bevoegde toezichthoudende autoriteit en zal dit ook niet worden gedaan.

Inhoud van het verslag

Dit rapport is opgesteld door het sell-side onderzoeksteam van Degroef Petercam. Alle meningen, standpunten, ramingen en projecties in dit rapport weerspiegelen de persoonlijke visie van de auteur op de betrokken onderneming en gerelateerde effecten op de datum van dit rapport. Dit rapport weerspiegelt niet noodzakelijk de standpunten van Degroef Petercam als instelling en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De analist(en) beweert (beweren) voorts geen betekenisvol financieel belang te hebben in één van de voornoemde ondernemingen, niet in een belangenconflict te verkeren en geen aansporing te hebben aanvaard van enige persoon met een materieel belang in de betrokken onderneming. De bezoldiging van de analisten is onderworpen aan het bezoldigingsbeleid van Degroef Petercam en kan hier geraadpleegd worden.

De informatie en opinies in dit rapport zijn samengesteld of afkomstig van bronnen die betrouwbaar en te goeder trouw worden geacht, maar er wordt geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, gegeven met betrekking tot hun nauwkeurigheid, volledigheid of juistheid. Geldigheid van het verslag

Alle informatie, meningen of ramingen in dit verslag worden, ongeacht de bron, te goeder trouw verstrekt en zijn slechts geldig op de datum waarop dit verslag wordt gepubliceerd en kunnen worden gewijzigd. De waarde van elke investering kan ook schommelen als gevolg van marktveranderingen. Degroef Petercam is niet verplicht om de ontvangers van dit verslag op de hoogte te brengen van enige wijziging in dergelijke meningen of schattingen.

Herziening door de betrokken onderneming van dit verslag

Degroef Petercam behoudt zich het recht voor om een ontwerp van het onderzoeksrapport (met uitzondering van - indien relevant - de doelwaarderingsvork/reële waarde en de aanbeveling) ter beoordeling voor te leggen aan de onderworpen onderneming met als enige doel onopzettelijke materiële feitelijke onjuistheden te corrigeren.

Belangenconflict

Er moet worden opgemerkt dat Degroef Petercam en de betrokken onderneming een overeenkomst hebben gesloten met betrekking tot de productie van dit rapport. Degroef Petercam heeft een vergoeding ontvangen van de betrokken onderneming voor het opstellen en verspreiden van dit rapport. Deze vergoeding is (i) een vaste vergoeding die tussen de betrokken onderneming en Degroef Petercam werd overeengekomen vóór de opstelling en publicatie van dit verslag en (ii) in geen geval positief of negatief beïnvloed door de inhoud van dit verslag.

Wegens de brede activiteiten van de groep waartoe Degroef Petercam behoort, kan het voorkomen dat Degroef Petercam of één van haar verbonden ondernemingen



- posities aanhoudt of transacties uitvoert in de effecten van de hierin vermelde onderneming of een lid van haar groep;
- investment banking diensten voor dergelijke ondernemingen uitvoert of tracht uit te voeren (zoals corporate finance adviesdiensten);
- optreedt als market maker of liquiditeitsverschaffer voor de effecten van de hier genoemde vennootschap
- andere diensten verricht waartoe zij wettelijk gerechtigd is;
- een mandaat bezit in de betrokken vennootschap
- een aanzienlijke deelneming in de betrokken onderneming bezit.

