



The Specialist in Dutch small and midcaps

INVESTMENT CASE



Inhoudsopgave

1. Investeringsaanpak en –rationale Add Value Fund.....	3
2. Casus Acomo	3
3. Geschiedenis.....	4
4. Bedrijfsprofiel.....	5
5. De Brugfunctie van Acomo.....	6
6. Activiteiten & Werkmaatschappijen	7
7. Overname Tradin Organic	14
8. Track Record.....	23
9. Bestuur	25
10. Grootaandeelhouders	27
11. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen - MVO	27
12. Analyse jaarcijfers 2020 en halfjaarcijfers 2021.....	28
13. Concurrentiepositie Acomo en peer group analyse.....	33
14. Som-der-delen.....	35
15. Mogelijke desinvesteringen om lange termijn waarde te creëren	37
16. De correlatie tussen commodity prijzen en de winst per aandeel	39
17. SWOT-analyse.....	41
18. Het aandeel Acomo	42
19. Conclusie	43
Overige informatie, disclaimer & methodologie.....	44

Beurskoers 31 augustus 2021: € 24,05

Beurswaarde	€ 711 miljoen
Aantal uitstaande aandelen	29,581,871
Vrij verhandelbaar	14,85m
Hoog/Laag 52 weken	€ 25,05/€ 17,70
Rendement 12 maanden	+28,0%
Beta vs AScX-index	0,98
Dividendrendement 2021	0,0%
Koers/winst verhouding 2021E	12,0
Bloomberg symbol	ACOMO.NA
Thomson Reuters symbol	ARBN.AS
Website	www.acomo.nl



	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gemiddelde koers	€4,41	€4,11	€4,14	€7,33	€10,32	€12,41	€15,48	€17,42	€22,63	€22,30	€24,50	€21,27	€19,42	€19,03
Winst per aandeel	€0,54	€0,54	€0,65	€0,87	€1,13	€1,16	€1,17	€1,40	€1,35	€1,43	€1,33	€1,26	€1,30	€1,09*
Earnings Yield	12,3%	13,0%	15,6%	11,8%	10,9%	9,4%	7,6%	8,0%	6,0%	6,4%	5,4%	5,9%	6,7%	5,7%
Dividend**	€0,30	€0,35	€0,35	€0,40	€0,52	€0,67	€0,72	€1,00	€1,10	€1,00	€1,15	€1,10	€1,00	€1,10
Dividend Yield	6,8%	8,5%	8,5%	5,5%	5,0%	5,4%	4,7%	5,7%	4,9%	4,5%	4,7%	5,2%	5,2%	5,8%
Pay-out ratio	63%	65%	65%	62%	60%	59%	62%	85%	79%	74%	80%	83%	79%	100%
10-jaars NL staatslening	4,3%	4,3%	3,7%	3,0%	3,0%	2,0%	1,9%	1,5%	0,7%	0,3%	0,5%	0,6%	-0,1%	-0,3%
Risico Premie	8,0%	8,8%	11,9%	8,8%	7,9%	7,4%	5,6%	6,5%	5,3%	6,1%	4,9%	5,3%	6,8%	6,0%

*winst per aandeel op basis van uitstaande aandelen aan het begin van het jaar en inclusief eenmalige (acquisitie)kosten en valuta impact, exclusief eenmalige (acquisitie)kosten) WPA € 1,35

** Uitgekeerde dividend in het jaar, dividend ontvangen in 2020 is dus het slotdividend over boekjaar 2019 plus het interim dividend in 2020.

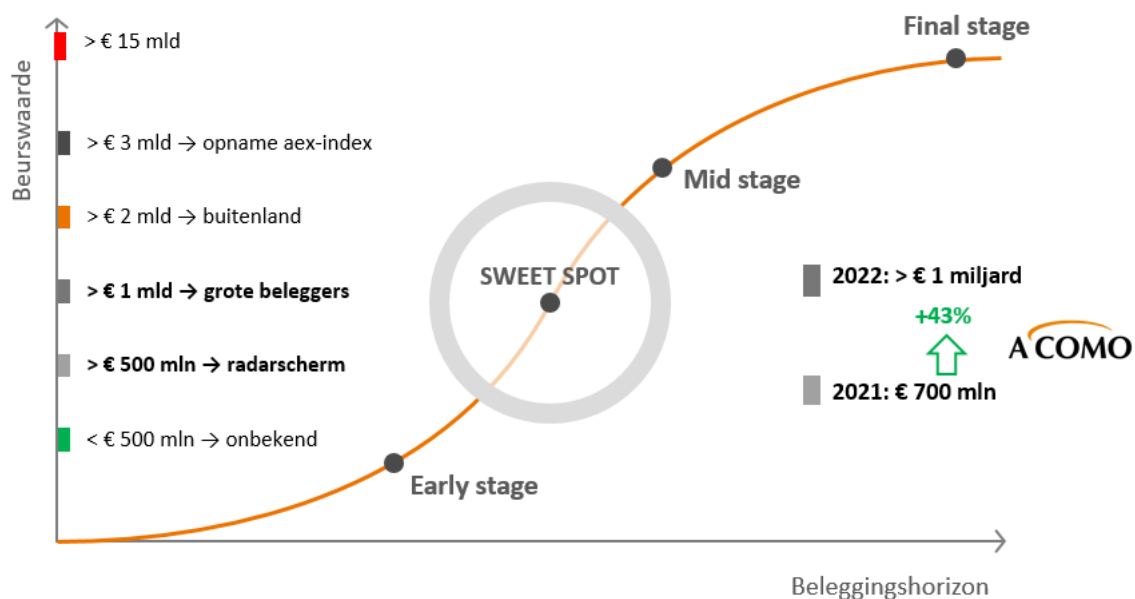
1. Investeringsaanpak en –rationale Add Value Fund

De beheerders van Add Value Fund zijn continu op zoek naar ondergewaardeerde beursgenoteerde Nederlandse kleine en middelgrote ondernemingen die wereldwijd actief zijn in **structurele groei-** en/of **nichemarkten**.

Deze zogenaamde small- en midcaps of **'mini-multinationals'** hebben vanwege hun omvang een aantrekkelijker groeipotentieel dan grote ondernemingen of largecaps.

Via een **'bottom-up stock picking'** aanpak – *diepgaande fundamentele en waardeanalyse* – selecteren de beheerders **'groiebriljanten'** die zich in de steil oplopende fase, ofwel de **sweet spot** van de **S-curve** bevinden.

Figuur 1: S-curve → van small- en midcap naar largecap



2. Casus Acomo

Acomo is een onderneming die zich in de **mid stage** van de **S-curve** bevindt en een toonaangevende speler op de wereldmarkt van voedingsingrediënten. In deze Investment Case zullen wij ingaan op de beleggingsmerites van Acomo dat de komende jaren door een combinatie van autonome groei en acquisities kan uitgroeien tot een grotere *midcap* onderneming met een omvang van ruim € 1 miljard beurswaarde.

De belangrijkste kernpunten uit deze Investment Case:

- De overname van Tradin eind 2020 zal leiden tot een grotere en sterkere wereldspeler op het gebied van de handel in conventionele en organische voedingsingrediënten. Met een gecombineerde omvang van ruim € 1,16 miljard omzet (pro forma 2020) en € 85 miljoen EBITDA kwalificeert Acomo zich als een middelgrote midcap-onderneming.
- Het ervaren managementteam heeft de afgelopen jaren een uitstekend *track record* opgebouwd. De overname van Tradin zal de winstgroei van Acomo een forse impuls geven, die vergelijkbaar is met die van de overname van Red River Commodities en Van Rees in 2010. Deze overname stond elf jaar geleden aan de basis van een periode van een *re-rating* van het aandeel Acomo.

