Netherlands | Consumer & Retail | FMCG | www.forfarmersgroup.eu | 19 September 2025

Kopen

Koers (17/09/25)	EUR 4.23
Koersdoel	EUR 6.40
Risico	Medium
Bloomberg	FFARM:NA
Aantal uitstaande aandelen (m)	89.1
Market cap (m)	EUR 377m
Nettoschuld 12/24 (m)	EUR 109
Nettoschuld/EBITDA 12/25	0.5
Koersresultaat (1 jaar)	+34.5%
Verschil EuroStoxx	+20.2%
Volume (#/day)	124,584
L/H 1 jaar	EUR 3.12 -4.88
Vrij verhandelbaar	37.9%
Cooperation FromFarmers	48.1%
ST Beheer & AK	9.0%
D. Lindenbergh	5.0%
	-
	-

Bedrijfsprofiel

Forfarmers is a leading European animal feed company with strong positions in the Netherlands, Germany, Belgium and UK

Analisten:

Fernand de Boer
Senior Equity Analyst
+31 20 573 5417
f.deboer@degroofpetercam.com

Fien Van Hauwermeiren
Equity Analyst
f.vanhauwermeiren@degroofpetercam.com

ForFarmers

Waardecreatie op korte en lange termijn

Dit rapport wordt beschouwd als een marketingcommunicatie. Het is opgesteld en betaald door ForFarmers en is niet opgesteld volgens wettelijke vereisten die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen. Het is ook niet onderworpen aan enig verbod op handelen voorafgaand aan de verspreiding van beleggingsonderzoek.

- In dit rapport bespreken we de resultaten van H1-25, de huidige marktomstandigheden en de prestaties van het bedrijf. We hebben ook onze ramingen bijgewerkt en kijken nader naar het vermogen van ForFarmers om op lange termijn waarde te creëren – iets waar we nog steeds sterk van overtuigd zijn.
- Op 7 augustus 2025 hebben we onze aanbeveling verhoogd naar *Kopen* na de sterke H1-resultaten. Aansluiten verhogen we nu ons koersdoel met 20% naar 6,40. Dit impliceert een opwaarts potentieel van ongeveer 43% ten opzichte van de huidige aandelenkoers.
- We herhalen onze *Kopen*-aanbeveling. De waardering blijft aantrekkelijk en het bedrijf presteert beter dan verwacht. Let ook op dat we onze ESG-score hebben verhoogd van *Neutraal* naar *ESG-uitblinker*.

Momentum opbouwen voor waardecreatie op lange termijn

ForFarmers leverde een opvallende prestatie in H1, met een organische EBITDA-stijging tot EUR 60,8 miljoen (+42,7% j-o-j), gedreven door een sterke organische groei van 30% in alle segmenten en de strategische integratie van recente overnames. Het VK keerde terug naar winstgevendheid na een succesvolle herstructurering (ROACE VK: 14%). In Nederland blijft ForFarmers marktaandeel winnen in een krimpende markt als gevolg van de uitkoopregeling van de overheid. Duitsland/Polen bieden verdere opwaartse potentie nu de synergieën uit overnames beginnen te renderen, waarbij verwacht wordt dat de volatiliteit bij HaBeMa zal normaliseren.

Bewezen veerkracht in een complexe marktomgeving

De marktomstandigheden blijven uitdagend, met de volledige impact van de uitkoopregeling in Nederland en onzekerheden rond import in het VK. Toch geeft de Q2-prestatie (gerapporteerde EBITDA van EUR 33 miljoen) ons vertrouwen in onze jaarprognose, gebaseerd op (i) het vermogen van ForFarmers om met marktrisico's om te gaan, en (ii) de volledige voordelen van de fusie in Duitsland.

Aanbeveling 'Kopen' herhaald, koersdoel verhoogd van EUR 5.30 naar EUR 6.40

We hebben onze EBITDA-raming voor FY25 verfijnd naar EUR 124,8 miljoen, met aanhoudende groei verwacht in 2026–2027. Ons waarderingsmodel (gebaseerd op multiples) resulteert in een koersdoel op 12 maanden van EUR 6,40 tegenover EUR 5,30 eerder. Ons DCF-model wijst op een waarde van EUR 8,60 per aandeel. Onze geactualiseerde ESG-analyse komt nu uit op *ESG-uitblinker*.

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	3,209.0	3,055.6	3,122.8
EBITDA	73.8	75.7	61.3	107.2	142.8	139.3	148.3
Nettowinst	28.9	29.9	22.7	40.5	46.9	49.6	55.6
Winst per aandeel	0.31	0.33	0.25	0.46	0.53	0.56	0.62
CF per aandeel	0.72	0.77	0.47	0.93	1.28	1.29	1.36
Dividend pa	0.29	0.20	0.15	0.20	0.27	0.28	0.32
EV/EBITDA	5.7	4.7	4.2	4.7	4.0	4.1	3.7
Koers/winst	13.2	8.8	9.3	9.3	8.0	7.6	6.8
Dividendrendement	7.2%	6.8%	6.3%	4.7%	6.3%	6.5%	7.6%

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

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

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

Inhoudsopgave

H1-resultaten: wijzen op waardecreatie op lange termijn 3
1/ EBITDA-groei ondersteund door alle segmenten 3
2/ ROACE & EVA 4
3/ Generatie van vrije kasstroom 5
Marktvooruitzichten & visie op H2 6
Waarderingsupdate: koersdoel verhoogd van EUR 5,30 naar EUR 6,40 8

H1-resultaten: wijzen op waardecreatie op lange termijn

1/ EBITDA-groei ondersteund door alle segmenten

In augustus presenteerde ForFarmers sterke H1-resultaten, met een organische EBITDA van EUR 60,8 miljoen, een stijging van 42,7% ten opzichte van H1 2024. Deze groei werd ondersteund door een toename van de organische EBITDA in alle bedrijfssegmenten (zie figuur 1). In Duitsland/Polen was de impact van de M&A-activiteiten lager dan verwacht, als gevolg van verminderde activiteit door volatiliteit bij HaBeMa.Vooruitkijkend richt ForFarmers zich op het vergroten van het marktaandeel (vooral in Nederland), capaciteitsuitbreiding in Polen, en het benutten van de voordelen van de joint venture, waaronder het versterken van hun positie in biologische producten in Duitsland en het bevorderen van ketensamenwerking (bijv. met pluimveeslachterijen).

