



De Europese markt voor diervoer is versnipperd en kent lage marges.

VEEVOERPRODUCTENT MOET HET HEBBEN VAN EXTERNE GROEI

FORFARMERS CONSOLIDATOR

Beursdebutant ForFarmers opereert op een concurrerende en verzadigde markt, waardoor de autonome groeimogelijkheden beperkt zijn. Met een ijzersterke balans kan het bedrijf echter als consolidator optreden en de winst verder opvoeren.

tekst: Jeroen Boogaard

Veevoerdrijf ForFarmers staat per 24 mei op Euronext Amsterdam genoteerd. De beursintroductie gaat niet gepaard met de uitgifte of herplaatsing van aandelen, maar is vooral bedoeld om waarde te ontsluiten voor de zittende aandeelhouders. Sinds eind 2010 staan er namelijk al certificaten ForFarmers genoteerd op een handelsplatform van Van Lanschot. Leden, maar ook niet-leden van de coöperatie FromFarmers kunnen daarin handelen. De certificaten worden omgezet in gewone aandelen. De coöperatie houdt na de beursgang een kwart van het aandelenkapitaal en heeft tweederde van het stemrecht.

De koers van de certificaten is sinds de bevestiging van de beursgang medio maart al met 18% opgelopen tot €6,50 en staat

daarmee fies boven de introductiekoers van ruim €2. Kort na de opening van de handel noteerde het aandeel circa 10% in de plus op €7,10. Na de sterke koersontwikkeling liggen winstnemingen van de leden voor de hand, wat tot koersdruk kan leiden. De certificaten kunnen bij de leden een enorm vermogen vertegenwoordigen, bijvoorbeeld gemiddeld €870.000 voor vleespluimveehouders. Aan de andere kant is er mogelijk belangstelling van institutionele beleggers, zeker als het gevaar van een 'Brexit' is geweken.

ForFarmers is namelijk een volwassen onderneming met een jaaronzet van ruim €2,2 mrd en 2.370 medewerkers. Door diverse grote overnames heeft het bedrijf zich in de afgelopen tien jaar ontwikkeld van een bescheiden lokale speler met een afzet van 1,3 miljoen ton diervoer per jaar tot een grote Europese partij met een jaarafzet van 9,1 miljoen ton. Daarmee is het naar eigen zeggen de grootste producent van diervoeder in Europa. Schaalgrooite is een bittere noodzaak, want de markt is zeer concurrerend en de winstmarges zijn laag. De vraag

groeit ook nauwelijks, doordat de Europese vleesconsumptie stagneert en de groei van de veestapel door melkemaatregelen wordt beperkt. Bovendien neemt het zelf mengen door boeren toe. Doerenbedrijven, in het bijzonder varkenshouders, staan ook onder grote druk door de lage vleesprijzen. Kleine bedrijven leggen het loodje, maar degenen die overblijven worden wel groter (zie ook de column van Christian Slagter op pagina 33).

AANTREKkelijk DIVIDEND

Er wordt een verdere consolidatie voorzien, zowel onder de klanten als onder veevoerbedrijven. ForFarmers zal in die consolidatieslag een actieve rol spelen en kijkt vooral naar overnames in België en Duitsland. Hier is de markt nog versnipperd en is het bedrijf in tegenstelling tot in Nederland en het Verenigd Koninkrijk nog geen nummer 1 of 2. Daarnaast is ForFarmers op zoek naar een vijfde thuismarkt.

Eind 2015 had ForFarmers een netto kaspositie van €33,7 mln en hij een leverage van maximaal 2,5. Overnames zullen de winst moeten aanjagen want de autonome groeimogelijkheden zijn gering. Op autonome basis stagneerde de brutowinst in de afgelopen jaren. Over 2015 kwam het bedrijfsresultaat uit op €64,4 mln, waarmee de operationele winstmarge bleef steken op 2,9%.

ForFarmers wil meer gaan inzetten op advies aan veehouders, maar of dit tot een betere winstmarge zal leiden is zeer de vraag gezien de moeilijke markt. Het bedrijf realiseert echter een goede kasstroom en wil 40 tot 50% van de winst uitkeren. Vorig jaar bedroeg het dividend €0,23 per aandeel, wat bij de huidige koers een dividendrendement betekent van 3,2%. Het aandeel gaat echter niet goedkoop naar de beurs. Als gevolg van de sterke koersstijging is de koerswinstverhouding opgelopen van 8 in 2014 naar nu 14,8, waarmee de betere verhandelbaarheid van het aandeel al is ingeprijsd. <

CONCLUSIE

ForFarmers is actief op een lastige markt en kan alleen maar groeien door overnames. De balans biedt hier alle ruimte voor. Acquisities brengen echter risico's met zich mee. Wij vinden het aandeel juist gewaardeerd en starten met een houdadvies.

ForFarmers: houden
openingskoers 25 mei: €6,99

KERNcijfers

In mln €	2015	2014
Omzet	2244,5	2221,3
Bedrijfsresultaat	64,4	59,6
Nettowinst	51,3	49