

YUNO
advisors



PERIODIEK MARKTRAPPORT

Vlees, Vis en Gevogelte

Vol. 12
April 2022





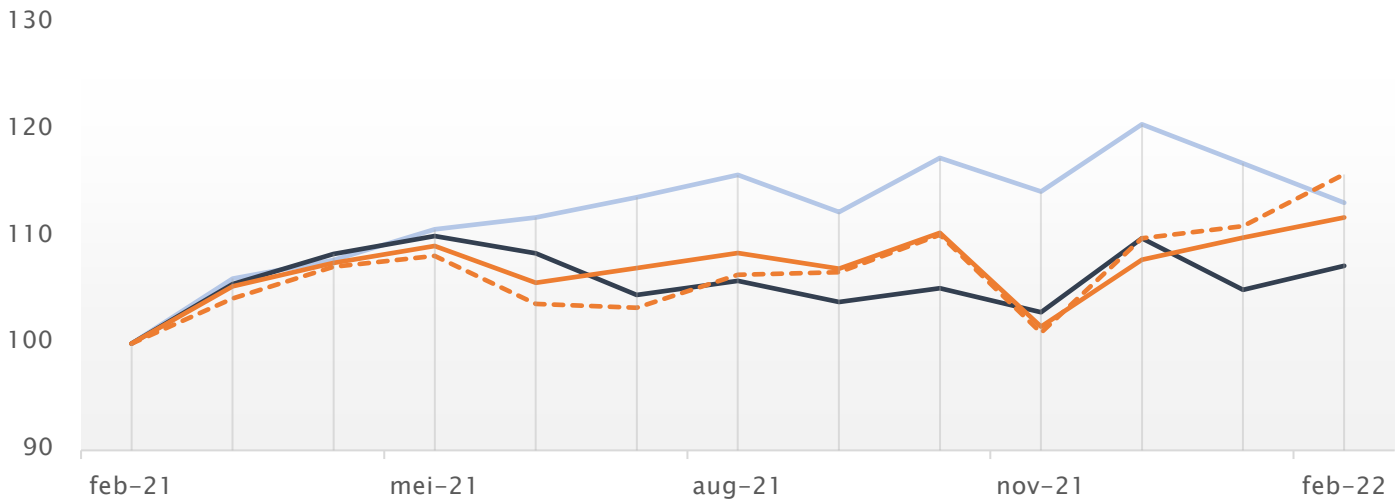
Inhoudsopgave

- Marktindex
- Multiples
- Comparability
- M&A Food Sector
- Transacties Vlees, Vis en Gevogelte
- Transacties Uitgelicht



01

Marktindex Vlees, Vis en Gevogelte



De sectoren Vlees, Vis en Gevogelte vertonen een vergelijkbare koersgroei t.o.v. de bredere food index

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 Vlees, Vis en Gevogelte sector, bestaande uit een selectie van beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in deze sectoren.

Index	5 jaar	3 jaar	1 jaar
S&P EUROPE 350	21,6%	21,1%	13,2%
S&P F&B	55,7%	44,1%	7,3%
Vlees, Vis en Gevogelte (gemiddeld)*	55,9%	27,9%	11,8%
Vlees, Vis en Gevogelte (gewogen)*	71,6%	34,0%	15,9%

In de grafiek is te zien dat de S&P Europe 350 Index een sterkere groei heeft laten zien ten opzichte van de overige indices tot en met december 2021, en is begin 2022 weer gedaald. De gewogen Vlees, Vis en Gevogelte Index is hoger gesloten eind februari dan de andere indices. De gemiddelde Vlees, Vis en Gevogelte Index heeft eenzelfde groei laten zien als de S&P Europe 350 Index in het afgelopen jaar. Over een periode van drie jaar heeft de S&P Food & Beverage Index een sterkere stijging doorgemaakt dan de Vlees, Vis en Gevogelte Indices. Over een periode van vijf jaar is dit echter andersom.

Uit de peer group van de Vlees, Vis en Gevogelte indices is de Braziliaanse vleesproducent JBS het afgelopen jaar de sterkste stijger met een groei van 46,5%, gevolgd door Tyson Foods met een stijging van 39,2%. JBS heeft een sterke acquisitieve groei laten zien, w.o. de overname van Vivera van Rivean Capital (voorm. Gilde Buy-Out Partners) alsmede sterke groei in China. De koersgroei kan verder worden toegeschreven aan outperformance van de verwachtingen. Het Braziliaanse BRF is daarentegen juist gedaald met 15,3% ten opzichte van 12 maanden geleden. Dit heeft o.a. te maken met de impact van import-restricties en instabiliteit op de binnenlandse markt.