In dit verband moet Degroof Petercam regelingen hebben getroffen om belangenconflicten tussen haarzelf en cliënten en tussen verschillende cliënten onderling te onderkennen, te voorkomen en te beheeren. Degroof Petercam werkt volgens een beleid inzake belangenconflicten waarin Degroof Petercam die situaties heeft geïdentificeerd waarin sprake kan zijn van een belangenconflict en, in elk geval, de stappen die zijn genomen om dat conflict te beheeren. Degroof Petercam heeft redelijke maatregelen genomen om ervoor te zorgen dat de objectiviteit van dit onderzoeksverslag en de onafhankelijkheid van de auteur gewaarborgd zijn en heeft verschillende regelingen getroffen (zoals interne beleidslijnen en procedures) om potentiële belangenconflicten te beheeren. Degroof Petercam heeft bijvoorbeeld een beloningsbeleid, een procedure voor het verhandelen van persoonlijke rekeningen en verschillende organisatorische maatregelen zoals Chinese Walls geïmplementeerd die bedoeld zijn om onrechtmatige bekendmaking en gebruik van vertrouwelijke en gevoelige informatie te voorkomen. Wanneer de regelingen in het kader van ons beleid inzake belangenconflicten niet volstaan om een bepaald conflict te beheersen, zal Degroof Petercam de betrokken cliënt informeren over de aard van het conflict zodat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. Naast de voornoemde regelingen heeft Degroof Petercam ook de interne regelingen geïmplementeerd die worden vereist door artikel 37, lid 1, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 van de Commissie.

Geen aanbod

Dit verslag vormt geen aanbod of verzoek tot verkoop, aankoop of inschrijving van enig financieel instrument en mag niet worden opgevat als een aanbod of verzoek daartoe. Elk aanbod of het aangaan van een transactie vereist de daaropvolgende formele instemming van Degroof Petercam, die onderworpen kan zijn aan interne goedkeuringen en de uitvoering van bindende transactiedocumenten.

Geen beleggingsadvies

De informatie in dit rapport mag niet worden beschouwd als een persoonlijk advies en mag niet worden beschouwd als een aanbeveling van beleggingsadvies. Ontvangers mogen de inhoud van dit rapport niet opvatten als juridisch, fiscaal, boekhoudkundig of beleggingsadvies of persoonlijke aanbeveling. Bijgevolg is Degroof Petercam niet verplicht om de geschiktheid voor de ontvanger van enige hierin beschreven potentiële transactie te bepalen, en zal dit ook niet doen. Ontvangers moeten advies inwinnen bij hun adviseurs om de verdiensten, voorwaarden en risico's te bepalen van elke potentiële transactie die hierin wordt beschreven.

Toekomstgerichte verklaringen

Dit rapport kan toekomstgerichte verklaringen bevatten. Deze toekomstgerichte verklaringen zijn onderhevig aan risico's, onzekerheden en veronderstellingen en andere factoren die ertoe kunnen leiden dat de werkelijke resultaten, toestand, prestaties, vooruitzichten, groei of mogelijkheden wezenlijk verschillen van die welke in deze toekomstgerichte verklaringen tot uitdrukking komen of daardoor worden gesuggereerd. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen garanties voor toekomstige prestaties en er is geen garantie dat de schattingen of projecties zullen worden verwezenlijkt. De werkelijke resultaten kunnen afwijken van de prognoses en een dergelijke afwijking kan materieel zijn.

In het verleden behaalde en gesimuleerde resultaten

In het verleden behaalde of gesimuleerde resultaten, waaronder back-testing, modellering of scenarioanalyse, vormen geen aanwijzing voor toekomstige resultaten. Er wordt geen uitspraak gedaan over de nauwkeurigheid van de veronderstellingen in, of de volledigheid van, enige modellering, scenarioanalyse of back-testing.

Adviezen en waarderingsmethoden

De adviezen en koersdoelen van Degroof Petercam zijn gebaseerd op de verwachte koersontwikkeling ten opzichte van het universum van aandelen die gevolgd worden door Degroof Petercam Benelux. Het totale rendement dat nodig is voor een bepaald advies hangt af van het risicoprofiel ten opzichte van dit universum. Dit risicoprofiel wordt weergegeven door de bèta, zoals geschat door de analist. Aandelen met een laag risico hebben een geschatte bèta van 0,9 of minder, aandelen met een gemiddeld risico hebben een bèta tussen 0,9 en 1,3 en aandelen met een hoog risico hebben een bèta van 1,3 of meer. De vereiste relatieve koersontwikkeling voor een bepaald advies wordt aangegeven in de onderstaande tabel. De gegeven koersdoelen en de verwachte potentiële opwaartse/neerwaartse relatieve koersontwikkeling zijn altijd gebaseerd op een tijdshorizon van 12 maanden.

