

YUNO  
advisors



# PERIODIEK MARKTRAPPORT

---

Ontbijtgranen & Pasta

Vol. 11  
Februari 2022







# Inhoudsopgave

---

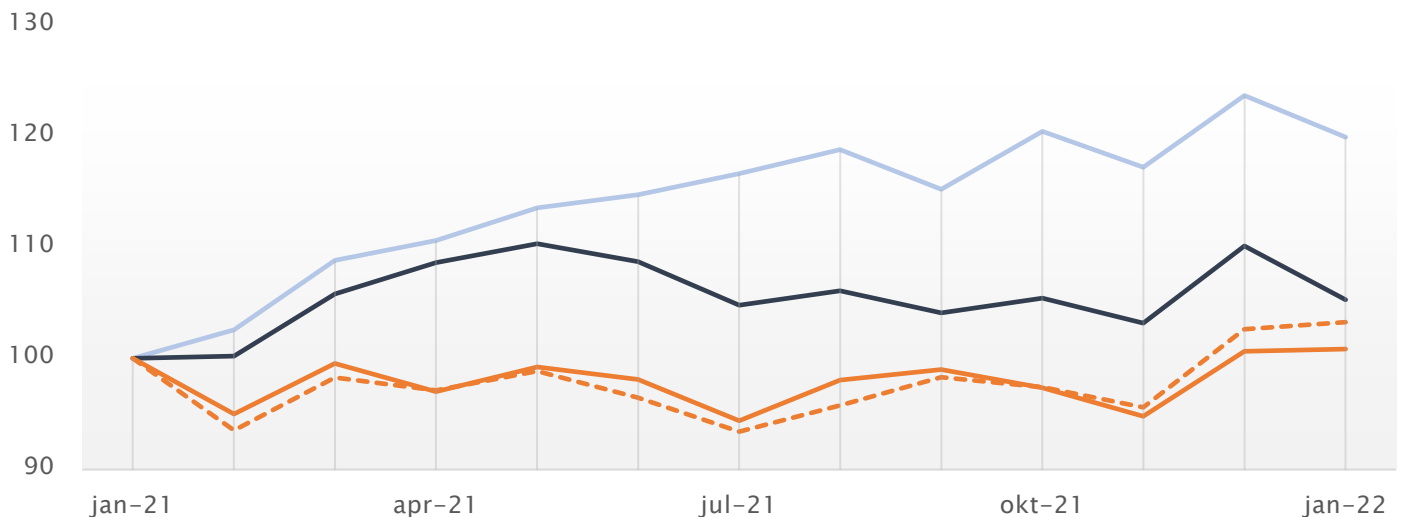
01 Markindex  
02 Multiples  
03 Comparability

04 M&A Food Sector  
05 Transacties Europa  
06 Transacties Uitgelicht



# 01

## Marktindex Ontbijtgranen & Pasta



### De sectoren Ontbijtgranen & Pasta vertonen een beperkte koersgroei t.o.v. de bredere (food) indices

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 de Ontbijtgranen & Pasta sectoren, bestaande uit een selectie van beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in deze sectoren.

| Index                              | 5 jaar | 3 jaar | 1 jaar |
|------------------------------------|--------|--------|--------|
| S&P EUROPE 350                     | 28,8%  | 29,9%  | 19,9%  |
| S&P F&B                            | 55,5%  | 43,6%  | 5,3%   |
| Ontbijtgranen & Pasta (gemiddeld)* | 6,8%   | 5,9%   | 0,8%   |
| Ontbijtgranen & Pasta (gewogen)*   | 12,4%  | 13,5%  | 3,2%   |

Op de grafiek is te zien dat de S&P Europe 350 Index de afgelopen twaalf maanden een sterkere groei heeft laten zien dan de sectoren Ontbijtgranen en Pasta. Beide Ontbijtgranen & Pasta indices (gemiddeld en gewogen) hebben minder goed gepresteerd t.o.v. de S&P Europe 350 en S&P Food & Beverages. De afgelopen twaalf maanden bleven beide indices schommelen rond het startpunt van januari 2021, dat in tegenstelling tot de (licht) stijgende S&P indices.

De tabel toont dat voor alle periodes de Ontbijtgranen & Pasta (gewogen) index beter presteert dan de Ontbijtgranen & Pasta (gemiddeld) index, wat inhoudt dat de bedrijven van grotere omvang een relatief sterkere groei hebben laten zien dan de kleinere bedrijven in deze subsectoren.