- De activiteiten van Tradin kennen een licht hoger groeipotentieel dan die van Acomo. De synergie tussen beide ondernemingen is beperkt. De gecombineerde activiteiten zouden op jaarbasis met gemiddeld circa 5% moeten kunnen groeien.
- Hoewel Acomo een behoorlijke overnamesom voor Tradin op tafel legt, is de onderliggende financiële structuur van de Groep onverminderd sterk. Acomo onderscheidt zich door een hoge cash conversie en een bovengemiddeld hoge *pay-out ratio* van ruim 80%. Teneinde de leverage ratio die als gevolg van de overname van Tradin is gestegen tot 3,2x nettoschuld / EBITDA naar een lager niveau te brengen, is het slotdividend 2020 gepasseerd en zal evenmin een interim-dividend over boekjaar 2021 worden uitgekeerd. Nadien ligt een hervatting van de dividenduitkeringen in de lijn der verwachting.
- Acomo levert traditioneel een prominente bijdrage op het gebied van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO). De overname van Trading versterkt het ESG-profiel van Acomo nog eens en maakt het aandeel daarom een aantrekkelijke investering voor duurzame beleggers.
- De acquisitie van Tradin heeft in het eerste halfjaar geleid tot een significante groei van de winst per aandeel (voor amortisatie) van € 0,66 naar € 1,08, ofwel een winstgroei van 64%. Met een grotere schaalomvang, een hoger groeiprofiel en betere resultaten van zowel Tradin als Catz International zal Acomo dit boekjaar naar verwachting meer dan € 2,00 per aandeel gaan verdienen. Nagenoeg een winstverdubbeling ten opzichte van 2020 (WPA: € 1,09).
- De beurskoers van Acomo is na bekendmaking van de acquisitie van Tradin en de uitgifte van in totaal 4,93 miljoen nieuwe aandelen (waardoor het aantal uitstaande aandelen met 19,9% is toegenomen) weliswaar gestegen naar € 24,05 (+23,3%), maar belangrijk minder dan het marktgemiddelde en de winstgroei. Ondanks de overname van Tradin en significante winstbijdrage noteert het aandeel Acomo nog altijd substantieel lager dan de *all-time high* beurskoers van € 29,35 (juni 2017).
- Daarnaast noteert het aandeel met een discount van circa 37% ten opzichte van de *peer group* en 30% ten opzichte van de som-der-delen. Een marktconforme en *faire* waardering zou leiden tot circa € 35 per aandeel.
- Desinvesteringen, inkoop eigen aandelen, hervatting dividend, actiever *investor relations* beleid en betere *sell-side* analisten *coverage* zou de significante onderwaardering sneller kunnen doen ontsluiten.
- Door de uitgifte van 20% nieuwe aandelen is de verhandelbaarheid van de aandelen Acomo vergroot. In combinatie met de hogere marktkapitalisatie van momenteel € 711 miljoen vergroot dit de aantrekkelijkheid voor institutionele en duurzame beleggers om het aandeel op te nemen in portefeuille.
- Add Value Fund bezit momenteel 390.000 aandelen Acomo, ofwel 1,3% van het gewone uitstaande aandelenkapitaal en is betrokken aandeelhouder sinds 2007.

3. Geschiedenis

26 november 1908 wordt gezien als het startpunt voor Acomo. Op deze dag werd de voorganger van Acomo, de Rubber Cultuurmaatschappij 'Amsterdam', genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs. Tot laat in de jaren vijftig was het een van de grootste plantagebedrijven in Europa met verschillende rubber- en palmolieplantages in Indonesië. Nadat de meeste plantages waren genationaliseerd, werd de Rubber Cultuur Maatschappij 'Amsterdam' door middel van een succesvolle *reverse take over* in 1982 overgenomen door het in Rotterdam gevestigde Catz International, een vooraanstaand handelshuis in specerijen en noten. De overgebleven plantages

werden gewaardeerd op 1 Nederlandse gulden en de Groep maakte een nieuwe start als internationaal handelshuis.

In 2000 nam de nieuwe onderneming de naam Acomo aan – voluit: Amsterdam Commodities. De nieuwe naam sloot beter aan bij de diversificatie van de activiteiten die geleidelijk was verschoven van vooral rubber naar het inkopen, verwerken en distribueren van niche-voedingsproducten. In 2010 verdubbelt de omvang van Acomo door de acquisitie van theehandelaar Van Rees en zadenhandelaar Red River, beide van handelshuis Deli Maatschappij.

In de jaren erna volgen kleinere acquisities, zoals King Nuts & Raaphorst en Snick EuroIngredients en, in 2017, notenhandelaar Delinuts.

Op dinsdag 10 november 2020 meldt Acomo de overname van Tradin, een koploper in de snelgroeende wereldwijde markt van biologische ingrediënten voor een overnamesom van € 330 miljoen.

Begin 2021 is Acomo een robuuste handelsorganisatie met een jaarlijkse omzet van € 1,16 miljard, een bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) van € 85 miljoen, 1.212 medewerkers met vestigingen in 19 landen en wereldwijd actief in meer dan 100 landen. De beurswaarde bedraagt inmiddels ruim € 700 miljoen bij een *free float* van circa 46%.

4. Bedrijfsprofiel

Acomo is de moedermaatschappij van een internationale groep ondernemingen die natuurlijke landbouwproducten verhandelen en distribueren voor de voedingsmiddelen- en drankenindustrie over de hele wereld.

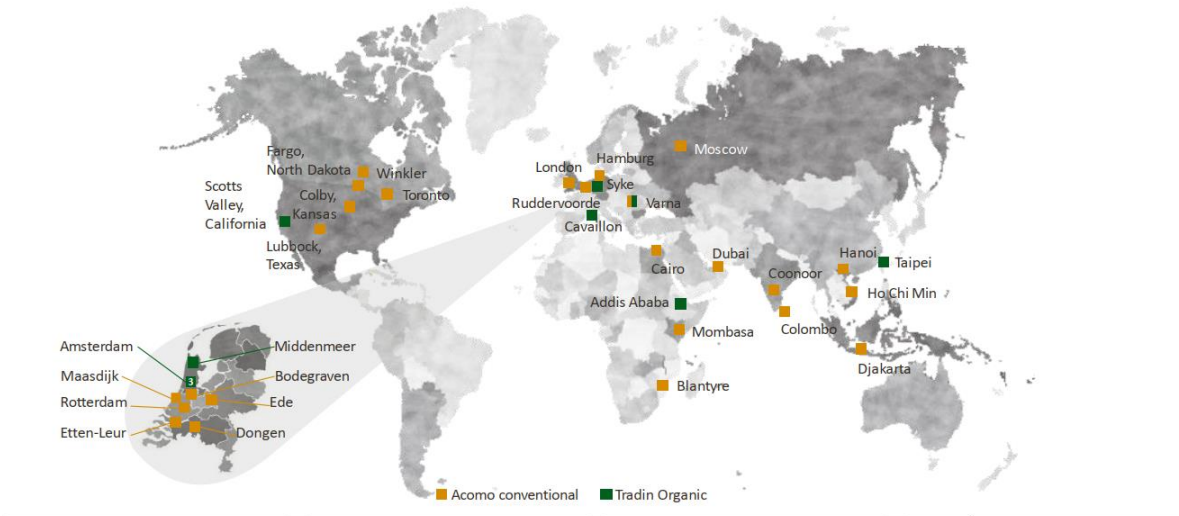
De Groep biedt een productassortiment van meer dan 600 producten in meer dan 90 landen. Alle groepsmaatschappijen zijn 100% eigendom van Acomo. Zij handelen onder hun eigen naam en voor eigen rekening. Voor een groot deel opereren zij zelfstandig en onder de verantwoordelijkheid van hun eigen management en eigen financieel beheer.