Nederland: de markt kromp met ongeveer 4% in 2024, en deze trend zette zich voort in H1 2025. ForFarmers geeft echter aan dat hun volumes stabiel blijven en dat ze marktaandeel winnen. Het segment varkenshouderijen blijft een risico vanwege het uitfaseringsprogramma van de Nederlandse overheid (zie hieronder), dat inmiddels materieel is geworden. Wat betreft de marge-mix merkt ForFarmers op dat het verlies aan tonnage hen raakt, maar dat dit qua winstgevendheid geen drastisch effect heeft. Van Triest (overgenomen in 2024) is de drijvende kracht achter de volumegroei.

Duitsland: relatief stabiele markt. Met betrekking tot HaBeMa verwijst het bedrijf naar de teleurstellende exportwaarde van Duitsland en Centraal- en Oost-Europa, wat de resultaten van het segment beïnvloedt. Het management geeft echter aan dat dit nog steeds in lijn is met hun verwachtingen, gebaseerd op historische gemiddelden en de intrinsieke volatiliteit van de activiteiten.

Polen: potentieel moet nog worden ontsloten, maar werd dit kwartaal gehinderd door vogelgriep. Capaciteitsuitbreiding blijft noodzakelijk, wat positief is.

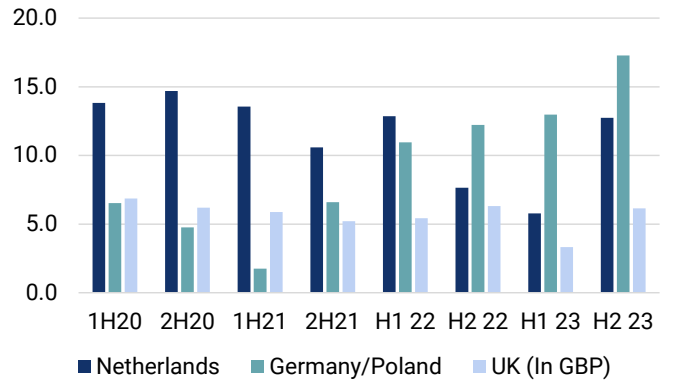
VK: uitstekend eerste halfjaar, dankzij een succesvolle herstructurering en een strategie gericht op het juiste diersegment (herkauwers). Dit vormt een goede basis voor de komende jaren.

Figuur 1 Strong results cluster-wide

	NL			DE/PL			UK		
		% LFL	*% change*		*% LFL*	*% change*		*% LFL*	*% change*
Volumes	2.394	1.6%	20.4%	1.539	-0.8%	38.7%	1.253	6.5%	6.5%
Gross profit	137.7	5.40%	13.50%	83.0	5.2%	41.4%	69.9	6.5%	8.0%
Underl. EBIT	20.0	17.3%	18.3%	13.5	18.5%	26.2%	8.3	197.1%	196.4%
Underl. EBITDA	27.3	14.2%	19.2%	22.0	14.4%	41.0%	15.8	59.6%	61.2%
ROACE	23.1%			14.6%			14.0%		

