



YUNO
advisors



PERIODIEK MARKTRAPPORT

Food Ingredients

Vol. 10

Januari 2022

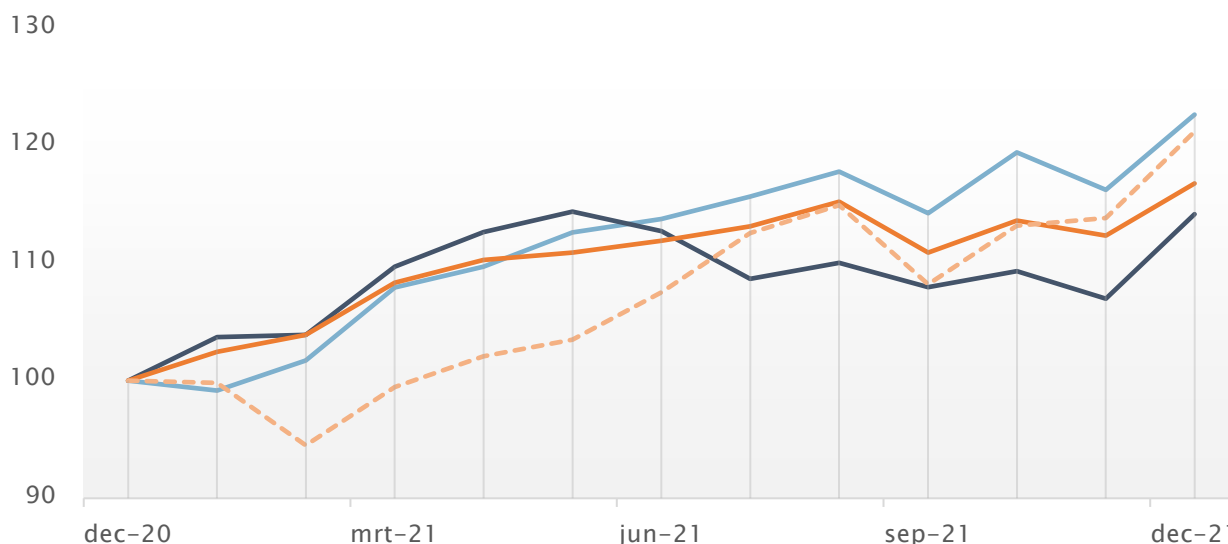


Inhoudsopgave

- Marktindex
- Multiples
- Comparability
- M&A Food Sector
- Transacties Food Ingredients
- Transacties Uitgelicht



01 Marktindex Food Ingredients



Food Ingredients bedrijven presteren in lijn met de bredere (food) indexen

De bovenstaande grafiek zet de koersontwikkelingen van de S&P EUROPE 350 en de S&P Food & Beverage Index af tegen die van een zelf samengestelde index betreffende Food Ingredients bedrijven, bestaande uit een brede selectie van beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in zowel "Natural" Food Ingredients (inclusief raffinage van oliën) als "Functional" Food Ingredients.

Index	5 jaar	3 jaar	1 jaar
S&P EUROPE 350	32,4%	42,1%	22,6%
S&P F&B	59,3%	61,9%	14,2%
Food Ingredients (gemiddeld)*	48,8%	52,8%	16,8%
Food Ingredients (gewogen)*	89,0%	80,4%	21,2%

De grafiek toont dat de Food Ingredients Index het afgelopen jaar een koersgroei heeft doorgemaakt die tussen de indices S&P Europe 350 en S&P F&B invalt. Bedrijven binnen Food Ingredients hebben het afgelopen jaar gemiddeld beter gepresteerd dan de Food sector als een geheel. Verder zit er nauwelijks verschil tussen de gemiddelde en de gewogen index. Over een langere periode van 3 tot 5 jaar (zie tabel links) is het opvallend dat de gewogen Food Ingredients index een sterke outperformance laat zien, wat inhoudt dat over die periode de grotere Food Ingredients peers een relatief sterke koersgroei hebben gehad.

