

Kopen

Koers (06/08/25)	EUR 3.88
Koersdoel	EUR 5.30
Risico	Medium
Bloomberg	FFARM:NA
Aantal uitstaande aandelen (m)	89.1
Market cap (m)	EUR 376m
Nettoschuld 12/24 (m)	EUR 109
Nettoschuld/EBITDA 12/25	0.8
Koersresultaat (1 jaar)	+42.7%
Verschil EuroStoxx	+26.0%
Volume (#/day)	121,106
L/H 1 jaar	EUR 2.75 -4.88
Vrij verhandelbaar	37.9%
Cooperation	48.1%
FromFarmers	
ST Beheer & AK	9.0%
D. Lindenbergh	5.0%
	-
	-

Bedrijfsprofiel

Forfarmers is een toonaangevend Europees veevoerbedrijf 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, advies verhoogt naar Kopen

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is opgesteld in opdracht van en betaald door ForFarmers en is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke voorschriften die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en is evenmin onderworpen aan enig verbod op handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

- De resultaten in H1 waren in lijn met onze schattingen, waarbij een sterke organische EBITDA-groei een lager dan verwachte M&A-bijdrage compenseerde. Ook de kasstroomgeneratie was sterk, wat resulteerde in een zeer gezonde financiële positie.
- We verwachten geen materiële wijzigingen aan te brengen in onze schattingen, maar de resultaten bieden meer geruststelling dat onze schattingen voor het hele jaar zullen worden bereikt
- Met meer comfort op onze schattingen, het bedrijf dat zijn strategie waarmaakt, de aandelenkoers die met 20% is gedaald sinds onze downgrade en een potentieel van 37% naar ons koersdoel, beschouwen we de huidige aandelenkoers als een zeer mooi instappunt. Daarom verhogen we ons advies van Houden naar Kopen.

Feiten: op alle maatstaven solide resultaten

ForFarmers heeft de H1-25 resultaten gepubliceerd. Belangrijkste items:

- De volumes stegen met 21,3% tot 5,2 miljoen ton met een LFL-groei van 2,4% versus 2,0% onze schatting. Mengvoer rapporteerde een groei van 0,5% op vergelijkbare toonhoogte. Per regio: Nederland iets onder, gecompenseerd door Duitsland/Polen en UK.
- De brutowinst steeg met 17% tot EUR 291 miljoen, in lijn met onze schatting. De onderliggende EBITDA steeg met 43% tot EUR 61 miljoen, en bijna 30% op vergelijkbare basis. De EBITDA is in lijn met onze schatting, hoewel de uitsplitsing per regio wezenlijk verschilt: Nederland/België +19% tot EUR 27.3m en 14% op vergelijkbare basis, tegen onze raming van EUR 29m. Ook Duitsland/Polen kwamen daaronder (EUR 22 miljoen versus EUR 27 miljoen), maar dit werd gecompenseerd door een sterke prestatie in het VK. De onderliggende EBIT steeg met 58% tot EUR 36 miljoen, precies in lijn met onze schatting.
- Netto adj winst EUR 23,4 miljoen versus EUR 21,4 miljoen onze schatting.
- Nettoschuld EUR 43,5 miljoen vs. DPe EUR 42,9 miljoen. ROACE verbeterde van 10,7% naar 14,3%, ruim boven de doelstelling
- Zoals verwacht geen vooruitzichten voor het hele jaar, maar het bedrijf verklaarde dat de sterke H1-resultaten bewijzen dat ze op de goede weg zijn. Conf. call om 10.00 uur.

Investeringsthesis

- Sterke resultaten, in lijn met onze ramingen. Verschillen per regio zijn voornamelijk te wijten aan een lager dan verwachte impact van fusies en overnames, wat in Duitsland te wijten was aan een lagere activiteit bij HaBeMa (dat volatiel is). Het Verenigd Koninkrijk was sterk, waar de herstructurering nu is voltooid en zich goed uitbetaald.