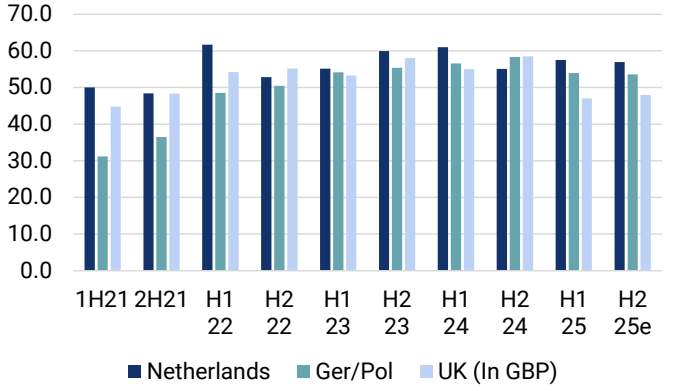
Source: ForFarmers

Figuur 2 EBITDA/ton



Source: ForFarmers/Degroof Petercam

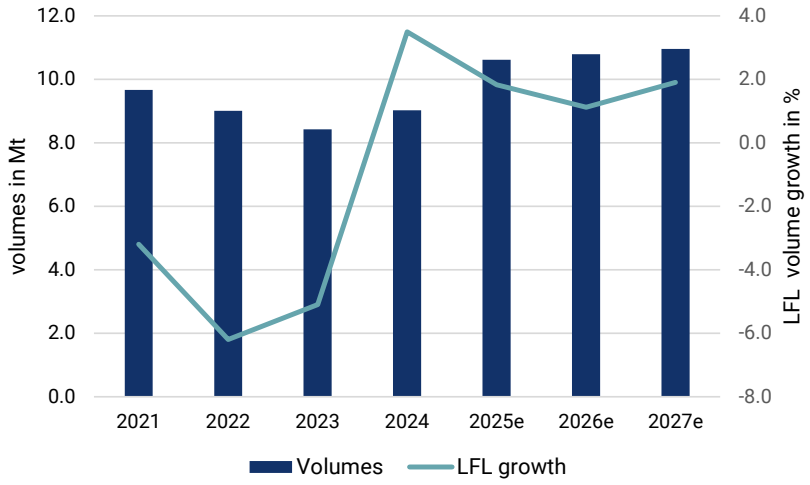
Figuur 3 Gross profit/ton



Source: ForFarmers/Degroof Petercam

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

Figuur 4 Volumes & LFL volume growth estimates



Source: ForFarmers, Degroof Petercam

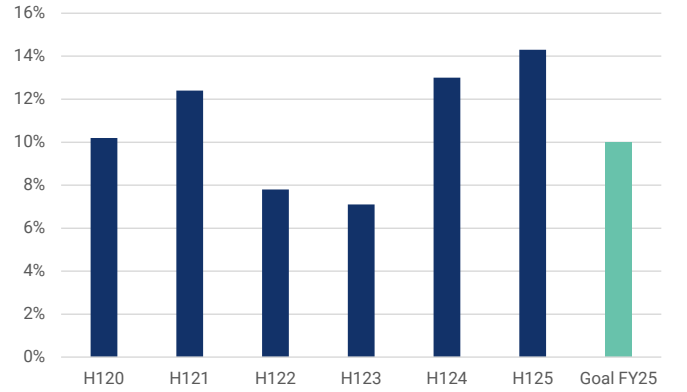
2/ ROACE & EVA

ForFarmers rapporteerde een overtuigende ROACE van 14,3% voor H1 2025, ruim boven de langetermijndoelstelling en een duidelijk signaal van verbeterde kapitaalefficiëntie. Dit werd met name gedreven door de activiteiten in het VK, die na de herstructurering een sterke ommekeer lieten zien en een ROACE van 14% behaalden – een bewijs van de gedisciplineerde uitvoering en operationele focus van het management. De ambitie van het bedrijf om tegen 2025 een geconsolideerde ROACE van minimaal 10% te behalen, lijkt gezien het huidige momentum eerder conservatief.

De stijging in ROACE is niet slechts optisch – ze weerspiegelt daadwerkelijke waardecreatie wanneer deze wordt afgezet tegen de WACC van het bedrijf. Onze EVA-analyse ('economic value added') bevestigt dit beeld: ForFarmers genereerde naar schatting EUR 2,2 miljoen aan economische waarde in 2024 en zal naar verwachting EUR 7,9 miljoen realiseren in 2025. Dit betekent een duidelijke verbetering ten opzichte van onze eerdere negatieve EVA-schatting voor 2023, en onderstreept de effectiviteit van de strategische uitvoering van het bedrijf.

Het feit dat deze ROACE werd behaald ondanks de recente acquisities suggereert dat ForFarmers waarschijnlijk tegen de juiste multiples heeft gekocht en dat de integratie goed verloopt. Dit bevestigt dat de lopende strategische initiatieven niet alleen winstgevend zijn, maar ook waarde toevoegen. Met verbeterende rendementen en een gedisciplineerde kapitaalallocatie is ForFarmers goed gepositioneerd om duurzame waardecreatie op lange termijn te realiseren.

Figuur 5 ROACE



Source: ForFarmers/Degroof Petercam

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

3/ Generatie van vrije kasstroom

De nettoschuldpositie daalde met 23,4% ten opzichte van H1 2024 tot EUR 43,5 miljoen. De stijging van de EBITDA heeft een positief effect op de hefboomratio (nettobedrag/EBITDA), die zou dalen (uitgaande van een 'constante' nettoschuld). Bovendien zien wij de EBITDA-stijging als duurzaam en consistent in groei, niet afhankelijk van een eenmalige gebeurtenis, wat onze positieve visie op de ratio en het effect op het schuldprofiel van ForFarmers versterkt. De hefboomratio (nettobedrag/EBITDA volgens IFRS 16 en inclusief de waarde van de putoptie op Tasomix) wordt geschat op 0,9 voor het volledige jaar 2025, aanzienlijk lager dan 1,5 in 2024. Dit wijst op een lager financieel risico, een sterkere balans (die ruimte biedt voor verdere M&A) en aandeelhoudersrendement. Het vormt bovendien een solide buffer in de huidige volatiele omgeving.

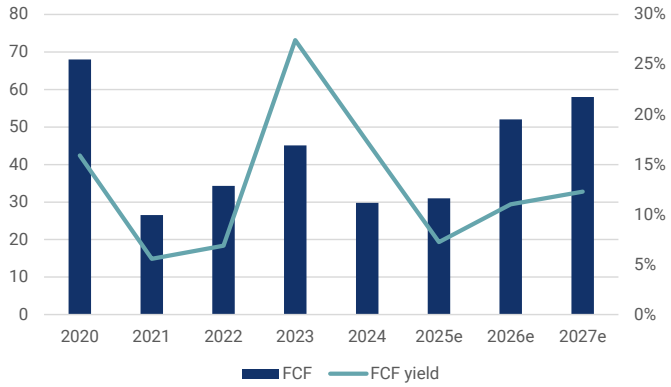
ForFarmers realiseerde een aanzienlijke verbetering in de vrije kasstroom in H1 2025, met een netto kasstroom uit operationele activiteiten van EUR 63,8 miljoen, tegenover EUR 25,5 miljoen in H1 2024. Deze stijging van meer dan 150% weerspiegelt:(i) winstgevendheid in alle regio's, (ii) succesvolle integratie van Van Triest Veevoeders,(iii) focus op operationele efficiëntie en kostenbeheersing, inclusief werkkapitaalbeheer.

We verwachten een stijging van het rendement op vrije kasstroom (zie figuur 6) en benadrukken de prestaties van ForFarmers ten opzichte van zijn sectorgenoten (boven het gemiddelde sinds 2023, zie figuur 7). In 2024 bedroeg de vrije kasstroom van ForFarmers EUR 43,3 miljoen, een daling van ongeveer 21% ten opzichte van 2023. De operationele kasstroom bedroeg EUR 70,2 miljoen en de investeringen (CapEx) EUR 26,8 miljoen. Dit was het resultaat van: (i) een verminderde operationele kasstroom en(ii) voortdurende investeringen in installaties, gebouwen en apparatuur.