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

Multiples

Vlees en Gevogelte

02

Naam	Land	Beurswaarde (€ miljard)	EV*/Sales		EV*/EBITDA		EV*/EBIT	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
Atria Oyj	Finland	0,3	0,3x	0,3x	4,6x	4,2x	10,4x	8,6x
BRF S.A.	Brazilië	3,9	0,8x	0,8x	7,3x	6,5x	14,1x	12,1x
Cranswick Plc	Groot Brittannië	2,3	0,9x	1,0x	9,9x	9,5x	14,3x	13,9x
Hilton Food Group Plc	Groot Brittannië	13,0	0,4x	0,4x	10,3x	10,0x	16,8x	16,2x
Hormel Foods Group	Verenigde Staten	25,8	2,5x	2,5x	19,1x	18,1x	22,6x	21,5x
JBS S.A.	Brazilië	16,7	0,5x	0,5x	4,7x	5,3x	6,7x	7,6x
Pilgrim's Pride Corporation	Verenigde Staten	5,7	0,6x	0,6x	6,5x	6,3x	9,4x	8,9x
Sysco Corporation	Verenigde Staten	38,5	0,8x	0,7x	15,7x	12,7x	20,2x	15,9x
Tyson Foods, Inc.	Verenigde Staten	29,8	0,8x	0,8x	7,1x	7,5x	9,3x	8,7x
Mediaan Vlees & Gevogelte		13,0	0,8x	0,8x	7,3x	7,5x	14,1x	12,1x

*EV = Ondernemingswaarde (Enterprise Value)

De waarderingmultiples in Vlees en Gevogelte variëren sterk afhankelijk van het profiel en omvang

In de peer group is Sysco Corporation uit de VS het grootste bedrijf in de Vlees en Gevogelte sector. Het bedrijf heeft diverse omzetstromen waarvan het grootste gedeelte (19%) uit vlees komt. Hormel Foods Group behoort eveneens tot de grootste verwerkers van vlees en gevogelte, waarbij opmerkelijk is dat de verwachte multiples van Hormel Foods Group aanzienlijk hoger liggen dan de rest van de peer group. Dit ligt mede aan de sterke brands en marktpositie. Verder behaalt deze onderneming een hoge Return on Invested Capital (ROIC) en keert zij een stabiel stijgende dividend uit. Atria uit Finland, daarentegen, laat lage multiples zien, wat veroorzaakt wordt door hoge voerprijzen, slechte oogsten in Finland en de langdurige effecten van de Covid-19 pandemie op de waardering van de onderneming.

In het geheel kent de peer group een beurswaarde van €138,9 miljard. De mediane EV-multiples in 2022 zijn 0,8x Omzet, 7,3x EBITDA en 14,1x EBIT. Het grote verschil tussen de EBITDA- en EBIT-multiples laat het kapitaalintensieve karakter van deze sector zien. Dit verschil in multiples valt lager uit bij ondernemingen met een relatief hoge winstgevendheid en 'cash conversion', zoals de grotere partijen in de peer group Hormel, Sysco en Tyson.

Plant aardige vleesproducenten, zoals het beursgenoteerde Beyond Meat, laten in vergelijking tot conventionele vleesproducenten extreem hoge Omzet-multiples zien door de sterke groeiverwachtingen van het segment van vleesvervangers. Ter indicatie: Beyond Meat heeft een EV/Sales-multiple van 6,3x vs. een mediaan van 0,8x in de peer group van Vlees & Gevogelte.

EV/Sales '22: 0,8x

EV/EBITDA '22: 7,3x

EV/EBIT '22: 14,1x

Periodiek
Marktrapport
Vlees, Vis en Gevogelte



yunoadvisors.com



Multiples Vis

02

Naam	Land	Beurswaarde (€ miljard)	EV*/Sales		EV*/EBITDA		EV*/EBIT	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
Austevoll Seafood ASA	Noorwegen	2,9	1,5x	1,5x	6,8x	6,3x	9,3x	8,7x
Grieg Seafood ASA	Noorwegen	1,5	2,6x	2,4x	8,9x	8,2x	11,2x	10,6x
High Liner Foods Incorporated	Canada	0,3	0,7x	0,6x	6,7x	6,2x	8,9x	8,0x
Leroy Seafood Group ASA	Noorwegen	5,2	2,2x	2,1x	10,4x	10,4x	13,9x	13,8x
Mowi ASA	Noorwegen	13,4	3,0x	2,9x	11,8x	11,2x	16,6x	16,4x
Nomad Foods Limited	Groot-Brittannië	3,6	2,1x	2,0x	11,1x	10,5x	13,1x	12,3x
Norway Royal Salmon ASA	Noorwegen	1,0	1,7x	1,6x	15,3x	9,0x	17,8x	10,1x
Salmar ASA	Noorwegen	9,1	5,5x	5,3x	16,9x	16,2x	20,3x	20,1x
Mediaan Vis		3,3	2,1x	2,1x	10,8x	9,7x	13,5x	11,5x