EUR	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
Omzet uit verkopen	2,671.0	3,365.8	2,973.0	2,745.7	2,998.7	3,083.9	3,151.7
EBITDA	73.8	75.7	61.3	107.2	124.9	132.8	138.7
Nettowinst	28.9	29.9	22.7	40.5	42.8	45.1	48.1
Winst per aandeel	0.31	0.33	0.25	0.46	0.48	0.51	0.54
CF per aandeel	0.72	0.77	0.47	0.93	1.10	1.17	1.22
Dividend pa	0.29	0.20	0.15	0.20	0.23	0.25	0.27
EV/EBITDA	5.7	4.7	4.2	4.7	4.6	4.3	4.1
Koers/winst	13.2	8.8	9.3	9.3	8.8	8.4	7.8
Dividendrendement	7.2%	6.8%	6.3%	4.7%	5.5%	5.8%	6.4%

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

Er is een lexicon beschikbaar aan het einde van dit rapport.

Onze visie vervolgt

- Ook de cashgeneratie was sterk, gedreven door een lagere werkkapitaalbehoefte, gedeeltelijk gecompenseerd door een lager dan verwachte bijdrage uit de opbrengst van de ForFarmers-bijdrage aan de Duitse Feed-JV. Een deel hiervan zal echter in de komende jaren worden uitbetaald. De nettoschuld bedroeg € 43,5 miljoen, wat een leverage van 0,4x impliceert, wat ruimte biedt voor organische en anorganische investeringen en aantrekkelijke aandeelhoudersrendementen.
- Zoals verwacht, geen vooruitzichten, maar op basis van de resultaten van vandaag hebben we vertrouwen in onze ramingen voor het hele jaar.

Beleggingsconclusie: verhoogd van Houden naar Kopen

- We zijn zeer positief over de onderneming, haar marktposities en de manier waarop ForFarmers haar strategie heeft uitgevoerd en uitvoert, en over de voortgang van haar strategie en de manier waarop ForFarmers omgaat met de onzekere marktomstandigheden.
- Onze TP van EUR 5,30 is gebaseerd op verschillende waarderingmethoden, variërend van vergelijking met vergelijkbare groepen tot een DCF-model, een SOP-model, een flat multiples-benadering en een historisch-gemiddelde multiples-benadering. Ons SOP-model, flat multiples en historical multiples wijzen allemaal op een koersdoel van ongeveer 5,30 euro per aandeel. Alleen ons DCF-model kwam hoger uit, op circa EUR 7,01 p/s. Omdat we niet verwachten dat we materiële wijzigingen in onze schattingen zullen aanbrengen, handhaven we onze TP, die een opwaarts potentieel van 37% biedt.
- Met meer comfort op onze schattingen, het bedrijf dat zijn strategie meer dan waarmaakt en de aandelenkoers die met 20% is gedaald sinds onze downgrade, beschouwen we de huidige aandelenkoers als een zeer mooi instappunt. Daarom verhogen we ons advies van Hold naar Buy

Figuur 1 Kerncijfers

	H1 24	H1 25e	H1-25 A
Volumes	4.3	5.0	5.2
LFL volume growth	2.0	1.3	2.4
Revenues	1,355	1,461	1,572
Gross profit	249.0	291.0	290.8
Adj. EBITDA	42.6	61.2	60.8
Adj EBIT	22.7	35.8	35.8
Adj. net profit	16.0	21.2	23.4
net debt (IFRS 16)	-62.6	-42.9	-43.5