Zelfstandige waardecreatie binnen de groepsmaatschappijen is een van de twee manieren waarop duurzame groei op lange termijn kan worden gerealiseerd. De andere manier waarop dit wordt bereikt is het acquireren van toonaangevende bedrijven in niche-voedingsgrondstoffen en niche-voedingsingrediënten.

Gebaseerd op gedeelde waarden zoals contractzekerheid, effectief risicomanagement en maatschappelijk verantwoord ondernemerschap, streeft Acomo naar toegevoegde waarde in de productieketen en een bovengemiddeld bedrijfsresultaat. Acomo vervult een brugfunctie tussen leveranciers en klanten.



GLOBAL PRESENCE



5. De Brugfunctie van Acom

De activiteiten van Acom beslaan alle schakels van de waardeketen, vanuit de landen van origine, waar de sourcing-activiteiten plaatsvinden, via handels-, bewerkings- en distributieschakels, uiteindelijk naar de eindklant, die veelal behoort tot de pluriforme groep van *The Fast Moving Consumer Goods* (FMCGs). Schematisch geeft de volgende illustratie een goede indruk van het werkerrein van Acom:

ACOMO'S ROLE IN THE VALUE CHAIN



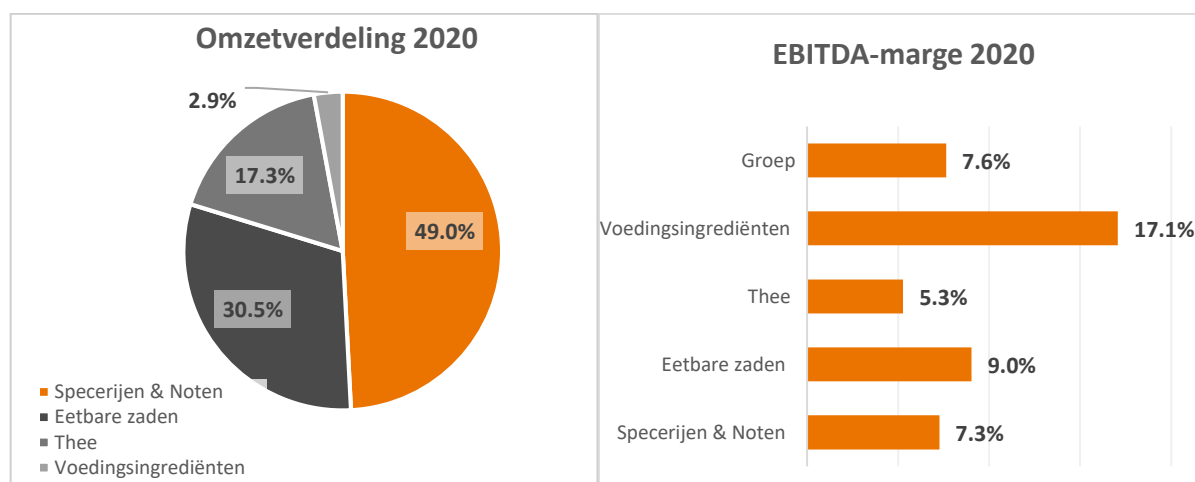
De typering van Acom als handelshuis in voedingsingrediënten schiet feitelijk tekort. Zo ressorteert in de divisie Eetbare Zaden het consumentenmerk Sunbutter (www.sunbutter.com) en werd het afgelopen jaar in dezelfde divisie het Food Ingredients Service Center Europe (www.fisce.eu) geopend voor de pasteurisatie en sterilisatie van voedselingrediënten.

Met deze nieuwe technologie wordt het hoogste niveau van voedselveiligheid tegen beheersbare kosten bereikt. Daarnaast heeft Acom via de overname van Tradin eind 2020 haar *sourcing* netwerk fors uitgebreid.

6. Activiteiten & Werkmaatschappijen

Acomo onderscheidt – tot de overname van Tradin – vier divisies waarover afzonderlijk omzet- en resultaatgegevens worden gepubliceerd.

Het betreft Specerijen & Noten (49% van de groepsomzet, 46% van groeps-EBITDA), Eetbare Zaden (31% van de groepsomzet, 36% van de groeps-EBITDA), Thee (17% van de groepsomzet, 12% van de groeps-EBITDA) en Voedingsingrediënten (3% van de groepsomzet, 6% van de groeps-EBITDA).



De ontwikkelingen per divisie waren de afgelopen zeven jaar als volgt.

Specerijen & Noten – 49% van de groepsomzet, 46% van de groeps-EBITDA

Bedragen in € miljoen	Omzet	EBITDA	%-marge	Geïnvesteed Vermogen	%-yield
2020	349,6	25,2	7,2	118,2	21,3
2019	329,0	27,1	8,2	114,5	23,7
2018	341,1	24,4	7,2	104,4	23,4
2017	369,9	25,8	7,0	105,5	24,5
2016	345,8	28,3	8,2	112,8	25,1
2015	347,5	26,2	7,5	110,7	24,1
2014	307,4	23,3	7,6	96,4	24,2

Acomo distribueert en verkoopt specerijen, noten, gedroogde vruchten en gedroogde groenten vanuit en naar meer dan 80 landen over de hele wereld. Dankzij het wereldwijd netwerk van partners staat Acomo continu in contact met de gebieden waar de producten groeien en met de productiefaciliteiten waar deze worden verwerkt. Zo blijft Acomo altijd op de hoogte van de relevante marktontwikkelingen.

De bedrijven die werkzaam zijn in dit segment zijn *Catz International*, *King Nuts & Raaphorst*, *Delinuts* en *Tovano*. Samen vertegenwoordigen zij jarenlange ervaring, voor een groot deel bijgedragen door *Catz International*, waarvan de geschiedenis teruggaat tot 1856.

Het productportfolio van dit segment bestaat uit tropische producten, zoals peper, nootmuskaat, geraspte kokos, gepelde noten, noten in de dop, gedroogde vruchten, gedroogde groenten, kruiden, chocolade, rijstcrackers en snackproducten.

De groepsondernemingen binnen Acomo zijn betrokken bij het inkopen, distribueren, mengen, roosteren, zouten en verpakken van de specerijen en noten.

Catz International is actief in meer dan 80 landen in de inkoop en distributie van specerijen, noten, gedroogd fruit en gedroogde groenten en levert voornamelijk aan cliënten in Europa, Noord-Amerika en het Midden-Oosten. Sinds 1856 speelt Catz International een sleutelrol in het verschaffen van *peace of mind* voor cliënten door risico's te mitigeren en te waarborgen dat contracten onder alle omstandigheden correct en tijdig worden nagekomen. Het productassortiment omvat tropische producten zoals peper, nootmuskaat en geraspte kokos, noten zoals cashews, gedroogd fruit zoals abrikozen en sultana's en gedroogde groenten en kruiden. Inkoop van producten vindt plaats in de oorsprongslanden, waarna ze worden getransporteerd naar de consumerende landen. Op verschillende bestemmingen verzorgt Catz International voor haar cliënten de opslag en kwaliteitsbewaking van de producten. Ervaring en kennis van de markt stellen Catz International in staat om voordeel te behalen uit kansen die de markt biedt wanneer dat van toepassing wordt geacht.