*EV = Ondernemingswaarde (Enterprise Value)

Het Vis-segment kent relatief hoge multiples, en wordt gedomineerd door Noorwegen

De marktwaarde van de selectie aan beursgenoteerde bedrijven actief in vis is weliswaar kleiner dan van de vleesverwerkende industrie, maar de waarderingen zijn relatief hoog. Opmerkelijk is dat meer dan de helft van de relevante beursgenoteerde bedrijven afkomstig zijn uit Noorwegen. Mowi (voorheen Marine Harvest Group) is de peer met de hoogste beurswaarde gevolgd door Salmar.

Opmerkelijk is dat deze twee bedrijven ook hoger dan gemiddelde multiples hebben vs. de overige ondernemingen in de peer group. "Economies of scale" (hoge marges) en een dominante positie in de keten spelen hierbij een rol. Zo zijn de 2022 EV/EBIT-multiples van 20,3x en 16,6x voor Salmar resp. Norway Royal Salmon ruim boven het mediaan van de peer group van 13,5x voor 2022. Ook in de Vis sector is er nog geen duidelijk effect te zien vanwege de gebeurtenissen in Oekraïne. Door de recent stijgende energieprijzen en olieprijs zal hier wellicht een verandering te zien zijn met het oog op de hoge energieconsumptie in deze sector.

Ondanks dat de peer group van de Vis sector kleiner is wat betreft de beurswaarde ten opzichte van de Vlees en Gevogelte sector, verschillen de EBIT-multiples niet veel. Daarentegen liggen de mediane Sales multiple (2,1x) en EBITDA multiple (10,8x) wel een stuk hoger in de Vis sector, wat duidelijk laat zien dat de toegevoegde waarde in deze sectoren verschillend is.

EV/Sales '22: 2,1x

EV/EBITDA '22: 10,8x

EV/EBIT '22: 13,5x

Periodiek
Marktrapport

Vlees, Vis en Gevogelte



yunoadvisors.com

* De multiples zijn gebaseerd op de huidige marktwaardes (6 April 2022) van een selectie van vooraanstaande beursgenoteerde bedrijven.



03

Comparability Vlees en Gevogelte

Naam	Omzet-CAGR (2022-2024)	Gem. EBITDA Marge (2022-2024)	Gem. EBIT Marge (2022-2024)
Atria Oyj	1.9%	6.6%	3.1%
BRF S.A.	4.5%	12.0%	6.2%
Cranswick Plc	4.5%	10.1%	6.9%
Hilton Food Group Plc	3.6%	4.0%	2.4%
Hormel Foods Group	1.7%	13.8%	11.7%
JBS S.A.	1.3%	9.0%	6.3%
Pilgrim's Pride Corporation	6.0%	8.4%	5.8%
Sysco Corporation	5.3%	5.6%	4.5%
Tyson Foods, Inc.	0.9%	10.6%	7.9%
Mediaan Vlees & Gevogelte	3.6%	9.0%	6.2%

De Vlees en Gevogelte sector laat een volwassen marge- en groeibeeld zien



In de Vlees en Gevogelte sector is de verwachting dat Pilgrim's Pride de hoogste omzet-CAGR voor de periode 2022 tot en met 2024 zal behalen met een stijging van 6,0% p/j. De omzet van Pilgrim's Pride zag een fiks herstel van de Covid-19 pandemie in 2021, met een stijging van 22,2%. Verder is de mediane omzet-CAGR voor de komende 2 jaar 3,6% voor de gehele peer group, wat een positief beeld schetst voor de gehele Vlees en Gevogelte sector, en redelijk in lijn met historische groei. Wanneer de recente inflatoire ontwikkelingen langer aanhouden zal echter ook de verwachte omzetgroei hoger uitvallen, aangezien de bedrijven de hogere kosten, inclusief feed en energie, door zullen gaan berekenen richting afnemers.