Het Singaporese palmolie bedrijf Golden Agri-Resources Ltd. is met een koersgroei van 63% het hardst gestegen het afgelopen jaar. Dit geeft wel een vertekend beeld, aangezien het bedrijf een koersdaling van 44% heeft doorgemaakt in het daaraan voorgaande jaar.

Met een koersdaling van meer dan 17% in het afgelopen jaar is Chr. Hansen het minst presterende bedrijf uit de Food Ingredients sector. Chr. Hansen kende een sterke koersgroei in het voorgaande jaar, mede veroorzaakt door de tijdelijke invloed van COVID-19. Toen afgelopen jaar COVID-19 grotendeels onder controle leek volgde een correctie in de koers.

* De koersgrafiek is gebaseerd op de aandeelkoersen van een selectie van vooraanstaande beursgenoteerde bedrijven.



Multiples 02

Natural Food Ingredients

Naam	Land	Beurswaarde (€ miljard)	EV*/Sales		EV*/EBITDA		EV*/EBIT	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
AAK AB	Zweden	4,3	1,3x	1,2x	14,0x	12,6x	17,8x	15,9x
Acomo	Nederland	0,8	0,9x	-	12,7x	-	15,6x	-
Archer Daniels Midland Company	Verenigde Staten	38,1	0,5x	0,5x	9,4x	9,5x	15,0x	14,8x
Bunge Limited	Verenigde Staten	12,4	0,4x	0,4x	8,3x	10,2x	10,1x	12,7x
Golden Agri- Resources Ltd	Singapore	2,0	0,4x	0,5x	3,9x	4,8x	5,8x	7,6x
Kernel Holding	Ukraine	0,9	0,3x	0,3x	2,6x	3,6x	3,7x	5,0x
Shoei Foods	Japan	0,5	0,7x	0,7x	9,5x	9,2x	15,5x	14,5x
Sime Darby Plantation Berhad	Maleisië	5,7	2,1x	2,2x	9,1x	10,2x	13,7x	16,7x
The Andersons Inc	Verenigde Staten	1,1	0,2x	-	9,3x	-	19,9x	-
Wilmar International	Singapore	17,7	0,6x	0,5x	9,1x	8,8x	13,5x	12,9x
Mediaan			0,6x	0,5x	9,2x	9,4x	14,4x	13,7x

*EV = Ondernemingswaarde (Enterprise Value)

Weinig uitschieters in Natural Food Ingredients multiples

Archer Daniels Midland is met een beurswaarde van ruim €38 miljard de grootste speler uit de “Natural Food Ingredients” peer group, gevolgd door Wilmar en Bunge. Deze 3 ondernemingen zijn samen goed voor ca. 80% van de marktwaarde binnen de Natural Food Ingredients peer group.

De mediane EBITDA- en EBIT- multiples in 2021 komen uit op respectievelijk 9,2x en 14,4x, wat in de huidige markt geen uitzonderlijk hoge multiples zijn. De mediane Sales multiple komt uit op 0,6x vanwege de relatief lage marges in dit Food Ingredients segment. AAK uit Zweden is de hoogst gewaardeerde speler in de peer group, waaruit blijkt dat de focus op hoge toegevoegde waarde – plantaardige – ingrediënten i.p.v. commodities, en co-development benadering resulteert in een hogere waardering op de beurs.

Wat opvalt is het relatief grote verschil tussen de EBITDA- en EBIT-multiples, wat duidt op een kapitaalintensieve sector. Onder andere raffinaderijen zijn asset-intensief, wat dit beeld verklaart. Bij meer trading georiënteerde ondernemingen met hoge “cash conversion”, zoals het Nederlandse Acomo, is het verschil in beide multiples lager.

Opmerkelijk zijn verder de relatief lage multiples van Kernel. Naast geopolitieke oorzaken in Oekraïne is dit deels te verklaren door een volatiele winstgevendheid binnen commodities – zowel afgelopen jaren als vooruitkijkend. Een vergelijkbaar patroon is zichtbaar bij Golden-Agri, met lage, maar stijgende multiples richting de toekomst.

* De multiples zijn gebaseerd op de huidige marktwaardes (31-01 2022) van een selectie van vooraanstaande beursgenoteerde bedrijven.