Uit de peer group van de Ontbijtgranen & Pasta indices is Newlat Food S.p.A. de sterkste stijger met een groei van 34,9%. Dit is grotendeels toegewezen aan het acquireren van Centrale del Latte d'Italia S.p.A., wat de omzet sterk liet stijgen, alsmede de inkoop van eigen aandelen in december 2021. Het tegenovergestelde geldt voor B&G Foods; met een daling van 17,0% is dat de grootste daler uit de peer group. Dit werd veroorzaakt door tegenvallende cijfers in het afgelopen jaren (EPS lager t.o.v. historie).

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



# Multiples

## Ontbijtgranen & Pasta

# 02

| Sector                                                                           | Naam                  | Land             | Beurswaarde<br>(€ miljard) | EV*/Sales   |             | EV*/EBITDA   |              | EV*/EBIT     |              |
|----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|------------------|----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                                                  |                       |                  |                            | 2022        | 2023        | 2022         | 2023         | 2022         | 2023         |
|  | B&G Foods             | Verenigde Staten | 1,8                        | 2,1x        | 2,0x        | 11,8x        | 11,4x        | 15,5x        | 15,0x        |
|                                                                                  | General Mills Inc.    | Verenigde Staten | 37,2                       | 2,8x        | 2,8x        | 14,2x        | 14,1x        | 16,9x        | 16,6x        |
|                                                                                  | Kellogg Company       | Verenigde Staten | 19,3                       | 2,1x        | 2,0x        | 13,1x        | 12,7x        | 16,7x        | 15,9x        |
|                                                                                  | Post Holdings Inc.    | Verenigde Staten | 5,9                        | 2,0x        | 1,9x        | 11,5x        | 10,4x        | 18,7x        | 16,0x        |
| <b>Mediaan ontbijtgranen</b>                                                     |                       |                  |                            | <b>2,1x</b> | <b>2,0x</b> | <b>12,5x</b> | <b>12,1x</b> | <b>16,8x</b> | <b>16,0x</b> |
|  | Ebro Foods S.A.       | Spanje           | 2,6                        | 1,2x        | 1,2x        | 9,4x         | 8,9x         | 14,0x        | 13,1x        |
|                                                                                  | Newlat Food S.p.A.    | Italië           | 0,3                        | 0,5x        | 0,5x        | 4,8x         | 4,5x         | 9,3x         | 8,3x         |
|                                                                                  | Nippon Corporation    | Japan            | 1,0                        | 0,3x        | 0,3x        | n.a.         | n.a.         | 9,1x         | 8,4x         |
|                                                                                  | Nissin Foods Holdings | Japan            | 6,7                        | 1,4x        | 1,3x        | 10,6x        | 10,1x        | 16,4x        | 15,0x        |
|                                                                                  | Toyo Suisan Kaisha    | Japan            | 4,1                        | 1,0x        | 0,9x        | 7,5x         | 6,7x         | 11,0x        | 9,6x         |
|                                                                                  | TreeHouse Foods Inc.  | Verenigde Staten | 1,9                        | 0,9x        | 0,9x        | 9,8x         | 8,7x         | 21,1x        | 16,2x        |
| <b>Mediaan pasta</b>                                                             |                       |                  |                            | <b>0,9x</b> | <b>0,9x</b> | <b>9,4x</b>  | <b>8,7x</b>  | <b>12,5x</b> | <b>11,4x</b> |
| <b>Mediaan geheel</b>                                                            |                       |                  |                            | <b>1,3x</b> | <b>1,3x</b> | <b>10,6x</b> | <b>10,1x</b> | <b>16,0x</b> | <b>15,0x</b> |

\*EV = Ondernemingswaarde (Enterprise Value)

## Peers in het Ontbijtgranen-segment zijn relatief hoger gewaardeerd dan peers in het Pasta-segment

De Ontbijtgranen-sector wordt gedomineerd door diverse multinationals. Vier daarvan zijn meegenomen in de peer group met een gezamenlijke marktwaarde van ca. €64 miljard. Andere multinationals hebben ook ontbijtgranenmerken in hun productportfolio zoals PepsiCo (Quaker Oats), Associated British Foods (Jordans en Dorset Cereals) evenals Kraft Heinz (Brinta). Deze zijn echter niet in de peer group opgenomen doordat hun omzet grotendeels wordt gegenereerd door producten afkomstig uit andere foodsegmenten en derhalve geen representatief beeld vormen voor de Ontbijtgranen-sector. Voor de Pasta-sector is dit beeld anders. Het grootste bedrijf in deze sector, Barilla, is namelijk privaat en daardoor geen onderdeel van de (beursgenoteerde) peer group.