Catz International bouwt verschillende bruggen om tegemoet te komen aan de behoeften van uiteenlopende stakeholders. Omdat Catz International actief is in niet-beursverhandelde grondstoffen is er geen sprake van termijnkoersen voor deze producten. Catz International stelt altijd een marktprijs voor, ongeacht hoe ver vooruit een leverancier wil verkopen of een cliënt wil inkopen. Dit altijd in combinatie met de *peace of mind* dat 'Een contract een contract is'. Verder zorgt Catz International ervoor dat cliënten zich kunnen concentreren op hun kernactiviteiten door de afstand tussen oorsprong en bestemming te overbruggen. Catz International levert op tijd en conform overeengekomen specificaties en vermindert de werkkapitaalfinanciering van haar cliënten.

King Nuts & Raaphorst levert een breed assortiment aan noten, gedroogd fruit, rijstcrackers en superfoods aan groothandelsbedrijven, gespecialiseerde retailers, horeca en de voedingsindustrie. Sinds 1981 importeert King Nuts & Raaphorst noten, fruit en rijstcrackers vanuit de hele wereld. Het afzetgebied strekt zich uit over Europa en daarbuiten. De businesspropositie is gebaseerd op klantgerichtheid, kwaliteit, maatwerk en flexibiliteit.

Tovano is gespecialiseerd in noten met en zonder schil, gedroogd fruit, zaden, chocolade- en rijstcrackers en snackproducten. De geschiedenis van Tovano, acroniem van oprichter Toon van Noord, gaat terug tot 1950. Gedurende zeven decennia heeft het bedrijf een netwerk van betrouwbare leveranciers en klanten opgebouwd. Kwaliteit, voedselveiligheid en flexibiliteit in verpakkingen en presentatie zijn sleutelfactoren in de businesspropositie.

Delinuts is veel meer dan alleen noten. Het bedrijf is naast noten ook dé specialist op het gebied van pinda's, zuidvruchten en rijstcrackers. Vanuit deze expertise is het assortiment bovendien uitgebreid met diverse aanverwante artikelen, zoals zaden en pitten, chocoladeproducten, gedroogd fruit en groente- en fruitchips. Het bedrijf volgt de markttrends op de voet en is continu bezig met de ontwikkeling van nieuwe, innovatieve producten en verpakkingen. Delinuts staat bekend als betrouwbare en deskundige organisatie met een verrassende en gevarieerde productlijn. Van over de hele wereld worden de producten geïmporteerd, met uiterste zorg geselecteerd en onderworpen aan strenge kwaliteitseisen.

King Nuts & Raaphorst, Tovano en Delinuts voorzien in de behoeften van leveranciers door het leveren van pallets met een gevarieerd pakket noten en aanverwante producten. Hun cliënten zijn niet verplicht tot afname van gehele containers, maar kunnen de omvang van bestellingen afstemmen op hun eigen behoefte. De drie ondernemingen reduceren voor hun cliënten de behoefte aan werkkapitaalfinanciering, verminderen volatiliteit in stromen door middel van het aanhouden

van voorraden en leveren altijd, tijdig en conform overeengekomen specificaties, producten van hoge kwaliteit.

Catz International, King Nuts & Raaphorst, Tovano en Delinuts staan voortdurend in contact met teeltgebieden en bezoeken regelmatig de productiecentra, zodat hun handelaren volledig op de hoogte blijven van ontwikkelingen in de markt en van de beschikbaarheid van producten.

De jaarmzet van de Specerijen en Notendivisie ligt de laatste jaren rond de € 340 miljoen, terwijl de marges onder druk liggen. De gemiddelde EBITDA bedraagt circa € 26 miljoen. De peperprijzen daalden zowel in 2017 als 2018 met circa 40%. In 2019 vertoonden de peperprijzen een voortzetting van de dalende lijn, maar in een lager tempo en met een zekere mate van stabilisatie in de tweede helft van het jaar.

In 2020 was er weliswaar enig prijsherstel in de tweede helft van het jaar, maar bleven de gemiddelde prijzen zich rond de laagste niveaus bewegen. Over de eerste zes maanden 2021 was er echter een fors prijsherstel zichtbaar, wat resulteerde in een fors hogere omzet en met name hogere marges. De EBITDA-marge bereikte een record van ruim 10%.

De prijs van kokosproducten stond in 2018 en 2019 onder druk door zeer goede oogsten. In 2020 was van het tegendeel sprake. Mede door misoogsten in Indonesië en de Filipijnen was er een beperkt aanbod met fors hogere prijzen tot gevolg.

In cashews is een prijsdaling van 40% over een periode van twee jaar gerealiseerd. Ofschoon de handelsumgeving uitdagend is, behaalt Acomo in dit segment wel structureel gezonde resultaten, waarvoor de ervaren handelsteams garant lijken te staan. Een prijsherstel van de producten waar Acomo in handelt vanaf bodemniveau's eind 2020 kan zorgen voor een flinke impuls aan de omzet en winst in 2021 en daarna.



Eetbare zaden – 31% van de groepsomzet, 35% van de groeps-EBITDA

Bedragen in € miljoen	Omzet	EBITDA	%-marge	Geïvesteerd vermogen	%-yield
2020	215,6	19,5	9,0	103,2	18,9
2019	215,6	19,7	9,1	105,3	18,7
2018	188,7	16,9	9,0	105,5	16,1
2017	174,4	17,3	9,9	112,6	15,4
2016	182,0	18,9	10,4	124,0	15,2
2015	189,1	15,0	7,9	114,5	13,1
2014	158,7	20,0	12,6	94,7	21,1

Red River Commodities is voornamelijk gespecialiseerd in eetbare zonnebloemzaden, zowel gepeld als ongepeld, voor de snackindustrie en retailketens die vogelzaadproducten verkopen. Het bedrijf opereert vanuit vijf verschillende locaties, met het hoofdkantoor in Fargo, North Dakota. De productiefaciliteiten liggen verspreid over verschillende geografische gebieden in het Amerikaanse Midden-Westen, van noord tot zuid, waardoor Red River Commodities niet afhankelijk is van de omstandigheden van een enkele locatie. Op deze manier heeft het bedrijf een solide reputatie en een leidende positie in de sector verworven.

Het bedrijf verkoopt ook een uniek product: SunButter®. Dit is een gezond alternatief voor pindakaas, gemaakt van speciaal geroosterde zonnebloemzaden. SunButter is volledig vrij van pinda's, andere noten en gluten. Dit innovatieve product van Red River Commodities is het snelst groeiende consumentenproduct binnen de Groep. Er is tegenwoordig zelfs Ben & Jerry's ijs met SunButter smaak te koop.

RRC verwerkt al meer dan 40 jaar voedsel voor wilde vogels en voedsel voor dieren in het wild. De onderneming heeft twee natuurverwerkingsfaciliteiten in de Midwest in Fargo (North Dakota) en Lubbock (Texas). RRC contracteert rechtstreeks met lokale telers om de meest verse granen te leveren tegen de best mogelijke prijzen.

RRC voert de merken Stokes Select, Valley Splendor, National Audubon Society en Pecking Order. Deze worden gedistribueerd via bekende winkelketens als Walmart, Lowe's en Amazon.

Het voeden van vogels is de op één na belangrijkste vrijetijdsbesteding in de Verenigde Staten. Meer dan 55 miljoen Amerikanen besteden jaarlijks voor meer dan \$ 3 miljard aan vogelvoedsel en voor nog eens \$ 800 miljoen aan aanverwante producten.