EV/Sales '22: 0,6x

EV/EBITDA '22: 9,2x

EV/EBIT '22: 14,4x

Periodiek
Marktrapport

Food Ingredients



yunoadvisors.com



Multiples Functional Food Ingredients

02

Naam	Land	Beurswaarde (€ miljard)	EV*/Sales		EV*/EBITDA		EV*/EBIT	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
Chr. Hansen	Denemarken	9,1	8,5x	8,0x	23,2x	21,4x	30,9x	28,1x
Corbion	Nederland	2,2	2,1x	2,0x	14,1x	12,3x	22,6x	19,0x
Givaudan	Zwitserland	33,9	5,6x	5,3x	24,7x	24,7x	32,4x	29,6x
Ingredion	Verenigde Staten	5,6	1,1x	1,1x	8,2x	7,5x	10,5x	9,7x
International Flavors & Fragrances	Verenigde Staten	29,8	3,0x	2,9x	13,9x	12,8x	24,8x	20,2x
Kerry Group	Ierland	19,7	2,9x	2,8x	18,8x	17,3x	24,7x	22,3x
DSM	Nederland	28,0	3,2x	3,0x	16,0x	15,0x	24,7x	22,7x
Robertet	Frankrijk	2,0	3,1x	3,0x	14,3x	15,9x	19,9x	20,7x
Sensient	Verenigde Staten	3,2	2,9x	2,8x	16,1x	14,9x	20,6x	18,7x
Symrise	Duitsland	15,5	4,2x	4,0x	20,2x	18,7x	29,1x	26,3x
Tate & Lyle	Engeland	4,1	2,9x	2,7x	14,6x	14,4x	23,0x	21,2x
Mediaan			3,0x	2,9x	16,4x	15,0x	24,7x	21,2x

*EV = Ondernemingswaarde (Enterprise Value)

Hoge multiples binnen Functional Food Ingredients

In de peer group van bedrijven die binnen het Functional Food Ingredients segment vallen, zijn er over de hele linie grotere partijen actief. Zowel Givaudan, Kerry Group, IFF, Symrise en DSM zijn grote spelers binnen dit segment.

Met een mediane multiple van 3,0x, 16,4x, en 24,7x voor respectievelijk Sales-, EBITDA- en EBIT-multiples, is het duidelijk dat de multiples in deze peer group aanzienlijk hoger liggen dan binnen het Natural Food Ingredients segment. De bedrijven binnen Functional Food Ingredients bieden doorgaans een hoge added value en innovatieve – R&D-intensieve – producten. De bedrijven in deze peer group zijn dan ook weinig tot helemaal niet (meer) actief in commodity segmenten van de markt. Dit blijkt ook duidelijk uit het margebeeld dat op de volgende pagina's in meer detail wordt uitgewerkt, en bij Functional Food Ingredients ca. 3x zo hoog ligt als bij Natural Food Ingredients. Hoge en stabiele marges in combinatie met groei leidt tot hoge beurswaarderingen.

Het Zwitserse Givaudan steekt er bovenuit met zowel Sales-, EBITDA- als EBIT- multiple. Dit is deels te verklaren door de sterke koersstijging van ruim in 28% het afgelopen jaar. De EBITDA van Givaudan is het afgelopen jaar met 9,6% toegenomen, waardoor ook de multiples verder zijn opgelopen. De koersstijging in het afgelopen jaar is ook mede te danken aan de overname van The Color House.

EV/Sales '22: 3,0x

EV/EBITDA '22: 16,4x

EV/EBIT '22: 24,7x

Periodiek
Marktrapport

Food Ingredients



yunoadvisors.com



03

Comparability
Natural Food Ingredients

Naam	Gem. omzetgroei (2021-2024)	Gem. EBITDA Marge (2021-2024)	Gem. EBIT Marge (2021-2024)
AAK AB	11.1%	9.1%	7.2%
Acomo	30.4%	7.3%	5.9%
Archer Daniels Midland Company	7.7%	5.6%	3.3%
Bunge Limited	13.1%	4.4%	3.6%
Golden Agri- Resources Ltd	6.6%	11.0%	7.3%
Kernel Holding	11.7%	11.3%	8.9%
Shoei Foods	1.8%	7.1%	4.4%
Sime Darby Plantation Berhad	7.1%	23.4%	15.8%
The Andersons Inc	22.8%	2.6%	1.3%
Wilmar International	8.5%	6.1%	4.2%
Mediaan	9.8%	7.2%	5.2%

Sterke groeiverwachtingen binnen Natural Food Ingredients



De bedrijven uit de Natural Food Ingredients peer group tonen allen een sterke verwachte omzetgroei in de komende jaren. De mediaan van de omzetgroei over 2021 – 2024E ligt op maar liefst 9,8%.