Bron: Degroof Petercam schattingen

Resultatenrekening (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
Omzet	2,674.7	3,366.3	2,975.8	2,760.7	2,999.4	3,084.7	3,152.6
(waarvan uit verkopen)	2,671.0	3,365.8	2,973.0	2,745.7	2,998.7	3,083.9	3,151.7
Organische groei j-o-j	-3.2%	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.1%	1.7%	1.6%
Inkoop diensten & goederen	-2,234.7	-2,871.0	-2,495.7	-2,227.4	-2,402.5	-2,468.7	-2,525.5
Brutowinst	440.0	495.3	480.1	533.3	596.9	616.1	627.1
Personeelskosten	-163.5	-167.7	-174.7	-183.3	-185.1	-187.0	-188.9
Overige kosten	-202.6	-251.9	-244.1	-242.8	-286.8	-296.3	-299.6
EBITDA	73.8	75.7	61.3	107.2	124.9	132.8	138.7
Aangepaste EBITDA	78.2	76.0	70.2	100.8	125.9	133.6	137.7
Aangepaste EBITDA-marge	-18.8%	-2.8%	-7.7%	+43.6%	+24.9%	+6.1%	+3.1%
EBITA	32.1	36.4	26.5	68.8	85.9	89.0	93.9
Aangepaste EBIT	40.7	38.8	32.7	59.1	73.4	77.0	80.9
Aangepaste EBIT-marge	1.5	1.2	1.1	2.2	2.5	2.5	2.6
Amortisatie	-8.6	-8.6	-9.6	-12.6	-13.5	-13.0	-13.0
EBIT	23.5	27.8	3.1	55.4	72.4	76.0	80.9
Netto rentekosten	-3.1	-5.4	-6.9	-7.5	-7.0	-6.5	-6.0
Overige financiële kosten	-2.3	-1.1	-2.6	-8.7	0.0	0.0	0.0
Netto financiële kosten	-5.4	-6.5	-9.5	-16.2	-7.0	-6.5	-6.0
Winst voor belastingen	18.1	21.3	-6.4	39.2	65.4	69.5	74.9
Belastingen	-4.0	-4.0	1.8	-8.2	-13.6	-14.6	-16.0
Belastingdruk	22.1%	18.8%	28.1%	20.9%	20.8%	21.0%	21.3%
Resultaat deelnemingen	3.8	4.3	5.2	3.2	0.6	0.0	0.0
Aandeel derden	-0.5	-0.2	-2.9	-2.8	-7.0	-7.4	-7.7
Beëindigde activiteiten & bijzonder resultaat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	17.4	21.4	-2.3	31.4	45.4	47.4	51.2
Aangepaste nettowinst	28.9	29.9	22.7	40.5	42.8	45.1	48.1
Balans (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
Materiële vaste active	284.6	283.8	265.5	278.0	305.7	325.3	344.6
Lease active	33.8	28.6	39.5	50.8	52.5	54.4	56.5
Goodwill	58.0	61.4	55.0	64.0	66.3	66.3	66.3
Overige immateriële activa	49.9	43.8	35.0	55.2	46.0	35.0	23.9
Financiële vaste active	38.1	41.2	37.9	35.0	28.8	28.8	28.8
Uitgestelde belastingvorderingen	2.8	2.5	4.7	9.1	9.1	9.1	9.1
Totaal vaste activa	467.1	461.3	437.6	492.1	508.4	518.8	529.1
Vorraden	125.1	158.2	108.7	127.1	130.6	134.3	138.0
Handelsvorderingen	229.0	281.2	205.2	223.9	228.4	233.0	237.6
Overige vlottende activa	53.4	51.0	42.8	38.9	38.9	38.9	38.9
Geldmiddelen en kasequivalenten	68.3	68.4	46.5	50.7	32.9	30.5	31.2
Totaal vlottende activa	475.7	558.8	403.2	440.6	430.8	436.6	445.7
Activa aangehouden voor verkoop	0.6	0.3	0.0	9.4	9.4	9.4	9.4
Totaal activa	943.4	1,020.4	840.8	942.1	948.5	964.8	984.1
Eigen vermogen	360.5	335.1	311.5	328.4	345.0	360.8	379.1
Aandeel derden & preferente aandelen	5.7	9.1	8.9	9.9	16.9	24.3	32.0
Totaal eigen vermogen	366.3	344.2	320.4	338.3	361.9	385.1	411.1
Langlopende rentedragende schuld	59.5	94.9	59.9	80.0	55.0	40.0	25.0
Langlopende leaseschuld	27.6	23.1	32.1	40.8	40.8	40.8	40.8
Pensioenvoorzieningen	23.9	16.7	16.4	21.2	21.2	21.2	21.2
Overige voorzieningen	6.1	2.5	2.7	3.6	3.6	3.6	3.6
Uitgestelde belastingverplichtingen	16.9	14.2	9.6	17.7	17.7	17.7	17.7
Overige langlopende verplichtingen	28.7	24.2	28.2	36.9	36.9	36.9	36.9
Totaal langlopende verplichtingen	162.8	175.6	148.9	200.2	175.2	160.2	145.2
Kortlopende rentedragende schuld	37.5	42.1	8.0	27.5	27.5	27.5	27.5
Kortlopende leaseschuld	7.1	6.7	8.5	11.5	11.5	11.5	11.5
Crediteuren	367.5	449.9	349.7	357.6	365.4	373.5	381.8
Overige kortlopende verplichtingen	2.4	1.9	5.3	7.0	7.0	7.0	7.0
Totaal kortlopende verplichtingen	414.4	500.6	371.5	403.6	411.4	419.5	427.8
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal eigen vermogen & passiva	943.4	1,020.4	840.8	942.1	948.5	964.8	984.1