We concluderen dat ForFarmers blijft aantonen dat het kapitaal gedisciplineerd en waarde-toevoegend wordt ingezet, ondersteund door een robuust en terugkerend profiel van vrije kasstroom. Het bedrijf zet actief in op de drie traditionele manieren van inzet van vrije kasstroom (FCF):(i) voortdurende M&A-activiteiten, met verdere kansen na een sterk overnametraject, (ii) stabiele en betrouwbare dividenduitkeringen die het aandeelhoudersrendement versterken, en (iii) een slanke balans met minimale schulden die de financiële flexibiliteit vergroot.

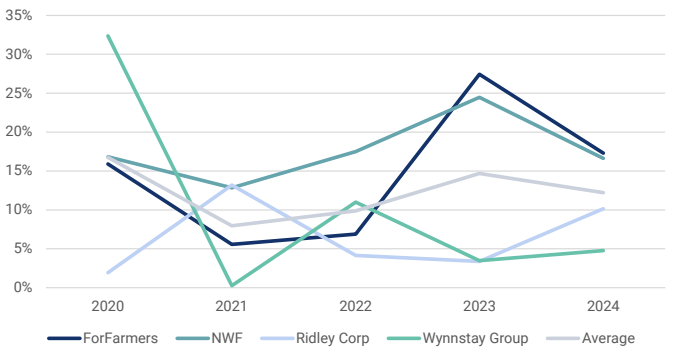
Gezien deze sterke basis geloven wij dat ForFarmers zijn strategische horizon kan verbreden door meer te investeren in R&D, met name om duurzaamheidsuitdagingen aan te pakken en innovatie te versnellen. Dit zou nieuwe groeikansen ontsluiten in het veranderende agrovoedingslandschap. In onze langetermijnvisie op waardecreatie blijft de consistente generatie van hoge FCF-rendementen essentieel, waarmee aandeelhoudersrendement en herinvestering in de toekomstbestendigheid van het bedrijf mogelijk worden gemaakt.

Figuur 6 ForFarmers' FCF & FCF yield forecast (m EUR)



Source: Bloomberg/Degroof Petercam

Figuur 7 Free Cash Flow yield peer universe



Source: Bloomberg

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

Marktvooruitzichten & visie op H2

Grondstoffen

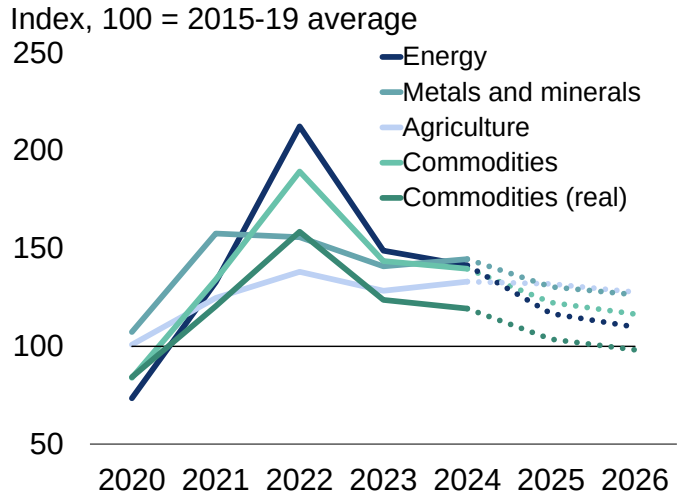
Grondstoffen (zoals tarwe en maïs) worden door ForFarmers aangekocht voor de productie en hebben invloed op de winstgevendheid en operationele activiteiten van het bedrijf. Dankzij termijncontracten en hedging is ForFarmers in staat om prijsveranderingen van grondstoffen door te rekenen aan klanten.

De vooruitzichten voor grondstoffen in 2025 en 2026 blijven gematigd. De landbouwprijzen zullen naar verwachting met 1% dalen in boekjaar 2025 en verder afnemen met 3% in de loop van 2026. FAO-projecties wijzen op twee belangrijke trends die de toekomst van de veevoerindustrie vormgeven:

De wereldwijde vraag naar maïs als veevoer zal naar verwachting stijgen van 605 miljoen ton in 2025 tot 709 miljoen ton in 2034, voornamelijk gedreven door de groei in pluimvee- en varkensproductie in Azië. Aangezien maïs de dominante energiebron blijft in diervoeding, wijst deze trend op toenemende druk op wereldwijde toeleveringsketens en een grotere blootstelling aan prijsvolatiliteit.

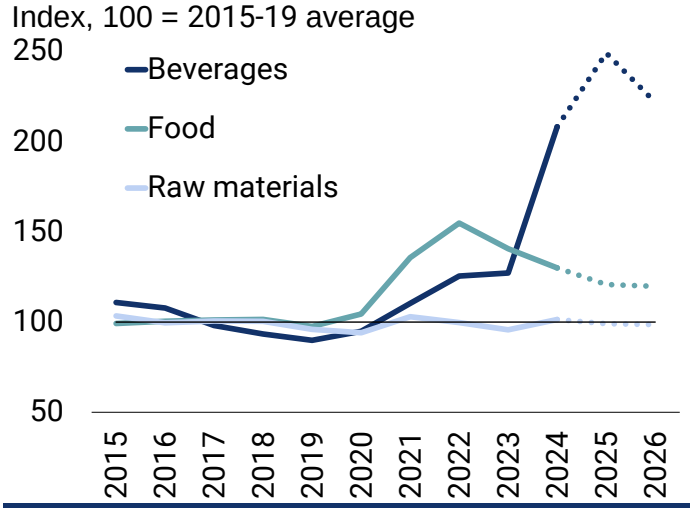
De vraag naar eiwitrijke voeders, met name sojaschroot, zal naar verwachting trager groeien tussen 2023 en 2032. Deze vertraging wordt toegeschreven aan verbeterde voederefficiëntie, beleidsmaatregelen die het eiwitgehalte verlagen, en een verschuiving naar alternatieve eiwitbronnen. Deze veranderingen weerspiegelen een bredere transformatie in voerformulering, waarbij duurzaamheid en kostenoptimalisatie centraal staan in moderne veehouderijsystemen.