Opvallend is Acomo met een gemiddelde omzetgroei verwachting van 30,4%, wat meer dan drie keer zo veel is als de mediaan. Deze groei is te verklaren door de acquisitieve groei volgend uit de overnames van Tradin en Qualino afgelopen jaar. De totale omzet in het eerste half jaar kwam uit op €620,2 miljoen tegenover €356,8 miljoen het jaar ervoor. Daarvan was het overgrote deel, €236 miljoen, afkomstig uit het overgenomen Tradin. De hoge verwachte omzetgroei is derhalve vooral acquisitief van aard. Ook voor de komende periode verwacht Acomo haar acquisitieve groeipad voort te zetten.

Verder kent Shoei Foods sinds 2018 een omzetsdaling, en is de groeiverwachting ook voor de komende jaren minimaal.

De mediane EBITDA- en EBIT-marges over 2021 – 2024E komen respectievelijk uit op 7,2% en 5,2%. De grootste uitschieter hier is Sime Darby, met een verwachte gemiddelde EBITDA-marge van 23,4%, wat meer dan 3x zoveel is als de mediaan. Sime Darby behaalt een relatief hoge bruto marge door de verkoop van RSPO*-gecertificeerde producten. De marktprijzen en de premium van deze producten zijn de afgelopen jaren sterk gestegen, en zorgt voor bovengemiddeld hoge marges.

**RSPO producten moeten voldoen aan een set strenge regels en standaarden voor duurzame palm olie productie.*





03 Comparability Functional Food Ingredients

Naam	Gem. omzetgroei (2021-2024)	Gem. EBITDA Marge (2021-2024)	Gem. EBIT Marge (2021-202)
Chr. Hansen	8.1%	37.2%	28.4%
Corbion	7.3%	15.1%	9.4%
Givaudan	5.7%	22.9%	17.8%
Ingredion	6.4%	14.6%	11.2%
International Flavors & Fragrances	35.3%	22.6%	12.5%
Kerry Group	4.4%	15.8%	12.0%
DSM	7.0%	20.4%	13.3%
Robertet	6.7%	20.4%	14.9%
Sensient	4.1%	18.5%	14.7%
Symrise	7.5%	21.4%	15.0%
Tate & Lyle	n.a.		
Mediaan	6.7%	20.4%	13.3%

Functional Food Ingredients peers laten bovengemiddelde groei zien in combinatie met zeer hoge winstmarges



Binnen het Functional Food Ingredients segment is te zien dat met een mediaan van 6,7%, de gemiddelde verwachte omzetgroei wat lager ligt dan de mediane groei van 9,8% binnen het Natural Food Ingredients segment, alhoewel ook deze groei bovengemiddeld is in de gehele Food-markt.

De verwachte omzetgroei van Tate & Lyle is niet relevant, aangezien Tate & Lyle heeft aangekondigd om het bedrijf in 2022 op te splitsen, en het Commodity Ingredients segment verder zal gaan als spin-off. Buiten deze opsplitsing heeft Tate & Lyle in de eerste 6 maanden van het fiscale jaar 2022 zelfs een organische omzetgroei van 19% gekend.