Sinds 2017 is **Red River Global Ingredients** actief, als een afsplitsing van RRC. RRGi is een handelsonderneming gespecialiseerd in granen, zaden en peulvruchten en opereert vanuit Winkler, Canada. De handelsteams van RRGi kunnen een divers portfolio aan producten aanbieden: bakkerij ingrediënten, vogelzaad ingrediënten en speciale gewassen.

De partners van RRGi en hun leveranciers staan er garant voor dat alleen de beste producten wereldwijd worden aangeboden. Tevens zijn klanten verzekerd van een betrouwbare en veilige levering die voldoet aan alle veiligheidsvereisten. De handelsactiviteiten van RRGi bieden andere bedrijven binnen de Red River Group de mogelijkheid om ook *supply chain* oplossingen aan hun klanten aan te bieden.

Red River-Van Eck is gespecialiseerd in de verwerking en distributie van maanzaad, lijnzaad, zonnebloempitten, pompoenzaad en sesamzaad aan producenten van zoetwaren, specerijen en bakkerijproducten. Red River Van Eck, met hoofdkantoor in Etten-Leur (Noord-Brabant), werkt volgens het volgende proces:

- Het sourcen van zaden in producerende landen;
- Producten op een efficiënte manier verzamelen, opslaan en verwerken;
- Eigen verwerking, reiniging en blending tot eindproductnormen;
- Vraag en aanbod verbinden via de RRC-handelsplatforms;
- Producten leveren aan klanten door efficiënte netwerken te gebruiken.

In 2019 is het bedrijf verhuisd van Zevenbergen naar Etten-Leur, waar men een veel grotere huisvesting heeft betrokken. Meer ruimte betekende ook ruimte voor nieuwe ideeën. Een van die ideeën was om een drooginstallatie te installeren waarmee producten met een laag vochtgehalte, zoals specerijen, gedroogde kruiden, eetbare zaden, granen, gedroogde groenten en peulvruchten, behandeld konden worden.

Centraal in dat behandelingsproces staat een stoom-vacuüm hittebehandeling binnen een strikt gecontroleerde omgeving. De 100% natuurlijke en volledig stralings- en chemicaliënvrije technologie is veilig toe te passen op zelfs de meest delicate en hittegevoelige producten. In 2020 is besloten deze activiteit een zelfstandige bedrijfsidentiteit te geven onder de naam *Food Ingredients Service Center Europe*. Behalve aan zusterbedrijven van Acomo, zoals Catz International, Delinuts en Red River Commodities, levert FISc haar diensten ook aan bedrijven buiten de Acomo Groep.

SIGCO Warenhandel levert een breed assortiment eetbare zaden, zoals maanzaad, zonnebloemzaden, sesamzaad en pompoenpitten. Het is ook de producent van SunnyPaste[®], een zeer veelzijdig halffabricaat voor de bakkerij en de chocolade-industrie. Gegarandeerde kwaliteit en contractzekerheid dragen bij aan de reputatie van SIGCO Warenhandel als een van de toonaangevende leveranciers van de Europese bakkerijen en zoetwarenindustrie. Dit geldt in het bijzonder voor de Duitse bakkerijsector, waar significante hoeveelheden eetbare zaden worden verwerkt.

Het segment Eetbare Zaden rapporteerde in 2020 een stabiele omzet en een licht lagere EBITDA. De Europese bedrijven hadden te lijden onder de gevolgen van de covid-pandemie die een negatief effect sorteerden op de leveringen aan de bakkerijsector. De teruggang in Europa werd gecompenseerd door omzet- en winstgroei in twee Amerikaanse bedrijfsonderdelen, te weten het vogelvoerbedrijf en SunButter.

Red River Commodities startte in 2018 met Spitz de productie van snacks gemaakt van zonnebloempitten. Het totale productievolume van dit oorspronkelijk Canadese bedrijf van PepsiCo werd overgeheveld naar Red River Commodities. In korte tijd slaagde men erin om de productielijnen te installeren, zonder substantiële impact op het serviceniveau. Door de overgang van Spitz naar Red River Commodities stegen de productiekosten.

De groei van SunButter zette de afgelopen jaren door met gemiddeld dubbelcijferige omzetgroei. Het product slaat goed aan bij een groeiende groep consumenten die een gezonde levensstijl belangrijk vinden. Het verkoopteam is uitgebreid om het merk verder te laten groeien. Als SunButter binnen enkele jaren voldoende schaalgrootte heeft bereikt (> \$ 50 mln), dan behoort een (gedeeltelijke) verkoop of beursgang via een *Special Purpose Acquisition Vehicle* (SPAC) tot de mogelijkheden.

Thee – 19% van de groepsomzet, 10% van de groeps-EBITDA

Bedragen in € miljoen	Omzet	EBITDA	%-marge	Geïnvesteed Vermogen	%-yield
2020	122,2	6,4	5,2	59,0	10,8
2019	136,7	6,0	4,4	66,4	9,0
2018	151,1	5,9	3,9	62,5	9,4
2017	144,8	6,1	4,2	54,6	11,2
2016	137,7	6,0	4,4	52,4	11,5
2015	128,6	7,5	5,8	52,0	14,4
2014	135,7	6,4	4,7	55,3	11,6

Van Rees Group is wereldwijd actief als handelshuis in thee sinds 1819. De groep levert en verwerkt thee middels een internationaal netwerk van twaalf kantoren in thee-producerende en thee-consumerende landen. Van Rees Group heeft uitgebreide kennis van en ervaring met bijna alle theemarkten in de wereld. Hierdoor kan worden voldaan aan alle eisen van klanten met betrekking tot kleur, smaak, geur, bladvorm en kleur na melktoevoeging. De product- en marktkennis zijn geworteld in de hele organisatie. Dit vormt de basis voor alle commerciële activiteiten. Als leverancier aan zowel de private als de publieke sector wordt Van Rees Group in de wereld van de thee erkend als een ware marktleider.

Met ruim 200 jaar ervaring in de theehandel is Van Rees Group een van de oudste continu actieve bedrijven in de industrie. Door deze ongeëvenaarde positie als toegewijde thee supply chain manager kan Van Rees Group voldoen aan de behoeften van haar klanten aan zwarte, groene of speciale thee in bulk of verpakte vorm. Met een wereldwijd netwerk is Van Rees Group in staat thee van elke herkomst overal ter wereld te leveren. Deze opties omvatten:

- Originele *single line* thee;
- Blends op maat om precies te voldoen aan de strikte eisen van de klant;
- Kwaliteit over het hele spectrum van conventionele tot speciale thee;
- Voorraadbeheer over de hele wereld;
- 'Just in Time'- levering volgens de wensen van de klant;
- Totale outsourcing-opties, een complete Vendor Managed Inventory (VMI)-service.

Het unieke netwerk van wereldwijde kantoren geeft Van Rees Group de mogelijkheid om theemengdiensten van grote en kleinere origine te bieden. Thee is geen gestandaardiseerd product, wat leidt tot een enorme variatie in zowel blad- als likeurkwaliteit. Om het hele jaar door een stabiele kwaliteit te hebben die cruciaal is voor het handhaven van merkthee, is *blending* vaak de enige oplossing om een constante productuniformiteit te bieden.

Afgezien hiervan kan het mengen van thee een bereik en complexiteit van smaak creëren die niet kan worden gevonden in *single line* thee. De expertise van Van Rees op dit gebied stelt de Groep in staat om als partner te fungeren voor haar klanten voor wat betreft productontwikkeling. Voor dit doel heeft de Van Rees Group wereldwijd verschillende opties voor mengcapaciteit in Nederland, Sri Lanka, Indonesië, Kenia en Malawi. Daarbij kunnen de volgende melanges worden aangeboden: Groene theezakjesmengsels, zwarte theezakjesmengsels, mechanische melanges van de bladthee (in Sri Lanka) en mixen door derden op basis van een eigen recept.