Er is een duidelijk verschil waarneembaar in de multiples tussen de beide sectoren. Voor de Ontbijtgranen-sector is de EV/Sales ruim twee keer zo hoog als voor de Pasta-sector. Het verschil komt o.a. voort uit het feit dat de ontbijtgranen peer group sterk is gefocust op 'branded business' en tevens de grootste ondernemingen uit de peer group bevat. TreeHouse Foods, Inc. laat hoge voorspelde EV/EBIT multiples zien. De oorzaak hiervan is de herstructurering van activiteiten van het bedrijf om meer focus te leggen op de core business maar waardoor korte-termijn winstgevendheid en groei onder druk staat.

Mede door het afzakken van de pandemie lijkt de markt te verwachten dat de omzet en winstgevendheid van de meeste bedrijven toe zal nemen in 2022 en 2023, en multiples in de tijd derhalve dalen. De verwachte groei van alle ondernemingen is gematigd (beperkte daling in multiples) mede door het feit dat beide sectoren stabiel zijn en beperkte (positieve en negatieve) groeiuitschieters laten zien.

\* De multiples zijn gebaseerd op de huidige marktwaardes (17 Feb 2022) van een selectie van vooraanstaande beursgenoteerde bedrijven.

EV/Sales '22: 1,3x

EV/EBITDA '22: 10,6x

EV/EBIT '22: 16,0x

Periodiek  
Marktrapport  
Ontbijtgranen & Pasta



yunoadvisors.com





# 03

## Comparability Ontbijtgranen & Pasta

| Sector                                                                           | Naam                         | Omzet-CAGR<br>(2022-2024) | Gem. EBITDA Marge<br>(2022-2024) | Gem. EBIT Marge<br>(2022-2024) |
|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------|
|  | B&G Foods                    | 0.9%                      | 19.7%                            | 16.8%                          |
|                                                                                  | General Mills, Inc.          | 0.3%                      | 16.2%                            | 13.0%                          |
|                                                                                  | Kellogg Company              | 1.7%                      | 18.2%                            | 12.1%                          |
|                                                                                  | Post Holdings, Inc.          | 3.4%                      | 17.6%                            | 13.5%                          |
|                                                                                  | <b>Mediaan ontbijtgranen</b> | <b>1.3%</b>               | <b>17.9%</b>                     | <b>13.3%</b>                   |
|  | Ebro Foods                   | -1.2%                     | 13.6%                            | 9.5%                           |
|                                                                                  | Newlat Food, S.p.A.          | 3.0%                      | 13.1%                            | 8.7%                           |
|                                                                                  | Nippon Corporation           | 4.1%                      | 9.8%                             | 9.5%                           |
|                                                                                  | Nissin Foods Holdings        | 3.3%                      | n.a.                             | 3.6%                           |
|                                                                                  | Toyo Suisan Kaisha           | 4.4%                      | 13.4%                            | 9.1%                           |
|                                                                                  | Treehouse Foods Inc.         | -2.1%                     | 10.4%                            | 5.4%                           |
|                                                                                  | <b>Mediaan pasta</b>         | <b>3.2%</b>               | <b>13.1%</b>                     | <b>8.9%</b>                    |
|                                                                                  | <b>Mediaan geheel</b>        | <b>2.4%</b>               | <b>13.6%</b>                     | <b>9.5%</b>                    |

### Het margebeeld in de Ontbijtgranen-sector ligt aanzienlijk hoger in vergelijking tot de Pasta-sector



In de ontbijtgranen sector is de verwachting dat Post Holdings de hoogste omzet-CAGR voor de periode 2022 tot en met 2024 zal behalen met een stijging van 3,4% p/j. Voor de andere drie bedrijven in de ontbijtgranen sector ligt de omzet-CAGR lager.

De gemiddelde verwachte omzetgroei van slechts 1,3% p/j is niet in lijn met de positieve trends in de markt waarbij ontbijtgranen in toenemende mate wordt geprofileerd als 'anytime food' en dat gezondere alternatieven belangrijker worden voor de consument, waar de spelers in deze peer group op in spelen. Wellicht dat van deze trend toch meer wordt geprofiteerd door kleinere en vernieuwende spelers op de markt, en de grote partijen nog beperkte groei laten zien. De marges in deze sector zijn wel stabiel hoog, waarbij voor General Mills de hoogste EBITDA-marges worden verwacht van tegen de 20%.