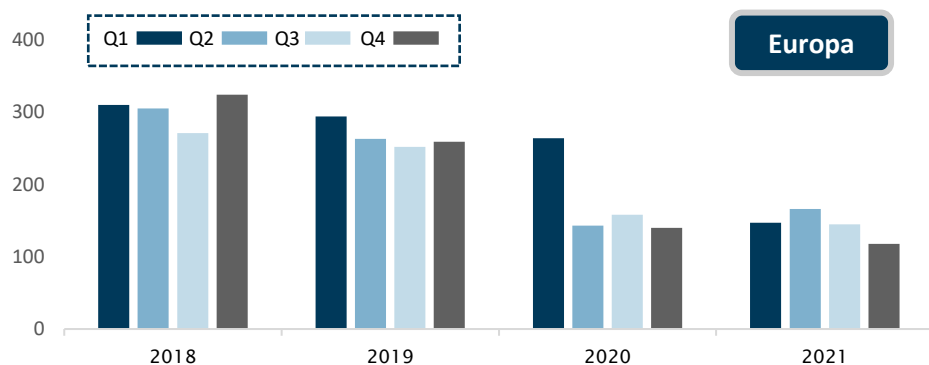
Verder opvallend is de gemiddelde verwachte omzetgroei van IFF, van maar liefst 35,3%. Ook deze groei is te verklaren door acquisitieve groei. In 2021 zijn Food-giganten IFF en Dupont Nutrition gefuseerd, wat heeft geleid tot een omzetgroei van 127% in 2021.

De mediaan van de gemiddelde EBITA- en EBIT marges liggen met respectievelijk 20,4% en 13,3%, aanzienlijk hoger dan binnen de Natural Food Ingredients peer group, en zijn daarmee ca. een factor 3x hoger. De hogere added value vertaalt zich duidelijk in een sterker marge-beeld en ook substantieel hogere relatieve beurswaarderingen.



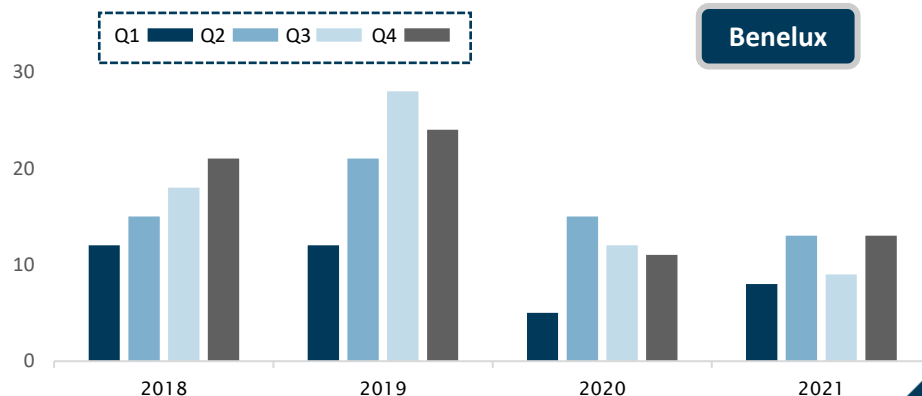
M&A Food Sector

04



Door de invloeden van de COVID-pandemie is er in de Food-gerelateerde M&A markt binnen **Europa** een daling in het aantal gerapporteerde deals te zien vanaf Q2 2020. Het aantal gerapporteerde M&A-transacties daalde van 1.214 deals in 2017 tot 691 deals in 2020. Ook in 2021 is de invloed van COVID-19 nog steeds terug te zien in het aantal deals. In 2021 werden in totaal 576 M&A deals gemeld, een daling van 46% t.o.v. 2019 (pre-Corona), maar wel een duidelijke stabilisering of zelfs lichte stijging ten opzichte van het voorgaande jaar.

In de **Benelux** zijn over de afgelopen vier jaar 257 Deals gerapporteerd binnen de Food-sector. Hoewel het aantal deals in de periode 2017-2019 redelijk stabiel is gebleven (ca. 71), zijn er sterke schommelingen te zien in de kwartalen. Verder is het effect van COVID-19 ook hier zichtbaar: in 2020 werd circa de helft van het aantal deals (41) gedaan ten opzichte van het voorgaande jaar. In 2021 kwam het totaal aantal gerapporteerde M&A-transacties uit op 43, een daling van 49% t.o.v. 2019, maar een stabilisering ten opzichte van het voorgaande jaar.