Verder kan de gemengde thee in verschillende vormen worden verpakt: bulk papieren zakken, jumbo bags, big bags en 10 kg, 5 kg, 1 kg opties met eigen label of merkvereisten. Van Rees Group voorziet

haar klanten van stabiele prijzen voor langere periodes, zodat de klanten dezelfde theekwaliteit kunnen garanderen, ondanks klimatologische, politieke en sociale veranderingen die de continuïteit van een regelmatig aanbod kunnen beïnvloeden. Tevens houdt Van Rees aanzienlijke voorraadposities aan, zodat klanten kunnen worden ondersteund op het moment dat de vraag sneller aantrekt dan de normale wereldwijde supply chains aankunnen.

Met kantoren en medewerkers in alle belangrijke theeproductie- en consumptiegebieden, heeft Van Rees toegang tot de meest actuele marktinformatie. Deze wordt wekelijks verzameld in een theemarktrapport wat beschikbaar wordt gesteld op de website van de onderneming.

De gerapporteerde omzet van thee daalde in 2020 met 11% tot € 122 miljoen. De EBITDA steeg daarentegen met 7% naar € 6,4 miljoen. Het aanbod van thee blijft wereldwijd op hoog niveau, resulterend in een gemiddeld neerwaartse druk op de prijzen, met name in Sri Lanka en Kenia.

In 2020 waren er a-typische ontwikkelingen. De theeprijzen in India stegen als gevolg van de lockdown-maatregelen en door overstromingen. In Sri Lanka en de Afrikaanse oorspronglanden was er sprake van goede oogsten en stabiele prijzen. In Europa en Noord-Amerika stonden de volumes in zwarte thee onder druk, tegelijkertijd neemt het belang van theespecialiteiten toe.

Voedingsingrediënten – 3% van de groepsomzet, 7% van de groeps-EBITDA

Bedragen in € miljoen	Omzet	EBITDA	%-marge	Geïvesteerd vermogen	%-yield
2020	20,6	3,5	17,0	12,4	28,2
2019	20,7	4,0	19,3	12,8	31,3
2018	20,3	3,8	18,7	11,9	31,9
2017	21,2	4,0	18,9	11,5	34,8
2016	21,1	3,6	17,1	12,3	29,3
2015	21,9	3,2	14,6	12,5	25,6
2014	22,9	2,7	11,8	11,9	22,7

Snick EuroIngredients produceert sinds 1993 ingrediënten en levert deze aan producenten van vooral hartige voedingsproducten. De producten bestaan uit natuurlijke smaakstoffen, grondstoffen, halffabricaten en natte of droge mengsels. De producten worden toegepast in sauzen, soepen, vlees- en visbereidingen, mayonaise en desserts.

Het zoete assortiment omvat een groot aantal producten voor de bakkerij en de zoetwaren-, zuivel- en drankenindustrie. Dankzij tientallen jaren ervaring en een team van zeer gemotiveerde voedseltechnologen kan Snick EuroIngredients klanten helpen om smaken en mengsels te selecteren en te ontwikkelen naar hun specifieke behoeften.

Voor de ontwikkeling van unieke en innovatieve concepten beschikt Snick EuroIngredients ook over een professionele keuken en faciliteiten voor proefproductie.

Bij voedingsingrediënten zette de groei in de brutowinstmarge in 2019 voort, maar deze lag in 2020 onder druk als gevolg van covid-19. Met nieuwe productexpertise worden steeds nieuwe markten aangeboord. Snick EuroIngredients blijft zich focussen op de eigen blends en blijft deze verder ontwikkelen.

Ondanks de stabiele en hoge winstgevendheid doet de EBITDA-bijdrage van circa € 4 mln op jaarbasis de naald bijna niet bewegen. Na de overname van Tradin draagt het voedingsingrediënten segment in 2021 namelijk nog maar slechts circa 4% bij aan de groeps EBITDA van ruim € 100 mln.

In een sector die nog steeds wordt gekenmerkt door aanhoudende consolidatie zou Snick EuroIngredients een geschikte overnamekandidaat zijn. De onderneming is eigenlijk te groot voor het servet en te klein voor het tafellaken. De hoge EBITDA-multiples (> 20) die nu betaald worden en de geringe groeimogelijkheden zou voor Acomo aanleiding kunnen zijn om dit onderdeel tegen een aantrekkelijke waardering te verkopen.

7. Overname Tradin Organic

Op dinsdag 10 november 2020 maakte Acomo bekend dat het met het Amerikaanse voedingsconcern SunOpta Inc was overeengekomen om Tradin Organic over te nemen. Tradin Organic is opgericht in begin jaren 80 door Wim Rabbie en Gerard Versteegh als pioniers in de gezonde voedingssector. In 1994 ging de onderneming zich volledig richten op het importeren van biologische ingrediënten. Sindsdien heeft Tradin Organic zich ontwikkeld tot een belangrijke speler in de gehele waardeketen van biologische producten. Zo heeft het verschillende sourcing projecten en eigen verwerkingsfaciliteiten. Hiermee kan Tradin de kwaliteit, certificering en traceerbaarheid van de producten waarborgen en is de toegevoegde waarde in de keten groter geworden. Bij biologische ingrediënten is de traceerbaarheid en certificering nog belangrijker dan bij conventionele ingrediënten. Tradin Organic is inmiddels de grootste speler in de handel van biologische ingrediënten en is maar liefst drie keer zo groot als de eerstvolgende concurrent.

Tradin Organic verzorgt de inkoop van meer dan 150 gecertificeerde biologische ingrediënten uit meer dan 60 herkomstlanden voor ondernemingen uit de internationale voedingssector, de zogenaamde FMCGs, *fast moving consumer goods*. Hiermee fungeert Tradin, net als Acomo, als een onmisbare schakel in de waardeketen tussen (biologische) boeren en internationale fabrikanten. De meer dan 400 klanten waarvoor Tradin Organic inkoop komt voornamelijk uit de Verenigde Staten, West-Europa en Azië. 55% van de omzet wordt gegenereerd in de Verenigde Staten, verreweg de belangrijkste markt voor biologische producten. Als internationale speler met lokale aanwezigheid is Tradin Organic in staat om haar klanten door het oerwoud van certificeringen te loodsen en op maat gemaakte oplossingen te bieden die aan individuele eisen voldoen. Net als bij Acomo is kennis van de lokale markten een belangrijke kwaliteit; de producten waar Tradin Organic in handelt zijn daarbij complementair aan die van Acomo. Vóór de overname handelde Acomo nog niet in biologische producten.

Sinds 2008 is Tradin Organic in bezit van SunOpta geweest. In deze periode is de onderneming met een factor zeven gegroeid, deels door overnames en deels organisch. Door de jaren heen heeft Tradin de toeleveringsketens verticaal geïntegreerd, heeft het geïnvesteerd in kwaliteitscontrole en traceerbaarheid en gezorgd voor biologische integriteit en leveringszekerheid. In de afgelopen decennia zijn er verschillende productiefaciliteiten aan de groep toegevoegd.