In de pasta sector komen de verwachte omzet en marges ook redelijk overeen. Voor zowel TreeHouse Foods als Ebro Foods wordt een negatieve omzet-CAGR verwacht met betrekking tot de jaren 2022 tot en met 2024. De TreeHouse verwachting van -2,1% voor komt voort uit de herstructurering zoals uitgelicht op de vorige pagina.

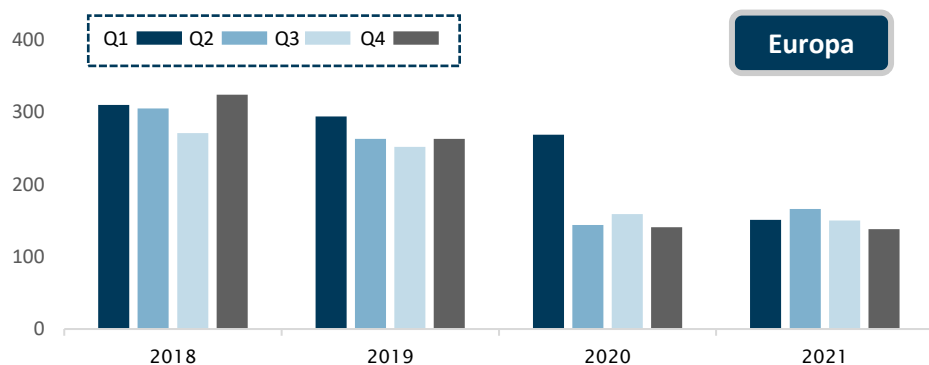
Opvallend is dat de mediane verwachte marges significant hoger liggen voor de Ontbijtgranen-sector dan voor de Pasta-sector (ws. als gevolg van 'branded business' model). Daarentegen is de mediaan van omzet-CAGR 1,9% lager voor de ontbijtgranen sector. Dit is in contrast met wat diverse marktrapporten voorspellen. Volgens EMR en Statista ligt de verwachte groei voor de ontbijtgranen sector op 4,4% per jaar en voor de pasta sector op 2,5% per jaar.<sup>1</sup>

1. Bron: Expert Market Research (EMR) & Statista.



# M&A Food Sector

# 04

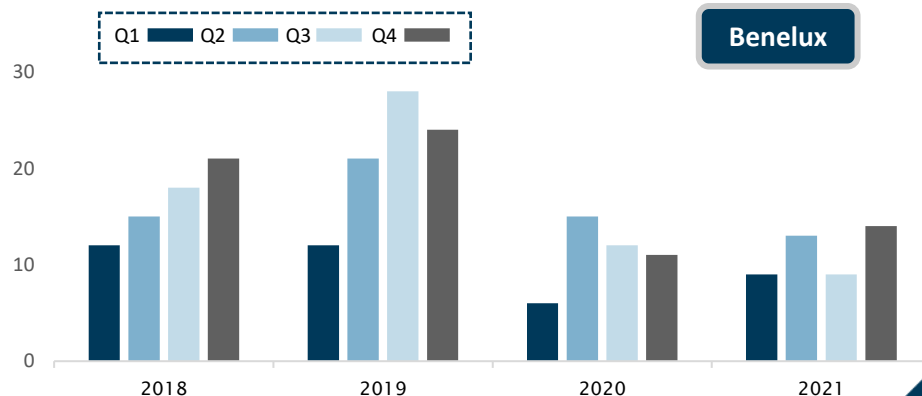


Europa



De Covid-19 pandemie heeft haar invloed laten spreken in de Food-gerelateerde M&A markt binnen **Europa**. Sinds de uitbraak is duidelijk te zien dat er een daling heeft plaatsgevonden in het aantal gerapporteerde deals vanaf het tweede kwartaal van 2020. In 2018 lag het aantal M&A deals nog op 1.210 terwijl in 2020 dit nummer gedaald is tot 713, wat een daling van 41,1% vertegenwoordigt. In 2021 is dit beeld niet veranderd. Het aantal transacties in het afgelopen jaar staat op 605. Dit is, ondanks de huidige activiteit in de markt, een noemenswaardige daling van exact 50,0% vergeleken met 2018.