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

Kasstroomoverzicht (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
EBIT	23.5	27.8	3.1	55.4	72.4	76.0	80.9
Afschrijvingen	41.7	39.3	34.8	38.4	39.0	43.9	44.8
Amortisatie	8.6	8.6	9.6	12.6	13.5	13.0	13.0
Bijzondere waardevermindering	0.0	0.0	13.8	0.8	0.0	0.0	0.0
Wijzigingen in voorzieningen	-5.8	-13.6	-5.3	-5.4	0.0	0.0	0.0
Voorraadmutaties	-21.2	-35.6	49.7	-8.3	-3.5	-3.6	-3.7
Mutaties in vorderingen	-45.3	-52.2	82.3	16.6	-4.5	-4.6	-4.7
Mutaties in schulden	73.2	82.4	-88.3	-17.7	7.8	8.1	8.3
Mutaties in overige vlottende activa/passiva	0.0	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	0.0
Veranderingen in het werkkapitaal	6.7	-5.4	43.7	-15.4	-0.2	-0.1	-0.1
Overige operationele kasstroom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operationele cashflow	74.8	56.8	99.7	86.4	124.8	132.7	138.6
Betaalde belastingen	-4.0	-4.0	1.8	-8.2	-13.6	-14.6	-16.0
Dividenden ontvangen uit deelnemingen	2.4	2.4	2.1	6.8	6.8	0.0	0.0
Netto betaalde rente	-0.5	-5.4	-6.4	-5.2	-7.0	-6.5	-6.0
Overige kasstroom uit bedrijfsactiviteiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit operationele activiteiten	72.6	49.8	97.2	79.8	111.0	111.6	116.7
Investeringskasstroom	-36.6	-30.0	-31.4	-26.8	-40.0	-41.0	-41.4
Investeringskasstroom mat. activa/afschrijvingen	87.7%	76.3%	90.2%	69.8%	102.5%	93.4%	92.5%
Investeringskasstroom in immateriële activa	-3.1	-3.1	-3.0	-1.4	-2.0	-2.0	-2.0
Acquisities	-25.0	0.0	-5.5	-74.2	-9.0	0.0	0.0
Desinvesteringen	-17.5	0.0	29.7	15.8	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	-82.2	-33.1	-10.2	-86.6	-51.0	-43.0	-43.4
Betaalde dividenden	-26.8	-25.9	-17.3	-14.8	-17.8	-20.7	-21.9
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	-7.9	-14.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Betalingen op leaseverplichtingen	-8.0	-8.9	-9.1	-12.6	-12.9	-13.1	-13.4
Overige financieringskasstroom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-42.7	-49.1	-26.4	-27.4	-30.7	-33.8	-35.2
Veranderingen in consolidatie & valuta's	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mutatie in netto contanten (schuld)	-52.2	-32.4	60.6	-34.2	29.3	34.8	38.0
FCF voor onderneming	23.2	10.8	58.0	37.4	56.3	62.0	65.9
FCF voor aandeelhouders	25.1	7.8	53.7	39.0	56.1	55.5	59.9
Bedrijfswaarde & geïnvesteerd kap. (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
Marktkapitalisatie	376.0	261.0	212.0	376.4	376.4	376.4	376.4
Langlopende schulden	59.5	94.9	59.9	80.0	55.0	40.0	25.0
Kortlopende schulden	37.5	42.1	8.0	27.5	27.5	27.5	27.5
Leaseschuld	34.7	29.8	40.6	52.3	52.3	52.3	52.3
Kaspositie	68.3	68.4	46.5	50.7	32.9	30.5	31.2
Netto financiële schuld	63.4	98.4	62.0	109.1	101.9	89.3	73.6
Aandeel derden & preferente aandelen	5.7	9.1	8.9	9.9	16.9	24.3	32.0
Bedrijfswaarde-aanpassingen	-22.9	-16.3	-23.5	6.5	75.7	81.1	79.7
Bedrijfswaarde	422.3	352.2	259.4	501.8	570.9	571.1	561.6
Eigen vermogen (groep aandeel)	360.5	335.1	311.5	328.4	345.0	360.8	379.1
Netto financiële schuld	28.7	68.6	21.4	56.8	49.6	37.0	21.3
Aandeel derden	5.7	9.1	8.9	9.9	16.9	24.3	32.0