Figuur 8 Commodity price forecast



Source: World Bank

Figuur 9 Agricultural prices & forecasts



Source: World Bank

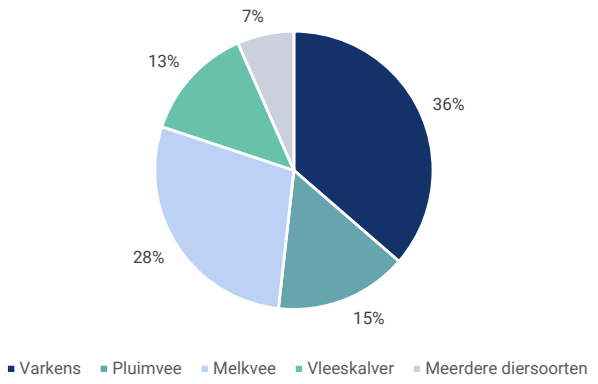
Uitkoopregelingen in Nederland

Daarnaast belichten we de impact van de uitkoopregelingen (voornamelijk gericht op varkenshouderijen) in Nederland op ForFarmers. Dit betreft een regeling die door de Nederlandse overheid is ingevoerd en waarbij veehouders (varkens, melkvee, kippen of kalkoenen) subsidies ontvangen in ruil voor het beëindigen van hun bedrijf, in het kader van de stikstofproblematiek.Tot nu toe hebben ongeveer 1.500 boeren zich aangemeld voor een uitkoopregeling, waarvan enkele honderden hun bedrijf daadwerkelijk hebben gesloten.

[1] Commodity Markets Outlook -- April 2025
[1] OECD-FAO Agricultural Outlook 2025-2034: Cereals | OECD
[1] OECD-FAO Agricultural Outlook 2023-2032: Oilseeds and oilseed products
[1] Aanpak piekbelasting | Levend Landschap & Lbv en Lbv-plus actueel | RVO.nl & 250 bedrijven haakten af na aanvraag stoppersregeling - Boerderij
[1] In ieder geval 477 veehouders gaan stoppen via stoppersregelingen - Boerderij

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

Figuur 10 Breakdown of types of livestock farms applying for Lbv & Lbv+ (at 11/8/25)



Source: Rijksdienst voor Ondernemend Nederland

ForFarmers pleit voor samenwerking en innovatie als alternatief voor gedwongen krimp van de veehouderij. Het bedrijf ondersteunt boeren in het stikstofdebat en investeert in duurzamer voer met minder impact op natuur en klimaat.

In het omgaan met de uitdagingen steunen wij de aanpak van ForFarmers en zijn sectorgenoten zoals Agrifirm en De Heus, die zich richten op innovatie en duurzaamheid: Agrifirm maakt gebruik van technische innovaties om stikstofuitstoot te verminderen en heeft een sterke coöperatieve structuur die lokale boeren ondersteunt. Het bedrijf zet sterk in op innovatie, waaronder staltechnologie, precisielandbouw en bodemanalyses. De Heus combineert wereldwijde expansie met een sterke focus op lokale impact en leiderschapsontwikkeling om het bedrijf duurzaam te laten groeien. Hun innovatie richt zich op het *Responsible Feeding*-programma, integratie van SDG's en ontwikkeling van lokale ketens. ForFarmers zet in op duurzaam voer en ketensamenwerking. Het bedrijf richt zich op het verlagen van CO_2-uitstoot, het gebruik van circulaire grondstoffen en samenwerking binnen de keten. Deze positieve acties hebben bijgedragen aan het winnen van marktaandeel in Nederland. Voor meer informatie verwijzen we naar ons ESG-rapport hieronder.

Dierziekten

Dierziekten hebben eveneens een materiële impact. ForFarmers benadrukte de gevolgen van de vogelgriep in Polen in H1. Zoals we later in het hoofdstuk over waardering zullen bespreken, blijft het risico op dierziekten een belangrijk aspect van de beperkte voorspelbaarheid voor ForFarmers. Net als bij grondstofprijzen kan het bedrijf voorzorgsmaatregelen nemen om negatieve effecten te beperken, zoals het beheersen van de kostenbasis – iets waarin ForFarmers effectief blijkt te zijn

[1] ForFarmers en haar dealers zij-aan-zij met… - ForFarmers Nederland
[1] Our strategy: Better Together | Royal Agrifirm Group
[1] Duurzaamheidsbeleid

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

Waarderingsupdate: koersdoel verhoogd van EUR 5,30 naar EUR 6,40

We hebben onze ramingen voor de autonome volumegroei licht naar beneden bijgesteld. Na H1 hebben we onze aangepaste EBITDA-prognose voor boekjaar 2025 verfijnd van EUR 125,9 miljoen naar EUR 124,8 miljoen. We verwachten echter een aanhoudende EBITDA-groei in 2026 en 2027 (2025 DPe: EUR 124,8 miljoen, 2026 DPe: EUR 131,3 miljoen, 2027e: EUR 139,3 miljoen). Deze prognose is gebaseerd op het bruto winstmargepotentieel, dat wordt ondersteund door volumegroei en marktaandeelwinst, capaciteitsuitbreiding in groeimarkten (Polen en Duitsland), marktaandeelwinst in Nederland en voortgezette activiteiten in het VK.

