

## Buy

Koers (06/05/26)	EUR 5.89
Koersdoel	EUR 8.00
<hr/>	
Risico	Medium
Bloomberg	FFARM:NA
Aantal uitstaande aandelen (m)	89.1
Market cap (m)	EUR 521m
Nettoschuld 12/25 (m)	EUR 64
Nettoschuld/EBITDA 12/26	0.3
Koersresultaat (1 jaar)	+37.5%
Vershil EuroStoxx	+20.0%
Volume (#/day)	113,700
L/H 1 jaar	EUR 3.67 -6.92
Vrij verhandelbaar	37.9%
Cooperation	48.1%
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

### Opnieuw een sterk kwartaal

- Q1-26 volumes waren licht boven onze schatting. ForFarmers was in staat om een hoog niveau van winstgevendheid te behalen.
- LTM EBITDA is al boven onze schatting voor 2026, wat opwaarts potentieel biedt voor onze schattingen. Daarnaast komt de consolidatie van de joint venture met KPS, waarvan we verwachten dat deze de EBITDA met ongeveer 30% en de nettowinst met 5% zal opdrijven.
- We behouden onze Buy-rating. Koersdoel ongewijzigd op EUR 8,00

### De feiten: stevige prestaties blijven aanhouden

ForFarmers heeft zijn trading update voor Q1-26 gepubliceerd. De belangrijkste punten:

- De totale volumes stegen met 9,3% tot 2.787Mt, wat onze schatting van 2.693Mt licht overtreft. De LFL-groei was stabiel t.o.v. -1,1% voor onze schatting. Mengvoer daalde met -1,1% op LFL-basis, gedreven door dierziekten. ForFarmers vermeldde dat het zijn marktposities heeft verstevigd.
- Opmerkingen per land: Mengvoer in Nederland liet een lichte stijging zien, ondanks de uitkoopregeling. Duitsland: goede ontwikkeling in volumes. Polen prestaties blijven sterk, maar een toenemende impact van dierziekten is zichtbaar. VK: herkauwer voeding volumes bleven op een goed niveau, maar de afschaffing van contracten voor tol malen veroorzaakte een daling.
- Brutowinst stijgt met 17,2% (10,3% LFL) naar EUR 161,8 miljoen, wat hoger is dan onze schatting van EUR 156,4 miljoen. De overtreffing in brutowinst filterde door naar EBITDA en EBIT. EBITDA 41,1 miljoen EUR vs. DPe 38,5 miljoen EUR, EBIT 27,5 miljoen EUR vs. 24,4 miljoen EUR. De ROACE steeg verder naar 19,6% vs. 17,4% eind 2025.
- ForFarmers kreeg de goedkeuring van aandeelhouders om een JV met KPS aan te gaan in Polen. De transactie wordt naar verwachting afgerond in Q3-26.
- Geen vooruitzicht. Over de crisis in het Midden-Oosten werd vermeld: "ondanks de stijgende prijzen van grondstoffen en energie zijn we er nog steeds in geslaagd - mede dankzij gerichte risicobeheersing - om ons voer tegen competitieve prijzen aan te bieden."

EUR	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Omzet	3,365.8	2,973.0	2,745.7	3,153.1	3,122.0	3,192.6	3,264.9
EBITDA	75.7	61.3	107.2	148.1	155.1	162.2	169.1
Nettowinst	29.9	22.7	40.5	61.9	60.6	67.3	72.1
Winst per aandeel	0.33	0.25	0.46	0.69	0.68	0.76	0.81
CF per aandeel	0.77	0.47	0.93	1.24	1.28	1.41	1.46
Dividend pa	0.20	0.15	0.20	0.30	0.30	0.40	0.43
EV/EBITDA	4.7	4.2	4.0	3.9	4.7	4.6	4.4
Koers/winst	8.8	9.3	7.4	6.4	8.6	7.7	7.2
Dividendrend.	6.8%	6.3%	5.9%	6.8%	5.2%	6.9%	7.4%

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam schattingen

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

## **Ons standpunt: wederom een sterk kwartaal, maar geen wezenlijke verandering in onze verwachtingen**

- Weer een sterk kwartaal, waar we iets voorzichtiger waren gezien de impact van dierziekten, de uitkoopregeling en lagere melkprijzen. De goede volumes werden gecombineerd met een aanhoudend hoge brutowinst per ton van 58,1K tegenover een gemiddelde van 57,4K in 2025.
- De LTM EBITDA bedraagt nu 159,5 miljoen EUR, wat enige ruimte biedt om onze schatting voor boekjaar 26 te verhogen (EUR 158 m). In het algemeen blijft de zichtbaarheid laag, maar de LTM EBITDA ondersteunt onze schattingen, en de consolidatie van de KPS JV zal een grote positieve impact hebben op onze schattingen. We schatten ongeveer 30% op de EBITDA en 5% op de nettowinst. Vandaar, een robuust vooruitzicht.