De mediaan van de gemiddelde verwachte EBITDA-marge over de periode 2022 - 2024 is 9,0%. Deze marge geeft een stabiel / volwassen margebeeld voor de sector. Hormel Foods Group kent de hoogste verwachtingen wat betreft de operationele marge, en heeft ook de hoogste relatieve waarderingmultiples, waarmee de markt verwacht dat deze marges houdbaar zijn.

De trends in de vlees en gevogelte sector betreffen met name het online kopen van vlees en gevogelte, duurzaamheid betreffende de productie van vlees, dierenwelzijn en plantaardig vlees / vleesvervangers. Hier wordt actief op ingespeeld met bijvoorbeeld duurzame pluimveehouderij methodes of overnames van plantaardige vleesproducenten (denk bijvoorbeeld aan de overname van Vivera door JBS, uitgelicht aan het eind van dit rapport).



03

Comparability Vis

Naam	Omzet-CAGR (2022-2024)	Gem. EBITDA Marge (2022-2024)	Gem. EBIT Marge (2022-2024)
Austevoll Seafood ASA	4.2%	23.1%	17.4%
Grieg Seafood ASA	8.3%	28.8%	22.6%
High Liner Foods Incorporated	4.3%	9.9%	7.5%
Leroy Seafood Group ASA	4.8%	21.2%	16.2%
Mowi ASA	2.0%	26.0%	18.0%
Nomad Foods Limited	3.2%	18.9%	16.1%
Norway Royal Salmon ASA	9.9%	15.5%	13.7%
Salmar ASA	2.2%	33.1%	27.2%
Mediaan Vis	4.3%	22.2%	16.8%

De marges in de Vis sector liggen aanzienlijk hoger in vergelijking tot de Vlees en Gevogelte sector



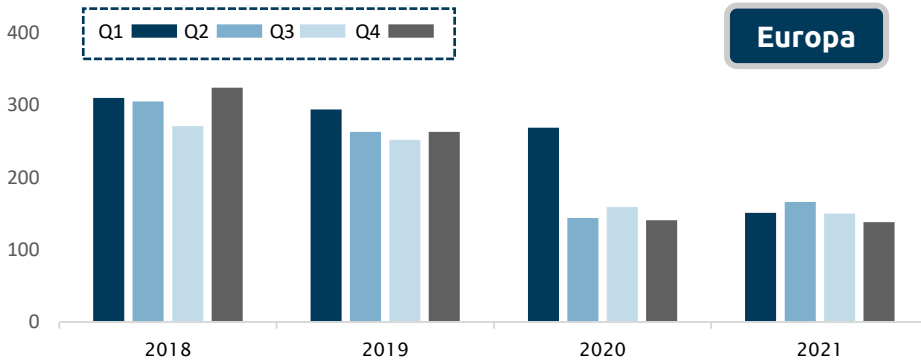
In de Vis sector verschillen de groei en operationele marges sterk ten opzichte van de Vlees en Gevogelte sector. Norway Royal Salmon behaalt de hoogste groeiverwachting van 9,9% p/j. ten opzichte van de mediaan van 4,3% p/j over de periode 2022-2024. Norway Royal Salmon legt voornamelijk de focus op het duurzaam kweken van vis. Echter, het is daarbij sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de zalm prijzen. Volgend op Norway Royal Salmon, wordt door Grieg Seafood een omzet-CAGR van 8,3% verwacht. Dit bedrijf organiseert sinds 2020 haar eigen verkoopkanaal na het ontbinden van het Ocean Quality partnerschap. Hierdoor wordt Grieg Seafood meer autonoom, en kent sterke groeiverwachtingen voor de komende jaren.

Verder liggen de mediane EBITDA- en EBIT-marges hoger in het Vis segment vergeleken met de Vlees en Gevogelte sector. Een gemiddelde EBITDA-marge van 20,1% is ruim het dubbele ten opzichte van de Vlees en Gevogelte sector. De EBIT-marge is bijna een factor 3x zo hoog voor de Vis sector. Bij beide marges steekt Salmar er met kop en schouders bovenuit met een gemiddelde EBITDA- en EBIT-marge van ruim 10,0% boven de mediaan in de peer group. De brutomarge van Salmar is ruim 50,0% in 2020 met relatief lage operationele kosten ten opzichte van andere peers uit de peer group.