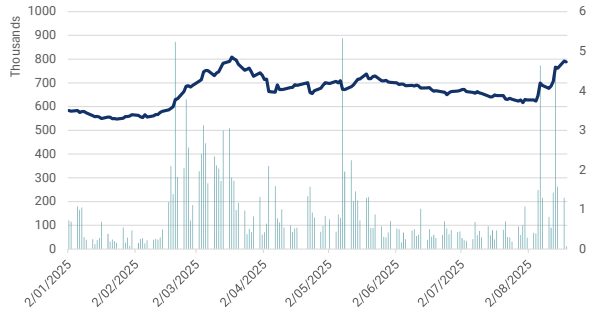
Voor de waardering van ForFarmers hanteren we een gecombineerde benadering, waaronder historische multiples, vergelijkbare bedrijven en een DCF-analyse. De waardering op basis van multiples wijst op een koersdoel tussen EUR 5,70 en EUR 7,10 per aandeel. Onze DCF-analyse komt uit op een waarde van meer dan EUR 8 per aandeel.

Figuur 11 Value based on

	Adj PER	EV/EBITA	Average
Historical multiples	5.8	5.5	5.7
Peer group	6.4	7.7	7.1

Source: DPe

Figuur 12 H1 2025 share price performance



Source: Bloomberg
ForFarmers is trading at discount to our target price (EUR 6.4), offering approximately 50% upside potential to current price.

Over de afgelopen vijf jaar bedroeg de gemiddelde aangepaste koers-winstverhouding (PER) 10,4x, en de gemiddelde EV/EBITA-ratio (na afschrijving op software) 8,2x. Toepassing van deze multiples op onze ramingen voor 2026 resulteert in een waarde van ongeveer EUR 5,70 per aandeel. De vergelijkingsgroep wordt momenteel gewaardeerd tegen een mediane PER voor 2026 van 11,4x en een EV/EBIT van 9,6x. Toepassing van deze multiples op onze ramingen voor 2026 leidt tot een waarde van EUR 7,10 per aandeel. Deze waarderingsbenaderingen leiden tot een gemiddeld koersdoel van EUR 6,40 per aandeel.

Figuur 13 Peer Group valuation

Forfarmers	Price	-----P/E-----		---EV/EBIT---		---EV/EBITDA---		3.1405488	---EV/sales---		Div yield		---FCF Yield---	
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2.4497098	2025	2026	2024	2025	2025	2026
AB Foods	2;028.0	11.5	10.3	10.0	9.1	6.5	6.0	0.87	0.9	0.8	3.4	3.4	4.8	6.2
ADM	62.2	15.6	13.3	21.9	15.4	9.8	8.7	0.47	0.5	0.5	3.2	3.3	7.2	3.1
NWF Group	171.5	8.9	8.6	8.6	7.8	3.9	3.6	0.14	0.1	0.1	4.7	4.9	11.9	8.7
Ridley Corp	3.0	23.8	18.1	15.9	9.8	11.0	6.6	0.82	0.8	0.4	2.7	2.8	3.4	5.7
Wynnstay Group	370.0	14.4	12.5	11.1	9.5	7.3	6.4	0.15	0.2	0.1	4.7	4.8	-0.3	0.5
Bunge	84.2	11.1	10.0	13.8	11.9	10.0	7.7	0.41	0.4	0.4	3.2	3.3	2.7	5.6
Average		14.2	12.1	13.5	10.6	8.1	6.5	0.5	0.5	0.4	3.7	3.8	5.0	5.0
Median		12.9	11.4	12.4	9.6	8.5	6.5		0.4	0.4	3.3	3.4	4.1	5.7

Source: Bloomberg, Degroof Petercam estimates

We waarderen ForFarmers ook op basis van een DCF-model, waarbij we een WACC van 8,8% hanteren, gebaseerd op een aandelenrisicopremie van 5,3% en een risicovrije rente van 3,0%. Op basis van deze parameters komen we uit op een koersdoel van EUR 8,60 per aandeel.

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

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	3,218.3	3,055.9	3,123.7
(waarvan uit verkopen)	2,671.0	3,365.8	2,973.0	2,745.7	3,209.0	3,055.6	3,122.8
Organische groei j-o-j	-3.2%	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.8%	1.1%	1.9%
Inkoop diensten & goederen	-2,234.7	-2,871.0	-2,495.7	-2,227.4	-2,614.5	-2,444.9	-2,499.3
Brutowinst	440.0	495.3	480.1	533.3	603.8	611.1	624.4
Personeelskosten	-163.5	-167.7	-174.7	-183.3	-210.4	-212.5	-214.6
Overige kosten	-202.6	-251.9	-244.1	-242.8	-250.6	-259.3	-261.5
EBITDA	**73.8**	**75.7**	**61.3**	**107.2**	**142.8**	**139.3**	**148.3**
Aangepaste EBITDA	78.2	76.0	70.2	100.8	124.8	131.3	139.3
Aangepaste EBITDA-marge	*-18.8%*	*-2.8%*	*-7.7%*	*+43.6%*	*+23.8%*	*+5.2%*	*+6.1%*
EBITA	32.1	36.4	26.5	68.8	93.1	89.8	98.6
Aangepaste EBIT	40.7	38.8	32.7	59.1	73.0	77.8	85.6
Aangepaste EBIT-marge	*1.5*	*1.2*	*1.1*	*2.2*	*2.3*	*2.5*	*2.7*
Amortisatie	-8.6	-8.6	-9.6	-12.6	-13.0	-13.0	-13.0
EBIT	**23.5**	**27.8**	**3.1**	**55.4**	**80.8**	**76.8**	**85.6**
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	-5.0	0.0	0.0
Netto financiële kosten	-5.4	-6.5	-9.5	-16.2	-12.0	-6.5	-6.0
Winst voor belastingen	**18.1**	**21.3**	**-6.4**	**39.2**	**68.8**	**70.3**	**79.6**
Belastingen	-4.0	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-14.8	-17.1
Belastingdruk	*22.1%*	*18.8%*	*28.1%*	*20.9%*	*20.8%*	*21.1%*	*21.5%*
Resultaat deelnemingen	3.8	4.3	5.2	3.2	0.2	0.0	0.0
Aandeel derden	-0.5	-0.2	-2.9	-2.8	-3.2	-3.5	-3.7
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	51.5	52.0	58.8
Aangepaste nettowinst	**28.9**	**29.9**	**22.7**	**40.5**	**46.9**	**49.6**	**55.6**