	Reduce	Hold	Buy
Hoog (Beta ≥ 1.3)	RP < -6%	-6% $\leq$ RP < 15%	RP $\geq 15\%$
Middel (0.9 < Beta < 1.3)	RP < -4%	-4% $\leq$ RP < 10%	RP $\geq 10\%$
Laag (Beta ≤ 0.9)	RP < -2%	-2% $\leq$ RP < 6%	RP $\geq 6\%$

RP: Relatieve koersontwikkeling vergelijken met het universum van aandelen gevolgd door Degroof Petercam

Ons beoordelingssysteem en onze koersdoelen proberen rekening te houden met sector-, bedrijfs- en/of algemene marktrisico's en volatiliteit. Bijgevolg is het mogelijk dat ons advies voor een aandeel en het aanbevolen koersdoel op een bepaald moment niet overeenkomen met het vermelde koersdoel voor 12 maanden. Onze koersdoelen zijn over het algemeen gebaseerd op een combinatie van waarderingsmethoden, waaronder DCF, SOTP, peer group-vergelijking, historische ratio-analyse en andere. De uitkomst van deze waarderingsmethoden is gevoelig voor zowel externe factoren (bijv. rentetarieven en marktwaaideringen) als aannames die we maken (bijv. over omzetgroei, winstgevendheid of waarderingskortingen). Houd er rekening mee dat zelfs kleine veranderingen in deze elementen kunnen leiden tot grote veranderingen in de richtprijs. Meer informatie over de voor dit bedrijf gebruikte waarderingsmethode is te vinden in de rapporten op <https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=45>.

Geen aansprakelijkheid



Degroof Petercam aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik van dit rapport of de inhoud ervan. Dit rapport beoogt geen uitputtende beschrijving te geven van het financiële instrument en van de emittent van het financiële instrument waarop het betrekking heeft. Hoewel alle redelijke zorg is besteed aan de nauwkeurigheid van de informatie in dit verslag, kan noch Degroof Petercam, noch een van haar verbonden ondernemingen, bestuurders, adviseurs of werknemers aansprakelijk worden gesteld voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie, of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die zouden voortvloeien uit het gebruik van of het vertrouwen op dit verslag, behalve in geval van opzet of grove nalatigheid. De informatie in dit rapport is niet onafhankelijk geverifieerd door een onafhankelijke derde partij.

Distributiebeperking en gebruik van het rapport

De inhoud is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en u dient dergelijke informatie of ander materiaal niet op te vatten als juridisch, fiscaal, beleggings-, financieel of ander advies. Niets in dit rapport is een verzoek, aanbeveling, goedkeuring of aanbod van Degroof Petercam of een derde dienstverlener om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen in dit of in enig ander rechtsgebied waarin een dergelijk verzoek of aanbod onwettig zou zijn volgens de effectenwetgeving van dat rechtsgebied.

Alle inhoud van dit rapport is informatie van algemene aard en is niet gericht op de omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Niets in het rapport vormt professioneel en/of financieel advies, noch vormt enige informatie in het rapport een alomvattende of volledige verklaring van de besproken zaken of de wet die daarop betrekking heeft. U bent als enige verantwoordelijk voor de beoordeling van de verdiensten en risico's in verband met het gebruik van informatie of andere inhoud in dit rapport, voordat u beslissingen neemt op basis van dergelijke informatie of andere inhoud.

Dit verslag mag niet rechtstreeks of onrechtstreeks buiten de EER (met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk) worden genomen of verspreid.

Voor zover enige informatie in deze communicatie wordt geïnterpreteerd als financiële promotie in de zin van de Financial Services and Markets Act 2000 van het Verenigd Koninkrijk, zoals gewijzigd ("FSMA"), wordt deze informatie uitsluitend verstrekt aan en is deze uitsluitend gericht op personen in het Verenigd Koninkrijk van wie redelijkerwijs kan worden aangenomen dat zij behoren tot de categorie personen aan wie dergelijke promoties mogen worden gecommuniceerd door een niet-erkende persoon op grond van een vrijstelling krachtens de FSMA (Financial Promotion) Order 2005 (de "FPO"). Dergelijke personen zijn onder meer:

- (a) personen die professionele ervaring hebben op het gebied van beleggingen en die beleggingsprofessionals zijn zoals gespecificeerd in artikel 19(5) van de FPO; en
- (b) vermogende bedrijven, verenigingen zonder rechtspersoonlijkheid en andere personen die onder de bepalingen van artikel 49 van de FPO vallen.