## **Investeringsconclusie**

- We blijven zeer positief over het bedrijf, zijn marktposities en de vooruitgang die het boekt met zijn strategie in onzekere marktomstandigheden.
- Ons koersdoel is afgeleid van een mix van waarderingmethoden, waaronder DCF, sum-of-the-parts, en multiples-based benaderingen. Het DCF-model ondersteunt een waardering van bijna 9 euro per aandeel. Historisch gezien werd het bedrijf verhandeld tegen een gemiddelde PER van 10,4x en een EV/EBITA van 8,2x, wat, toegepast op de schattingen voor 2027, EUR 7,2 per aandeel impliceert. Vergelijkbare bedrijven worden momenteel gewaardeerd tegen een PER voor 2026 van 13,5x en 9,5x EV/EBIT, wat wijst op 8,5 euro per aandeel. Het gemiddelden van deze uitkomsten resulteert in een streefprijs van EUR 8,0. We handhaven ons koop advise.



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	3,122.6	3,193.6	3,265.9
(waarvan uit verkopen)	3,365.8	2,973.0	2,745.7	3,153.1	3,122.0	3,192.6	3,264.9
<i>Organische groei j-o-j</i>	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.5%	0.2%	2.0%	1.9%
Inkoop diensten & goederen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brutowinst	495.3	480.1	533.3	623.0	632.1	645.9	659.6
R&D kosten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verkoopkosten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Algemene & administratieve kosten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>75.7</b>	<b>61.3</b>	<b>107.2</b>	<b>148.1</b>	<b>155.1</b>	<b>162.2</b>	<b>169.1</b>
Aangepaste EBITDA	76.0	70.2	100.8	145.8	154.1	164.0	170.9
EBITA	36.4	26.5	68.8	97.3	98.8	109.5	116.2
Aangepaste EBIT	38.8	32.7	59.1	93.2	98.8	107.5	114.2
Aangepaste EBIT-marge	1.2%	1.1%	2.2%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%
Amortisatie	-8.6	-9.6	-12.6	-12.7	-12.8	-12.8	-12.9
<b>EBIT</b>	<b>27.8</b>	<b>3.1</b>	<b>55.4</b>	<b>84.6</b>	<b>86.0</b>	<b>96.7</b>	<b>103.4</b>
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
<b>Winst voor belastingen</b>	<b>21.3</b>	<b>-6.4</b>	<b>39.2</b>	<b>65.1</b>	<b>70.4</b>	<b>90.7</b>	<b>97.7</b>
Belastingen	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-17.6	-22.7	-24.4
<i>Belastingsdruk</i>	18.8%	28.1%	20.9%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Geassocieerde deelnemingen	4.3	5.2	3.2	0.5	0.0	0.0	0.0
Minderheden	-0.2	-2.9	-2.8	-4.5	-7.8	-8.3	-8.7
Niet meer leverbaar & uitzonderlijke items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	21.4	-2.3	31.4	46.8	45.0	59.7	64.6
<b>Aangepaste nettowinst</b>	<b>29.9</b>	<b>22.7</b>	<b>40.5</b>	<b>61.9</b>	<b>60.6</b>	<b>67.3</b>	<b>72.1</b>
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	381.9	407.7	434.6
Lease active	28.6	39.5	50.8	67.6	69.4	71.4	73.6
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	38.1	26.1	14.0
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
<b>Totaal vaste activa</b>	<b>461.3</b>	<b>437.6</b>	<b>492.1</b>	<b>557.7</b>	<b>568.6</b>	<b>584.4</b>	<b>601.4</b>
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	107.2	111.6	111.3
<b>Totaal vlottende activa</b>	<b>558.8</b>	<b>403.2</b>	<b>440.6</b>	<b>552.7</b>	<b>559.4</b>	<b>573.2</b>	<b>582.6</b>
Activa aangehouden voor verkoop	0.3	0.0	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Totaal activa</b>	<b>1,020.4</b>	<b>840.8</b>	<b>942.1</b>	<b>1,110.4</b>	<b>1,127.9</b>	<b>1,157.6</b>	<b>1,184.0</b>
Eigen vermogen	335.1	311.5	328.4	357.8	376.1	408.8	437.5
Aandeel derden & preferente aandelen	9.1	8.9	9.9	80.6	88.4	96.7	105.4
<b>Totaal eigen vermogen</b>	<b>344.2</b>	<b>320.4</b>	<b>338.3</b>	<b>438.4</b>	<b>464.5</b>	<b>505.5</b>	<b>542.9</b>
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
<b>Totaal langlopende verplichtingen</b>	<b>175.6</b>	<b>148.9</b>	<b>200.2</b>	<b>163.8</b>	<b>171.8</b>	<b>171.8</b>	<b>171.8</b>
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
<b>Totaal kortlopende verplichtingen</b>	<b>500.6</b>	<b>371.5</b>	<b>403.6</b>	<b>508.2</b>	<b>491.6</b>	<b>480.3</b>	<b>469.3</b>
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Totaal eigen vermogen &amp; passiva</b>	<b>1,020.4</b>	<b>840.8</b>	<b>942.1</b>	<b>1,110.4</b>	<b>1,127.9</b>	<b>1,157.6</b>	<b>1,184.0</b>