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	362.3	381.0	400.3
Lease active	33.8	28.6	39.5	50.8	49.7	51.2	52.8
Goodwill	58.0	61.4	55.0	64.0	64.0	64.0	64.0
Overige immateriële activa	49.9	43.8	35.0	55.2	44.5	33.0	21.5
Financiële vaste active	38.1	41.2	37.9	35.0	8.6	8.6	8.6
Uitgestelde belastingvorderingen	2.8	2.5	4.7	9.1	8.5	8.5	8.5
Totaal vaste activa	**467.1**	**461.3**	**437.6**	**492.1**	**537.6**	**546.3**	**555.6**
Voorraden	125.1	158.2	108.7	127.1	145.9	149.9	154.0
Handelsvorderingen	229.0	281.2	205.2	223.9	267.8	273.1	278.6
Overige vlottende activa	53.4	51.0	42.8	38.9	30.1	30.1	30.1
Geldmiddelen en kasequivalenten	68.3	68.4	46.5	50.7	71.5	67.7	69.5
Totaal vlottende activa	**475.7**	**558.8**	**403.2**	**440.6**	**515.3**	**520.8**	**532.2**
Activa aangehouden voor verkoop	0.6	0.3	0.0	9.4	3.0	3.0	3.0
Totaal activa	**943.4**	**1,020.4**	**840.8**	**942.1**	**1,055.9**	**1,070.1**	**1,090.8**
Eigen vermogen	360.5	335.1	311.5	328.4	345.4	362.5	385.7
Aandeel derden & preferente aandelen	5.7	9.1	8.9	9.9	81.1	84.6	88.2
Totaal eigen vermogen	**366.3**	**344.2**	**320.4**	**338.3**	**426.5**	**447.1**	**473.9**
Langlopende rentedragende schuld	59.5	94.9	59.9	80.0	40.3	25.3	10.3
Langlopende leaseschuld	27.6	23.1	32.1	40.8	55.0	55.0	55.0
Pensioenvoorzieningen	23.9	16.7	16.4	21.2	20.1	20.1	20.1
Overige voorzieningen	6.1	2.5	2.7	3.6	10.3	10.3	10.3
Uitgestelde belastingverplichtingen	16.9	14.2	9.6	17.7	18.9	18.9	18.9
Overige langlopende verplichtingen	28.7	24.2	28.2	36.9	42.0	42.0	42.0
Totaal langlopende verplichtingen	**162.8**	**175.6**	**148.9**	**200.2**	**186.6**	**171.6**	**156.6**
Kortlopende rentedragende schuld	37.5	42.1	8.0	27.5	34.3	34.3	34.3
Kortlopende leaseschuld	7.1	6.7	8.5	11.5	12.0	12.0	12.0
Crediteuren	367.5	449.9	349.7	357.6	385.2	393.9	402.8
Overige kortlopende verplichtingen	2.4	1.9	5.3	7.0	11.2	11.2	11.2
Totaal kortlopende verplichtingen	**414.4**	**500.6**	**371.5**	**403.6**	**442.7**	**451.4**	**460.3**
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**	**1,055.9**	**1,070.1**	**1,090.8**

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

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	80.8	76.8	85.6
Afschrijvingen	41.7	39.3	34.8	38.4	49.7	49.6	49.7
Amortisatie	8.6	8.6	9.6	12.6	13.0	13.0	13.0
Bijzondere waardevermindering	0.0	0.0	13.8	0.8	-0.7	0.0	0.0
Wijzigingen in voorzieningen	-5.8	-13.6	-5.3	-5.4	6.8	0.0	0.0
Voorraadmutaties	-21.2	-35.6	49.7	-8.3	-16.3	-4.0	-4.1
Mutaties in vorderingen	-45.3	-52.2	82.3	16.6	-43.9	-5.4	-5.5
Mutaties in schulden	73.2	82.4	-88.3	-17.7	27.6	8.6	8.9
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	-32.5	-0.7	-0.7
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**	**117.1**	**138.6**	**147.6**
Betaalde belastingen	-4.0	-4.0	1.8	-8.2	-14.3	-14.8	-17.1
Dividenden ontvangen uit deelnemingen	2.4	2.4	2.1	6.8	1.0	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**	**96.8**	**117.3**	**124.5**
Investeringen in materiële active	-36.6	-30.0	-31.4	-26.8	-40.5	-41.0	-41.4
Investeringen mat. activa/afschrijvingen	87.7%	76.3%	90.2%	69.8%	81.5%	82.8%	83.3%
Investeringen in immateriële activa	-3.1	-3.1	-3.0	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5
Acquisities	-25.0	0.0	-5.5	-74.2	4.3	0.0	0.0
Desinvesteringen	-17.5	0.0	29.7	15.8	13.8	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**	**-23.9**	**-42.5**	**-42.9**
Betaalde dividenden	-26.8	-25.9	-17.3	-14.8	-23.8	-23.9	-24.6
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 uitgfite 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	-14.8	-15.1	-15.4
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**	**-38.6**	**-39.0**	**-40.0**
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**	**34.3**	**35.8**	**41.6**
FCF voor onderneming	23.2	10.8	58.0	37.4	46.0	66.2	72.2
FCF voor aandeelhouders	25.1	7.8	53.7	39.0	40.0	59.7	66.2