Als u niet tot deze categorie behoort, mag u de inhoud van deze communicatie niet lezen, erop vertrouwen of er enige andere actie op baseren.

Voltooiing van het verslag en updates

Dit verslag werd voor het eerst verspreid door Degroef Petercam op 15 februari 2023 11:23 CET

Waarderingen worden voortdurend door de analist herzien en zullen regelmatig worden bijgewerkt en/of geactualiseerd. De beweegredenen voor een wijziging van de doelwaardering zullen in een dergelijke bijwerking/update worden toegelicht.

Een overzicht van het over dit bedrijf gepubliceerde onderzoek is te vinden op onze website:
<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=0>

Dit rapport is vóór publicatie niet door het bedrijf beoordeeld.

Het rapport is nagelezen door Vivien Maquet, Senior Equity Analyst.

Lexicon

Aandeel: Bewijs van deelneming in het kapitaal van een onderneming.

Bruto bedrijfswinst: Vaak in het Engels omschreven als EBIT of operating profit. Dit is de winst voor interesten en belastingen.

Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties: Dit is hetzelfde als de EBITDA. Dit is de winst voor interesten, belastingen, afschrijvingen en amortisaties.

Buy-and-build: Dit is een term voor een strategie, voornamelijk gebruikt binnen private equity, waarbij een bedrijf steeds kleine acquisities doet en die integreert in het moederbedrijf. Dankzij synergiën kan men via zo'n acquisities vaak kosten besparen en dus de winstmarges verhogen.

Capex (capital expenditure): investeringen die het bedrijf doet in vaste materiële activa zoals gebouwen en machines

DCF: discounted cash flow, een methode om de waarde van een bedrijf te bepalen op basis van de toekomstige kasstromen, die contant worden gemaakt rekening houdend met de kapitaalkosten van het bedrijf (WACC)

Dividend: Deel van de winst dat periodiek door een onderneming aan haar aandeelhouders wordt uitgekeerd.

Dividendrendement: Het rendement dat een belegger ontvangt via het dividend op jaarbasis oftewel het dividend per aandeel als een percentage van de koers van het aandeel.

Discount: Dit is de korting van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers per aandeel is dus lager dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

DPe: Schatting van Degroef Petercam

EBIT: Bruto bedrijfswinst.

EBITDA: Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties

EV: Ook wel Enterprise Value of ondernemingswaarde genoemd. Dit is de som van de marktkapitalisatie en de netto schuldpositie.

Free float: Engels voor 'vrij verhandelbare aandelen'. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

FCF: Free cash flow. Engels voor 'vrije kasstroom'. Dit is het geld dat de onderneming ter beschikking heeft na kosten en investeringen.

GAV: Gross Asset Value of de bruto intrinsieke waarde. Dit is de som van alle activa in de portefeuille.

Guidance: de door het bedrijf afgegeven verwachting voor toekomstige resultaten

Market cap: Dit is de marktkapitalisatie van het bedrijf. Dit is de vermenigvuldiging van de koers per aandeel en het aantal uitstaande aandelen.

Multiple: Dit wordt gebruikt in de context van waardering. Een multiple betekent hoeveel keer iemand bereid is te betalen als een veelvoud van de winst, bruto bedrijfswinst, etc. Wanneer een aandeel een koers van EUR 100 heeft en een winst per aandeel van EUR 10 dan is de markt bereid om een multiple van 10 keer de winst te betalen.