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam schattingen



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	86.0	96.7	103.4
Afschrijvingen	39.3	34.8	38.4	50.8	56.3	52.7	52.9
Amortisatie	8.6	9.6	12.6	12.7	12.8	12.8	12.9
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
<b>Operationele cashflow</b>	<b>56.8</b>	<b>99.7</b>	<b>86.4</b>	<b>172.3</b>	<b>154.3</b>	<b>161.4</b>	<b>168.4</b>
Betaalde belastingen	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-17.6	-22.7	-24.4
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
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>	<b>49.8</b>	<b>97.2</b>	<b>79.8</b>	<b>152.4</b>	<b>129.1</b>	<b>132.8</b>	<b>138.3</b>
Investeringskasstroom							
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%	80.0%	87.2%	88.5%
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
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>-33.1</b>	<b>-10.2</b>	<b>-86.6</b>	<b>-36.0</b>	<b>-45.8</b>	<b>-46.7</b>	<b>-47.6</b>
Betaalde dividenden	-25.9	-17.3	-14.8	-23.8	-26.7	-27.0	-35.8
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
Betalingen 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
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>-49.1</b>	<b>-26.4</b>	<b>-27.4</b>	<b>-41.4</b>	<b>-44.7</b>	<b>-45.3</b>	<b>-54.5</b>
Veranderingen in consolidatie & valuta's	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Mutatie in netto contanten (schuld)</b>	<b>-32.4</b>	<b>60.6</b>	<b>-34.2</b>	<b>75.0</b>	<b>38.6</b>	<b>40.8</b>	<b>36.2</b>
FCF voor onderneming	10.8	58.0	37.4	88.7	73.0	73.8	77.7
FCF voor aandeelhouders	7.8	53.7	39.0	83.1	65.4	67.8	72.0
<b>Bedrijfswaarde &amp; geïnvesteerd kap. (EUR m)</b>	<b>12/22a</b>	<b>12/23a</b>	<b>12/24a</b>	<b>12/25a</b>	<b>12/26e</b>	<b>12/27e</b>	<b>12/28e</b>
Marktkapitalisatie	261.0	212.0	300.2	394.6	521.1	521.1	521.1
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	107.2	111.6	111.3
Netto financiële schuld	98.4	62.0	109.1	63.9	41.4	17.0	-2.7
Aandeel derden & preferente aandelen	9.1	8.9	9.9	80.6	88.4	96.7	105.4
Bedrijfswaarde-aanpassingen	-16.3	-23.5	6.5	40.8	80.0	114.5	114.5
<b>Bedrijfswaarde</b>	<b>352.2</b>	<b>259.4</b>	<b>425.7</b>	<b>579.9</b>	<b>730.9</b>	<b>749.3</b>	<b>738.3</b>
Eigen vermogen (aandeel groep)	335.1	311.5	328.4	357.8	376.1	408.8	437.5
Netto financiële schuld	68.6	21.4	56.8	-6.0	-28.5	-52.9	-72.6
Aandeel derden	9.1	8.9	9.9	80.6	88.4	96.7	105.4
Aanpassingen geïnvesteerd kapitaal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Geïnvesteerd kapitaal (ROCE)</b>	<b>412.8</b>	<b>341.8</b>	<b>395.1</b>	<b>432.4</b>	<b>436.0</b>	<b>452.6</b>	<b>470.3</b>