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	376.8	376.8	376.8	376.8
Langlopende schulden	59.5	94.9	59.9	80.0	40.3	25.3	10.3
Kortlopende schulden	37.5	42.1	8.0	27.5	34.3	34.3	34.3
Leaseschuld	34.7	29.8	40.6	52.3	67.0	67.0	67.0
Kaspositie	68.3	68.4	46.5	50.7	71.5	67.7	69.5
Netto financiële schuld	63.4	98.4	62.0	109.1	70.1	58.9	42.1
Aandeel derden & preferente aandelen	5.7	9.1	8.9	9.9	81.1	84.6	88.2
Bedrijfswaarde-aanpassingen	-22.9	-16.3	-23.5	6.5	44.6	48.4	45.3
Bedrijfswaarde	**422.3**	**352.2**	**259.4**	**502.3**	**572.6**	**568.8**	**552.5**
Eigen vermogen (groep aandeel)	360.5	335.1	311.5	328.4	345.4	362.5	385.7
Netto financiële schuld	28.7	68.6	21.4	56.8	3.1	-8.1	-24.9
Aandeel derden	5.7	9.1	8.9	9.9	81.1	84.6	88.2
Aanpassingen geïnvesteerd kapitaal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Bron: ForFarmers/Degroof Petercam

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

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	0.53	0.56	0.62
Volledig verwaterde winst per aandeel							
Gerapporteerde winst per aandeel	0.18	0.24	-0.03	0.35	0.58	0.58	0.66
Cash flow per aandeel	0.72	0.77	0.47	0.93	1.28	1.29	1.36
FCF voor aandeelhouders per aandeel	0.26	0.09	0.60	0.44	0.45	0.67	0.74
Dividend per aandeel	0.29	0.20	0.15	0.20	0.27	0.28	0.32
Boekwaarde per aandeel	3.87	3.75	3.50	3.69	3.88	4.07	4.33
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	8.0	7.6	6.8
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	4.6	4.3	4.0
Bedrijfswaarde/EBITA	13.2	9.7	9.8	7.3	6.2	6.3	5.6
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	10.4	9.1	7.9	8.5	7.9	7.3	6.5
Bedrijfswaarde/geïnvesteerd kapitaal	1.1	0.9	0.8	1.3	1.3	1.3	1.2
Bedrijfswaarde/FCF	18.2	32.7	4.5	13.4	12.5	8.6	7.7
FCF rendement	6.7%	3.0%	25.3%	10.4%	10.6%	15.8%	17.6%
Dividendrendement	7.2%	6.8%	6.3%	4.7%	6.3%	6.5%	7.6%
Financiële ratio's							
Rentedekking	7.6	5.1	0.5	7.4	11.5	11.8	14.3
Nettoschuld/EBITDA	0.9	1.3	1.0	1.0	0.5	0.4	0.3
Convenant nettoschuld/EBITDA	0.4	1.0	0.4	0.7	0.0	-0.1	-0.2
Nettoschuld/eigen vermogen	17.3%	28.6%	19.4%	32.3%	16.4%	13.2%	8.9%
Nettoschuld/FCF	2.5	12.6	1.2	2.8	1.8	1.0	0.6
ROCE vóór belastingen	6.4%	6.9%	0.8%	15.0%	19.6%	17.7%	19.3%
ROCE na belastingen	3.6%	3.5%	0.9%	8.6%	8.5%	7.6%	8.5%
Rendement op eigen vermogen	4.9%	6.1%	-0.7%	9.8%	15.3%	14.7%	15.7%
Werkkapitaal (in % van de omzet)	1.4%	1.2%	0.1%	0.9%	1.5%	1.6%	1.6%
Dividend als % van de winst	95.0%	60.4%	58.9%	43.9%	50.9%	49.6%	51.5%
Margeanalyse en belastingtarief							
Brutomarge	16.5%	14.7%	16.2%	19.4%	18.8%	20.0%	20.0%
Aangepaste EBITDA-marge	2.9%	2.3%	2.4%	3.7%	3.9%	4.3%	4.5%
EBITDA-marge	2.8%	2.3%	2.1%	3.9%	4.5%	4.6%	4.8%
Aangepaste EBIT-marge	1.5%	1.2%	1.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%
EBIT-marge	0.9%	0.8%	0.1%	2.0%	2.5%	2.5%	2.7%
Aangepaste nettowinstmarge	1.1%	0.9%	0.8%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%
Belastingdruk	22.1%	18.8%	28.1%	20.9%	20.8%	21.1%	21.5%
Growth analysis							
Omzetverandering j-o-j	+13.6%	+26.0%	-11.7%	-7.7%	+16.9%	-4.8%	+2.2%
Organische omzetverandering j-o-j	-3.2%	-6.2%	-5.1%	3.5%	1.8%	1.1%	1.9%
EBITDA-mutatie j-o-j	-27.3%	+2.6%	-19.0%	+74.9%	+33.2%	-2.4%	+6.5%
EBIT-mutatie j-o-j	-53.2%	+13.2%	-27.1%	+159.6%	+35.3%	-3.6%	+9.8%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	-37.6%	+3.6%	-24.1%	+78.4%	+15.8%	+5.8%	+12.0%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	-36.8%	+8.6%	-23.1%	+79.1%	+15.5%	+5.8%	+12.0%
Dividendwijziging j-o-j	-	-31.0%	-25.0%	+33.3%	+34.1%	+3.0%	+16.5%

Bron:ForFarmers/Degroof Petercam

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

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-leader
★★★★★
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% ≤ RP < 15%	RP ≥ 15%
Middel (0.9 < Beta < 1.3	RP < -4%	-4% ≤ RP < 10%	RP ≥ 10%
Laag (Beta ≤ 0.9)	RP < -2%	-2% ≤ RP < 6%	RP ≥ 6%

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

Ons beoordelingssysteem en onze koesdoelen 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.

NIET VOOR DISTRIBUTIE, DIRECT OF INDIRECT, IN VERENIGDE STATEN OF AUSTRALIE

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 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 Fien Van Hauwermeiren.

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 genoemde. 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 Degroof 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 Vlaminck	+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