NAV: Net Asset Value of de netto intrinsieke waarde van een bedrijf. Hierbij wordt de som genomen van alle activa in de portefeuille (=bruto intrinsieke waarde) en vervolgens wordt de netto schuld- of kaspositie er afgetrokken/bijgeteld. Vaak gelijk aan het eigen vermogen van de onderneming.

NIW: Dit is de Netto Intrinsieke Waarde, de Nederlandse vertaling voor NAV.

p/a of p.a.: per aandeel

Premium: Dit is de premie van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers is dus hoger dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

Private equity: Investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven

Schuldgraad: Dit is de mate waarin de onderneming met schuld is gefinancierd. Vaak is het gelijk aan de totale schuld als een percentage van de activa of als een veelvoud van de bruto bedrijfswinst. Bij investeringsmaatschappijen wordt bij schuldgraad verwezen

SoP, Sum of the Parts: methode om de waarde van een bedrijf te bereken op basis van aparte waarderingen van de verschillende onderdelen

Treasury shares: Dit zijn ingekochte eigen aandelen.

Vrij verhandelbare aandelen: In het Engels ook wel free float genoemd. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.



WACC: *weighted average cost of capital* de gemiddelde kapitaalkosten van een bedrijf bestaande uit de rentekosten op schulden en het vereiste rendement op eigen vermogen.

WPA: Winst per aandeel.

Klachten

Elke klacht betreffende dit document per post of per e-mail ingediend worden op volgend adres (post of e-mail): Bank Degroef Petercam N.V. c/o Operational Risk Management, Nijverheidsstraat 44 – B-1040 Brussel - E-mail: claims@degroofpetercam.com - Tel.: +32 2 287 98 83

Indien u zich niet kunt vinden in de voorgestelde oplossing van de hierboven vermelde dienst Klachtenbeheer, dan kunt u zich wenden tot: Bemiddelingsdienst Banken – Krediet Beleggingen op volgende adres: Ombudsfin - Ombudsman in financiële geschillen, North Gate II, Boulevard du Roi Albert II, nr. 8, bus 2, 1000 Brussel - Tel. : +32 2 545 77 70 - Fax : +32 2 545 77 79 - E-mail: ombudsman@ombudsfin.be.

Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 – 1040 Brussels

De Entrée 238 A 7th floor – 1101 EE Amsterdam

Head of Global Markets – Laurent Pierret +32 2 662 86 54

Equity Research / Analysts

Fernand de Boer	Retail/Food & Beverages	+31 20 573 5417
Amal Aboulkhouatem	Real Estate	+32 2 662 8653
Frank Claassen	Industrials	+31 20 573 5409
Vincent Koppmair	Real Estate	+32 2 287 9673
Vivien Maquet, CFA	Real Estate	+32 2 287 9824
Michael Roeg	Technology	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotech/Healthcare	+32 2 287 9771
Luuk van Beek	Engineering/IT/Greentech	+31 20 573 5471
Scott Berckmans	Support Officer/Equity Analyst	+32 2 662 8482
Filippe Goossens	Investment Companies/Holdings	+32 2 662 8330
Maxime Lejeune	Telecom/Utilities	+32 2 287 9206

Corporate Brokerage & Syndication

Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Charlotte Mertens	Corporate access	+31 20 573 5416

Sales / Equity Sales

Anthony della Faille	+32 2 662 8724
Simon Vlamincx	+32 2 662 8291
Assia Adanouj	+32 2 662 8768
Gilles Delcroix	+32 2 287 9594
Jeroen Van Genuchten	+31 20 573 5428
Beatrice Leysens - Assistant	+32 2 662 8262

Sales Trading

Fabrice Faccenda	+32 2 662 8986
Frédéric Lebrun	+32 2 287 9190
Laura Roba	+32 2 287 9276
Mathieu Vilette	+32 2 287 9782

Fixed Income

An-Sofie Meirsschaut	+32 2 662 8665
Tars De Meulenaere	+32 2 662 8219
Lieven Krikilion	+32 2 287 9559
Pierre-Matthias Drianne	+32 2 287 9184

Derivatives

Karim Marrakchi	+32 2 662 8940
Thierry De Wispelaere	+32 2 662 8674