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)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27ee
Aangepaste Winst per aandeel	0.31	0.33	0.25	0.46	0.48	0.51	0.54
Volledig verwaterde winst per aandeel							
Gerapporteerde winst per aandeel	0.18	0.24	-0.03	0.35	0.51	0.53	0.57
Cash flow per aandeel	0.72	0.77	0.47	0.93	1.10	1.17	1.22
FCF voor aandeelhouders per aandeel	0.26	0.09	0.60	0.44	0.63	0.62	0.67
Dividend per aandeel	0.29	0.20	0.15	0.20	0.23	0.25	0.27
Boekwaarde per aandeel	3.87	3.75	3.50	3.69	3.87	4.05	4.26
Aandelen (m)							
Aantal aandelen aan het einde van het jaar	93.200	89.240	89.080	89.080	89.080	89.080	89.080
Gemiddeld aantal aandelen	94.620	90.230	89.120	88.800	89.080	89.080	89.080
Gemiddeld aantal verwaterde aandelen							
Ratio's	12/21a	12/22a	12/23a	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e
Waarderingsanalyse							
Aangepaste K/W	13.2	8.8	9.3	9.3	8.8	8.4	7.8
Koers/boekwaarde	1.0	0.8	0.7	1.2	1.1	1.0	1.0
Bedrijfswaarde/EBITDA	5.4	4.6	3.7	5.0	4.5	4.3	4.1
Bedrijfswaarde/EBITA	13.2	9.7	9.8	7.3	6.7	6.4	6.0
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	10.4	9.1	7.9	8.5	7.8	7.4	6.9
Bedrijfswaarde/geïnvesteed kapitaal	1.1	0.9	0.8	1.3	1.4	1.4	1.3
Bedrijfswaarde/FCF	18.2	32.7	4.5	13.4	10.1	9.2	8.5
FCF rendement	6.7%	3.0%	25.3%	10.4%	14.9%	14.7%	15.9%
Dividendrendement	7.2%	6.8%	6.3%	4.7%	5.5%	5.8%	6.4%
Financiële ratio's							
Rentedekking	7.6	5.1	0.5	7.4	10.3	11.7	13.5
Nettoschuld/EBITDA	0.9	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	0.5
Convenant nettoschuld/EBITDA	0.4	1.0	0.4	0.7	0.4	0.3	0.2
Nettoschuld/eigen vermogen	17.3%	28.6%	19.4%	32.3%	28.2%	23.2%	17.9%
Nettoschuld/FCF	2.5	12.6	1.2	2.8	1.8	1.6	1.2
ROCE vóór belastingen	6.4%	6.9%	0.8%	15.0%	18.0%	18.2%	18.9%
ROCE na belastingen	3.6%	3.5%	0.9%	8.6%	8.2%	8.5%	9.0%
Rendement op eigen vermogen	4.9%	6.1%	-0.7%	9.8%	13.5%	13.4%	13.8%
Werkkapitaal (in % van de omzet)	1.4%	1.2%	0.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
Dividend als % van de winst	95.0%	60.4%	58.9%	43.9%	48.3%	48.5%	50.2%
Margeanalyse en belastingtarief							
Brutomarge	16.5%	14.7%	16.2%	19.4%	19.9%	20.0%	19.9%
Aangepaste EBITDA-marge	2.9%	2.3%	2.4%	3.7%	4.2%	4.3%	4.4%
EBITDA-marge	2.8%	2.3%	2.1%	3.9%	4.2%	4.3%	4.4%
Aangepaste EBIT-marge	1.5%	1.2%	1.1%	2.2%	2.5%	2.5%	2.6%
EBIT-marge	0.9%	0.8%	0.1%	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%
Aangepaste nettowinstmarge	1.1%	0.9%	0.8%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
Belastingdruk	22.1%	18.8%	28.1%	20.9%	20.8%	21.0%	21.3%
Growth analysis							
Omzetverandering j-o-j	+13.6%	+26.0%	-11.7%	-7.7%	+9.2%	+2.8%	+2.2%
Organische omzetverandering j-o-j	-3.2%	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.1%	1.7%	1.6%
EBITDA-mutatie j-o-j	-27.3%	+2.6%	-19.0%	+74.9%	+16.5%	+6.3%	+4.4%
EBIT-mutatie j-o-j	-53.2%	+13.2%	-27.1%	+159.6%	+24.9%	+3.6%	+5.6%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	-37.6%	+3.6%	-24.1%	+78.4%	+5.6%	+5.4%	+6.7%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	-36.8%	+8.6%	-23.1%	+79.1%	+5.3%	+5.4%	+6.7%
Dividendwijziging j-o-j	-	-31.0%	-25.0%	+33.3%	+15.9%	+5.9%	+10.3%