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam schattingen

Cijfers per aandeel (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Aangepaste Winst per aandeel	0.33	0.25	0.46	0.69	0.68	0.76	0.81
Volledig verwaterde winst per aandeel							
Gerapporteerde winst per aandeel	0.24	-0.03	0.35	0.53	0.51	0.67	0.72
Cash flow per aandeel	0.77	0.47	0.93	1.24	1.28	1.41	1.46
FCF voor aandeelhouders per aandeel	0.09	0.60	0.44	0.93	0.73	0.76	0.81
Dividend per aandeel	0.20	0.15	0.20	0.30	0.30	0.40	0.43
Boekwaarde per aandeel	3.75	3.50	3.69	4.02	4.22	4.59	4.91
<b>Aandelen (m)</b>							
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	12/25e	12/26e	12/27e	12/28e
<b>Waarderingsanalyse</b>							
Aangepaste K/W	8.8	9.3	7.4	6.4	8.6	7.7	7.2
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	4.6	4.3
Bedrijfswaarde/EBITA	9.7	9.8	6.2	6.0	7.4	6.8	6.4
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	9.1	7.9	7.2	6.2	7.4	7.0	6.5
Bedrijfswaarde/geïnvesteed kapitaal	0.9	0.8	1.1	1.3	1.7	1.7	1.6
Bedrijfswaarde/FCF	32.7	4.5	11.4	6.5	10.0	10.2	9.5
FCF rendement	3.0%	25.3%	13.0%	21.1%	12.5%	13.0%	13.8%
Dividendrendement	6.8%	6.3%	5.9%	6.8%	5.2%	6.9%	7.4%
<b>Financiële ratio's</b>							
Rentedekking	5.1	0.5	7.4	8.7	11.3	16.1	18.1
Nettoschuld/EBITDA	1.3	1.0	1.0	0.4	0.3	0.1	0.0
Convenant nettoschuld/EBITDA	1.0	0.4	0.7	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5
Nettoschuld/eigen vermogen	28.6%	19.4%	32.3%	14.6%	8.9%	3.4%	-0.5%
Nettoschuld/FCF	12.6	1.2	2.8	0.8	0.6	0.3	0.0
ROCE vóór belastingen	6.9%	0.8%	15.0%	20.5%	19.8%	21.8%	22.4%
ROCE na belastingen	3.5%	0.9%	8.6%	10.9%	9.1%	10.0%	10.5%
Rendement op eigen vermogen	6.1%	-0.7%	9.8%	13.6%	12.3%	15.2%	15.3%
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%	44.6%	53.2%	53.7%
<b>Margeanalyse en belastingtarief</b>							
Brutomarge	14.7%	16.2%	19.4%	19.8%	20.3%	20.2%	20.2%
Aangepaste EBITDA-marge	2.3%	2.4%	3.7%	4.6%	4.9%	5.1%	5.2%
EBITDA-marge	2.3%	2.1%	3.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.2%
Aangepaste EBIT-marge	1.2%	1.1%	2.2%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%
EBIT-marge	0.8%	0.1%	2.0%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%
Aangepaste nettowinstmarge	0.9%	0.8%	1.5%	2.0%	1.9%	2.1%	2.2%
Belastingdruk	18.8%	28.1%	20.9%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>Growth analysis</b>							
Omzetverandering j-o-j	+26.0%	-11.7%	-7.7%	+14.8%	-1.0%	+2.3%	+2.3%
Organische omzetverandering j-o-j	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.5%	0.2%	2.0%	1.9%
EBITDA-mutatie j-o-j	+2.6%	-19.0%	+74.9%	+38.2%	+4.7%	+4.6%	+4.3%
EBIT-mutatie j-o-j	+13.2%	-27.1%	+159.6%	+41.4%	+1.5%	+10.8%	+6.2%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	+3.6%	-24.1%	+78.4%	+52.8%	-2.1%	+11.1%	+7.1%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	+8.6%	-23.1%	+79.1%	+52.4%	-2.1%	+11.1%	+7.1%
Dividendwijziging j-o-j	-31.0%	-25.0%	+33.3%	+50.0%	+1.0%	+32.7%	+8.1%

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam schattingen



## Issuer-sponsored Research

Dit rapport wordt beschouwd als issuer-sponsored research. Degroof 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.

## 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.

## Beoordelingsysteem & 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.

### 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 doelwaardering/vork/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
<b>Hoog</b> (Beta $\geq$ 1.3)	RP < -6%	-6% $\leq$ RP < 15%	RP $\geq$ 15%
<b>Middel</b> (0.9 < Beta < 1.3)	RP < -4%	-4% $\leq$ RP < 10%	RP $\geq$ 10%
<b>Laag</b> (Beta $\leq$ 0.9)	RP < -2%	-2% $\leq$ RP < 6%	RP $\geq$ 6%

RP: Relatieve koersontwikkeling vergeleken 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

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 Degroof Petercam op 7 May 2026 17:25 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](mailto: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: Ombudsfm - 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@ombudsfm.be](mailto:ombudsman@ombudsfm.be).

# Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 – 1040 Brussels

De Entrée 238 A 7<sup>th</sup> 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 26 628 482

## Corporate Brokerage & Syndication

Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Charlotte Mertens	Corporate access	+31 20 573 5416
Michele Van Ossel	Corporate access	+32 2 287 9114

## 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 Drienne	+32 2 287 9184

## Derivatives

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