Tradin Organic heeft een uitgebreid internationaal team van lokaal gestationeerde veldscouts en agronomen in dienst die rechtstreeks met boeren en verwerkers werken om conversieprojecten te initiëren en te ondersteunen, nieuwe leveranciers, artikelen of ideeën te zoeken en meer in het algemeen continu de kwaliteit en biologische integriteit van de producten te waarborgen. Deze lokale aanwezigheid heeft Tradin Organic in staat gesteld om een aantal succesvolle inkoopprojecten op te zetten die een constante en zekere aanvoer van een breed scala aan biologische ingrediënten opleveren. Enkele voorbeelden hiervan:

- Tradin Organic startte in 2017 met activiteiten in Tanzania, in samenwerking met groepen cacaoboeren. Aanvankelijk waren de inspanningen gericht op het opzetten van een project voor biologisch gecertificeerde cacao's, maar al snel werd uitgebreid naar andere biologische producten zoals vanille, honing, tropisch fruit en moringa. Tradin Organic is continu op zoek naar uitbreiding van het assortiment producten dat vanuit dit veelzijdige oorsprongsland kan worden aangeboden.
- In Burkina Faso (West-Afrika) werkt Tradin Organic samen met biologische mango-boeren. Deze verbouwen hun mango's voornamelijk voor de export van vers fruit, een productie waarbij doorgaans veel fruit verloren gaat. De kwaliteitsnormen van verse winkelmango's zijn erg streng wat betreft grootte, kleur en vorm. Veel mango's worden na de oogst weggegooid omdat ze niet aan deze normen voldoen. Hoewel de afgekeurde mango's misschien niet de perfecte esthetiek hebben, smaken ze nog steeds heerlijk. Tradin Organic verandert deze mango's in een eigen droogfaciliteit in zoete biologische gedroogde mango. Deze drooginstallatie helpt voedselverspilling te voorkomen en biedt de mango-boeren een markt voor hun kwalitatief mindere mango's.
- Tradin Organic werkt sinds 2001 in Vietnam. De diverse klimaatomstandigheden aldaar bieden ideale groeiomstandigheden voor biologische producten. Met lokale partners heeft Tradin Organic projecten opgezet voor biologische cashewnoten, biologisch tapiocazetmeel, biologische ananas en veel ander tropisch fruit.
- Er is een grootschalig inkoopproject voor kokos in Indonesië. Op het eiland Java oogsten kokosboeren verse kokosnoten die vervolgens worden verwerkt tot kokosolie. De Javaanse kokosboeren oogsten ook de nectar van de kokosbloem die de basis vormt voor biologische kokosuiker. Kokosbloemsuiker wordt gemaakt van de nectar van de kokosbloemen die wordt gekookt en tot een cake wordt verkleind voordat het tot suiker wordt vermalen. Het unieke smaakprofiel van dit product maakt het een geweldig alternatief voor riet- en bietsuiker. Naast een tafeloetstof kan dit product worden gebruikt om veel producten te zoeten, zoals dranken, chocolade en zoetwaren.
- Paranoten zijn afkomstig van de *Bertholletia excelsa*, een boom afkomstig uit de Amazone die wel 50 meter hoog en meer dan 500 jaar oud kan worden. De noten groeien in trossen in grote peulen ter grootte van kokosnoten die elk jaar tussen januari en maart uit de boom vallen. Paranoten groeien alleen in ongerepte bosgebieden en zijn afhankelijk van bestuivende insecten om zich voort te planten. Ze kunnen niet met succes op plantages worden geteeld en zijn van nature biologisch. Paranoten worden geoogst door *castanheiros* of paranotenverzamelaars die over de bosbodem lopen met grote manden op hun rug. Deze verzamelaars behouden de gebruikelijke rechten op bronnen in deze gebieden. De *castanheiros* reizen elk jaar te voet en met de boot naar afgelegen delen van het bos om noten te zoeken en komen pas binnen nadat de peulen van de bomen zijn gevallen. Eenmaal geoogst, vervoeren ze hun ladingen naar verzamelpunten, vaak langs de oevers van de Amazone of een van zijn zijrivieren. De noten worden vervolgens met rivierbakken over de Amazone naar een lokale verwerkingsfaciliteit vervoerd, waar ze met de hand worden gepeld, gesorteerd, gedroogd en schoongemaakt. Tijdens het oogstseizoen werken voornamelijk vrouwelijke arbeiders in de verwerkingsfaciliteit, wat de gemeenschappen in het gebied een broodnodig extra inkomen oplevert. In samenwerking met een lokale partner bestrijkt het inkoopprogramma van Tradin Organic bijna 50.000 hectare beschermd natuurgebied in de Braziliaanse staten langs de noordelijke zijrivieren van de Amazone-rivier. Het programma komt ten goede aan meer dan 600 verzamelaars en hun families uit gemeenschappen in en rond het reservaat. Als onderdeel van het programma worden deze verzamelaars opgeleid in duurzame wilde oogstmethoden om hun productiviteit te verbeteren en toekomstige opbrengsten te behouden. Door deze verzamelaars op te leiden in duurzame

inzamelingspraktijken en hun groepen als biologisch te certificeren, kunnen gemeenschappen in het gebied nu rechtstreeks contact maken met de premium internationale markt in het Westen.

- Het inkoopkantoor van Tradin Organic in Dalian (China) beschikt over een team toegewijde agronomen en kwaliteitsexperts die de leveranciers van producten zorgvuldig selecteren voor een breed scala aan biologische producten, waaronder gember, pompoenpitten, zonnebloempitten, pinda's, sojabonen en gojibessen. Het team in Dalian bezoekt de leveranciers regelmatig om de toeleveringsketen van de producten te bewaken en te helpen de optimale kwaliteit, voedselveiligheid en biologische integriteit van de producten te waarborgen.

De waardeketenbenadering van Tradin Organic omvat vier volledig in eigendom zijnde verwerkingsfaciliteiten om de beste biologische praktijken en hoge kwaliteitscontrole te garanderen:

- Crown of Holland, Middenmeer, Nederland:
Gespecialiseerd in het verwerken van (gecertificeerde, organische) cacaobonen in poeder, boter en likeur.
- Suncomo Foods Bulgaria, Silistra, Bulgarije:
Verwerker van organische zonnebloemproducten en strategische toeleverancier van Suncomo Foods Europe.
- Selet Hulling, Addis Ababa, Ethiopië:
Inkoper en verwerker van organische sesamzaad voornamelijk voor de bakkerij
- SunVado, Sidama, Ethiopië:
Verwerking van organische avocado's voor gezonde voeding en cosmetica.

Daarnaast houdt Tradin Organic een belang van 65% in Trabocca B.V., een handelaar in gespecialiseerde organische (premium) koffie, voornamelijk uit Ethiopië.

Trabocca staat tussen de boer en de koffiebranders, waarbij het voor de koffiebranders de inkoop, kwaliteitscontrole, opslag, logistiek en handelsfinanciering verzorgt. Daarnaast voegt Trabocca extra waarde toe door projecten te starten waar de koffie vandaan komt, deelt het verhalen over de boeren met haar klanten en organiseert het studiereizen voor haar klanten die daarmee kennis over de lokale koffie kunnen verwerven.

Omzetverdeling naar product op basis van miljoen Ton (mT)



Dry desk ~32%

De dry desk levert granen, rijst, peulvruchten, zaden, gedroogd fruit, noten, veevoer en suiker aan de

groothandel en banketbakkerijen. Tradin Organic heeft een verwerkingsfaciliteit voor zonnebloem-producten in Bulgarije en voor sesamzaad in Ethiopië.

Fruit desk ~21%

De fruit desk levert fruit, groente, sappen, concentraten en puree voor gebruik in dranken, yoghurt en fruitpreparaten. Hieronder valt ook de strategische overeenkomst die is afgesloten met SunOpta waarbij € 30 - € 40 miljoen aan fruit op jaarbasis gesourced gaat worden voor SunOpta.