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

Commissioned Research

Degroof Petercam heeft dit rapport in opdracht van het bedrijf gepubliceerd en wordt hiervoor betaald.

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-neutral

★★★

Full ESG-reports:

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

Environment

★★★

Social

★★★

Governance

★★★

Disclosures

None.

Beoordelingssysteem & Waarderingsmethoden

Over Degroof Petercam

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

Degroof 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.

Geen beleggingsonderzoek

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is niet opgesteld overeenkomstig de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van het onderzoek op beleggingsgebied, en het is niet onderworpen aan enig verbod om te handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

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 Degroof 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 Degroof 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 Degroof 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. Degroof 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

Degroof 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 Degroof Petercam en de betrokken onderneming een overeenkomst hebben gesloten met betrekking tot de productie van dit rapport. Degroof 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 Degroof 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 Degroof Petercam behoort, kan het voorkomen dat Degroof 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 beheren. 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 beheren. 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 beheren. 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 marktwaarderingen) 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**

Degroef 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 Degroef 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 Degroef 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.

Voltooing van het verslag en updates

Dit verslag werd voor het eerst verspreid door Degroof 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 **xxx**.

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 Degroof 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 berekenen 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
Kris Kippers	Consumer Goods/Holdings	+32 2 287 9259
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
Laura Roba	ESG/Medtech	+32 2 287 9276
Michael Roeg	Technology	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotech/Healthcare	+32 2 287 9771
Joren Van Aken, CFA	Holdings/Cleantech	+32 2 662 8883
Luuk van Beek	Engineering/IT/Greentech	+31 20 573 5471
Christel De Clerck	Support & Editing	+32 2 662 8302

Corporate Brokerage & Syndication

Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Tineke Hosselaer	Corporate access	+32 2 662 8290
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
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