In de **Benelux** zijn over de periode 2018 tot en met 2021 240 deals gerapporteerd binnen de Food-sector. Ondanks de variatie in M&A deals per kwartaal in de periodes 2018 en 2019, ligt het totale aantal van deze periodes aanzienlijk hoger dan het aantal M&A transacties in 2020 en 2021. Wederom is dit het effect van de pandemie. Dat effect heeft nagenoeg geresulteerd in een halvering van deals in de jaren 2020 en 2021 ten opzichte van de twee jaren daarvoor.



Benelux

## De pandemie laat haar invloed op het aantal M&A deals spreken

Periodiek  
Marktrapport  
Ontbijtgranen & Pasta



yunoadvisors.com



# 05

## Transacties Ontbijtgranen & Pasta



Dec  
2021

Elysian Capital III LP neemt Deeside Cereals I Limited over van Agrotech Impex PTE Ltd



Mei  
2021

Lotus Bakeries (FF2032) verwerft een minderheidsbelang in het Nederlandse online ontbijtmerk Oot



Jan  
2021

Barilla breidt uit met meerderheidsbelang in Pasta Evangelists



Juni  
2020

Ontbijtgranenmerk Havefras van PepsiCo is overgenomen door Orkla



Okt  
2020

Barilla neemt Catelli over van Ebro Foods



Nov  
2020

TreeHouse Foods koopt Ebro Foods' pasta business in de Verenigde Staten over



Mei  
2019

Post Holdings acquireert een private RTE ontbijtgranen business van TreeHouse Foods, Inc.



Okt  
2018

Virto Group neemt Oerlemans Food Group over



Mei  
2018

Kellogg Company neemt meerderheidsbelang in Multipro



Juli  
2018

Ierse premium ontbijtgranen merk, McCann's, van TreeHouse Foods overgenomen door B&G Foods



# Transacties Uitgelicht

# 06

## Lotus Bakeries (FF2032) verwerft minderheidsbelang in Oot

Oot begon in 2018 als klein ontbijtmerk dat vers gebakken, suikerarme granola's per post verstuurt ('direct to consumer'). De onderneming groeide de afgelopen drie jaar fors in zowel Nederland als België. In mei 2021 heeft FF2032, het corporate venture fund van Lotus Bakeries een aandelenbelang verworven in Oot. Yuno Advisors heeft Oot bijgestaan in het realiseren van haar groeifinanciering.

Lotus Bakeries telt een groot aantal bekende merken zoals Lotus, Peijnenburg en Biscoff, maar ook Nakd Wholefoods. Oot is het vierde bedrijf dat FF2032 aan haar portefeuille toevoegt.



## Barilla breidt uit met meerderheidsbelang in Pasta Evangelists

Barilla, bekend als 's werelds grootste pastaproductent, stapt in de verse pasta markt met de acquisitie van Pasta Evangelists. Met deze acquisitie vergroot Barilla tevens haar online aanbod. Pasta Evangelists is een bedrijf uit Groot Brittannië die verse pasta boxen direct aflevert bij klanten in heel Groot Brittannië. Daarnaast verkoopt en levert het bedrijf pasta via andere kanalen zoals Amazon UK. Barilla geeft aan dat de vraag naar vers gemaakt premium eten is gegroeid, wat gepaard gaat met de groei van e-commerce. Mede door de maatregelen omtrent Covid-19 heeft Pasta Evangelists een omzetstijging van meer dan 300% gerealiseerd in 2020. Met het verkrijgen van het meerderheidsbelang in Pasta Evangelists heeft Barilla zich strategisch ingekocht in een markt die haar waarde heeft getoond tijdens de pandemie.



## Post Holdings acquireert de RTE (ready-to-eat) ontbijtgranen bedrijfstak van TreeHouse Foods.

Post Holdings, Inc. staat op plek nummer drie van de Verenigde Staten op basis van het marktaandeel. Door deze overname, waar een bedrag van \$ 85 miljoen mee was gemoeid, verwacht Post Holdings dat de EBITDA na het bewerkstelligen van synergiën zal groeien met \$ 15 tot 20 miljoen. Opmerkelijk is dat TreeHouse Foods nu ook afstand van haar private label RTE ontbijtgranen business heeft gedaan na het eerdere afstoten van het ontbijtgranen merk McCann's in 2018. Mede door TreeHouse Foods' acquisitie van de in de Verenigde Staten gevestigde pasta tak van Ebro Foods, lijkt de focus van het bedrijf zich verder richting pasta te bewegen.





# 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



Björn 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