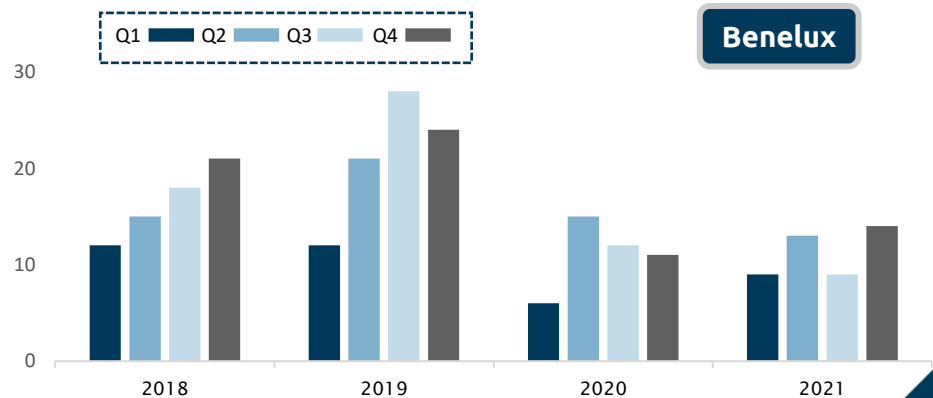
M&A Food Sector

04



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 substantieel veranderd. Het aantal transacties in het afgelopen jaar staat op 605. Dit is, ondanks de huidige activiteit in de markt, een noemenswaardige daling van 50% 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 geresulteerd in bijna een halvering van deals in de jaren 2020 en 2021 ten opzichte van de twee jaren daarvoor.



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

Periodiek
Marktrapport

Vlees, Vis en Gevogelte



yunoadvisors.com



05

Transacties Vlees, Vis en Gevogelte



Mrt
2022

Rabobank neemt
minderheidsbelang in
Esro Food Group



Nov
2021

Pilgrim's Pride Corporation
koopt lamsvleesverwerker
Randall Parker Foods



Aug
2021

Salmar ASA verwerft
een minderheidsbelang
in Refsnes Laks AS



Mei
2021

Sysco Corporation
acquireert
Greco & Sons



Mei
2021

JBS neemt
vleesvervangerproducent
Vivera over van Gilde Buy-Out



Juni
2021

JBS koopt
Rivalea Holdings



Dec
2020

Bachoco acquireert
RYC Alimentos



Mrt
2020

Zwanenberg Food Group en
Struik Foods Europe fuseren



Jan
2020

Nutreco neemt Kingfish
Zeeland over



Feb
2020

Cranswick koopt
White Rose Farms



Transacties Uitgelicht

06

Rabobank neemt minderheidsbelang in Esro Food Group

Esro Food Group produceert een breed assortiment van vleesproducten. Dit varieert van rund-, varkens-, kippen- tot lamsvlees. Het bedrijf heeft circa 300 werknemers en meer dan 100 jaar ervaring op het gebied van vleesproductie. Esro Food Group past binnen de aangescherpte food & agri focus van Rabobank Corporate Investments. Met Esro Food Group wil Rabo CI haar portefeuille verder versterken op het gebied van circulariteit in de food supply chain ("Feeding the world sustainably").



Pilgrim's Pride Corporation koopt lamsvleesverwerker Randall Parker Foods

Randall Parker Foods (RPF) heeft twee productielocaties waar ca. 20.000 lammeren per week worden verwerkt. Met de overname van RPF door Pilgrim's Pride Corporation (onderdeel van JBS), zal het huidige managementteam van RPF onveranderd blijven. Pilgrim's Pride heeft in het verleden ook al Dalehead Foods overgenomen, dat al meer dan 30 jaar samenwerkt met RPF. Hierdoor wordt de supply chain van Pilgrim's Pride wat betreft het verwerken van lamsvlees versterkt. Dit betekent een verticale integratie in "upstream", aangezien RPF de lamsproducten van Dalehead Foods gaat verwerken.



JBS neemt Vivera over van Rivean Capital (Gilde Buy-Out)

De Nederlandse vleesvervangerproducent, Vivera, is overgenomen door JBS voor €341 miljoen van Rivean Capital (voorm. Gilde Buy-Out Partners). De Braziliaanse vleesproducent geeft aan door deze acquisitie meer voeten in de aarde te krijgen wat betreft hun "animal-free" en plantaardige vleesmerkenportfolio. JBS neemt als onderdeel van de deal ook de drie productielocaties en de R&D center van Vivera over. Als reactie van de markt steeg de aandelenkoers van JBS direct met 4% na aankondiging van de acquisitie. Dit laat zien dat de markt een positief vooruitzicht verwachten met de uitbreiding van vegetarische alternatieven.



Periodiek
Marktrapport
Vlees, Vis en Gevogelte



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



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