De pandemie heeft een sterke invloed gehad op het aantal M&A deals

Periodiek
Marktrapport

Food Ingredients



yunoadvisors.com



05 Transacties Food Ingredients



Dec
2021

Symrise neemt Giraffe Foods
over



Nov
2021

ADM acquireert Deerland
Probiotics & Enzymers



Okt
2021

Givaudan neemt The Color
House over



July
2021

Corbion neemt Granolife over



Sep
2021

DSM neemt First Choice
Ingredients over



Sep
2021

AAK koopt lecithine-activiteiten
van BIC International



Juni
2021

Kerry Group acquireert Niacet



Feb
2021

IFF en Dupont Nutrition fuseren



Juni
2020

DSM neemt Erber Group over



Nov
2020

Acomo neemt
Tradin Organic over



Transacties Uitgelicht

06

AAK neemt het Nederlands BIC Ingredients over

Met de overname van BIC Ingredients – geadviseerd door Yuno Advisors – versterkt AAK zijn marktpositie op het gebied van lecithine. AAK heeft de visie om wereldwijde marktleider te worden als leverancier van lecithine. Lecithine is een natuurlijke emulgator die wordt geproduceerd uit plantaardige oliën zoals soja, zonnebloem en raapzaad. Het Nederlandse BIC Ingredients levert niet-genetische gemodificeerde gespecialiseerde lecithine. Voor AAK is de toevoeging van BIC Ingredients derhalve een 'natural fit'. Het team van BIC zal tenminste de komende 3 jaar nauw betrokken blijven.



DSM koopt Amerikaanse smaakmaker First Choice Ingredients

Na langdurige onderhandelingen hebben DSM en het Amerikaanse First Choice Ingredients in September 2021 een akkoord bereikt inzake de overname. DSM betaalt \$453 miljoen voor het bedrijf dat smaakstoffen produceert op basis van gefermenteerde zuivel. First Choice behaalde in 2021 een jaaromzet van \$75 miljoen, en vertegenwoordigt de deal verder een EBITDA-multiple van 19,8x. DSM, dat zich steeds meer richt op het food segment, denkt veel synergie-effecten te kunnen verwezenlijken door deze overname. Zo wil DSM de producten van First Choice, die tot nu toe veelal beperkt waren tot de Amerikaanse markt, ook gaan aanbieden buiten de VS.



Acomo realiseert overname van Tradin Organic

Het Nederlandse handelsbedrijf in voedingsingrediënten, heeft een akkoord bereikt met SunOpta Inc. Door deze overname zullen The Organic Corporation en Tradin Organic voortaan opereren onder de naam van Acomo. Tradin is actief in meer dan 100 landen wereldwijd en is koploper in de snelgroeende markt van biologische ingrediënten. Acomo verwacht dat de overname van Tradin Organic de komende jaren een aanzienlijk aandeel zal hebben in de totale omzet en winst van Acomo. Het overnamebedrag dat Acomo heeft betaald wordt geschat op €330 miljoen.

Naast deze overname heeft het dochterbedrijf van Acomo, Delinuts, de activiteiten van haar branchegenoot Qualino B.V. overgenomen. Delinuts en Qualino, beide opgericht in het jaar 1994, zijn specialisten in noten, Zuidvruchten en aanverwante producten.



Periodiek
Marktrapport

Food Ingredients



yunoadvisors.com

Over Yuno

“Toegevoegde waarde door focus”

Yuno Advisors is begin 2013 opgericht in het licht van een groeiende vraag naar advisering door sectorspecialisten. Wij zijn gespecialiseerd in de sectoren Food & Agri en Consumer & Retail. Daarnaast hebben we ook een brede groep aan klanten geadviseerd in andere sectoren.

Contact

Thorstein Vrolijk
Partner

+31 (0)6 2888 3325
thorstein@yunoadvisors.com



Nick Vermeulen
Partner

+31 (0)6 1119 8464
nick@yunoadvisors.com



Bjorn Zuithoff
Senior Advisor
+31 (0)6 4603 1865
bjorn@yunoadvisors.com



Mart van Zon
Advisor
+31 (0)6 8120 3888
mart@yunoadvisors.com



Yuno Advisors
Weesperstraat 98F
1112 AP Diemen
+31 (0)20 240 2235