Cocoa desk ~8%

De cocoa desk levert biologische cacao aan banketbakkerijen en de voedselindustrie. Tradin Organic heeft met Crown of Holland een eigen verwerkingsfaciliteit in Nederland.

Oil desk ~9%

Klanten van de oliedesk zijn actief in het voedsel verwerkingssegment, cosmetica en de farmaciesector. De oliën worden gemaakt van organische avocado, pompoen en lijnzaad. De productiefaciliteit in Ethiopië, waar avocado's worden verwerkt en waar de olie wordt geproduceerd, draagt hieraan bij. In 2019 werd Sanmark overgenomen door Tradin Organic wat een extra impuls gaf aan de Olie desk (+ € 10 miljoen omzet).

Coffee desk ~2%

Trabocca (65%-deelneming) valt sinds 2004 onder Tradin Organic en handelt in biologische premium koffie die wordt geleverd aan importeurs en koffiebranders. Trabocca staat in nauw contact met de boer om zo de kwaliteit te kunnen garanderen.

Premium Juice desk ~28%

De premium juice desk levert verse premium sappen aan retailers, klaar om verkocht te worden met hun eigen label/merk. Biologische sinaasappels uit Mexico en Californië van eigen sourcing worden verwerkt en worden aansluitend verkocht met het *private label* van de klant (huismerken). Onder SunOpta werd 90% van de productie verkocht via Tradin. De overige 10% komt voor rekening van het verkoopteam dat meeverhuist met Tradin naar Acomo.

Tradin Organic onder SunOpta

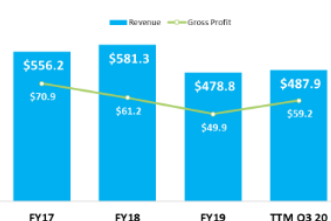
SunOpta is a Leader in Sourcing Global Ingredients



Product Categories



Financial Trend



Recent Developments

- Completed the expansion of cocoa processing capacity
- Completed the acquisition and integration of new organic oil business (Sanmark)
- Opened new Ethiopian organic avocado oil facility

Strategic Priorities

- Continue to identify and develop new sources of organic ingredients
- Deploy a more robust lifecycle management approach to operating the business
- Leverage new capabilities in end to end vertical integration

In 2019 droegen Global Ingredients (feitelijk de activiteiten van Tradin Organic) voor \$ 478,8 miljoen bij aan de omzet van SunOpta Inc. Een jaar eerder bedroeg de omzet nog \$ 581,3 miljoen, maar in dit cijfer was nog de omzet van de in februari 2019 verkochte organische soja en granen divisie

begrepen. Daarnaast was er in april 2019 de overname van Sanmark B.V., een handelsactiviteit gericht op organische oliën voor voedings-, farmacie- en cosmetische industrie. Deze overname voegde in 2019 circa \$ 6 miljoen aan de omzet toe. Exclusief deze aanpassingen en tevens gecorrigeerd voor commodity-gerelateerde prijsfluctuaties en valutakoerswijzigingen, bedroeg de onderliggende autonome omzetgroei in 2019 circa 1,8%. In 2020 heeft Tradin Organic een omzet van € 461 miljoen gerealiseerd, waaruit een omzettoename van circa 6% ten opzichte van 2019 kan worden afgeleid.

Tradin Organic realiseerde in 2020 een bruto bedrijfsresultaat (EBITDA) van € 31 miljoen, waaruit een EBITDA-marge van 6,7% volgt. Ter vergelijking: Acomo realiseerde in 2020 een voor acquisitiekosten gecorrigeerde EBITDA-marge van 7,7%: € 54 miljoen op een omzet van € 704 miljoen. De lagere marges van Tradin Organic zijn een combinatie van inefficiënties bij de nog betrekkelijk recent gestarte fabricage-activiteiten en kleinere handelsspreads bij de in- en verkoop van ingrediënten.

Het management van Tradin Organic toonde zich bij de publicatie van de cijfers over 2019 nog bewust van de bescheiden performance getuige de inhoud van de paragraaf Vooruitzichten: *'Looking forward, we believe Global Ingredients is positioned to take advantage of opportunities in the growing organic and non-GMO food categories. Having completed the sale of our soy and corn business, we intend to focus our efforts on improving the profitability of our international organic ingredients operations. In 2020, we intend to invest in ingredient categories where we have strong positions, including cocoa, oil and coffee, while rationalizing certain underperforming categories. In addition, we intend to focus on addressing inefficiencies experienced at our cocoa and sunflower processing facilities in order to improve the margin profile for these ingredients, while continuing the ramp-up of our new organic avocado oil facility.'*

De financials

Met de overname van Tradin Organic voegt Acomo € 461 miljoen aan omzet toe en € 31 miljoen aan EBITDA. De overname werd in eerste instantie gefinancierd met een termijn kredietfaciliteit van € 150 miljoen en een overbruggingslening die afgelost zou gaan worden door middel van het uitgeven van nieuwe aandelen.

Op 1 december 2020 plaatste Acomo door middel van een *accelerated bookbuild offering* een aandelenemissie van ruim € 96,1 miljoen, tegen een emissiekoers van € 19,50 per aandeel. Daarmee werd het aandelenkapitaal met 4.930.311 nieuwe aandelen uitgebreid tot 29.581.870 stuks. Tegelijkertijd vernieuwde Acomo de aangetrokken financiering voor de samengevoegde onderneming (inclusief de termijfinanciering en herfinanciering van Acomo's bestaande kredietfaciliteiten) naar een bedrag van € 425 miljoen.

Voorts bepaalde de Raad van Bestuur dat er over het boekjaar 2020 geen slotdividend zal worden uitgekeerd en evenmin een interim-dividend in 2021. Hiermee zal de netto schuld, per 31 december 2020: € 274 miljoen, ofwel 3,2x de gecombineerde EBITDA van € 85 miljoen, relatief snel kunnen worden afgebouwd naar een voor Acomo meer acceptabel niveau.

Gezien de stabiele inkomstenstroom die Acomo genereert, alsmede de hoge cash-conversie, zien wij de tijdelijke hoge schuldenlast niet als een groot risico.

In de volgende tabel geven wij een overzicht van de verwachte cijfers uitgaande van het basis-scenario. Voor 2020 laten wij de ontwikkeling van beide ondernemingen apart zien, alsmede van de combinatie met de aandelenemissie van € 96,1 miljoen. De cijfers over 2020 zijn gecorrigeerd voor de eenmalige overname kosten. Vervolgens kijken wij twee jaar vooruit hoe de nieuwe onderneming zich verder ontwikkelt.

x € 1.000	Acom0 2020	Tradin 2020	Pro forma 2020
Omzet	707.400	461.000	1.165.000
EBITDA	54.000	31.000	85.000
%-marge	7,7%	6,7%	7,3%
Nettowinst	31.000	21.000	52.000
%-marge	4,4%	4,6%	4,5%
Uitstaande aandelen	24.859.060		29.581.870
Winst per aandeel	€ 1,25		€ 1,77
Waardering:			
Enterprise Value	525.000	330.000	850.000
Werkkapitaal	164.000	174.000	338.000
% van omzet	23%	38%	29%
Netto schuld	40.000	234.000	274.000
Netto schuld/EBITDA	0,7	5,6	3,2
EV/EBITDA	9,7	10,7	10,0

* Pro forma cijfers op basis van cijfers uit de Acom0 presentatie tijdens de AVA

Wanneer de verwachtingen van het management uitkomen dan is de overname uiterst aantrekkelijk voor Acom0 en draagt deze substantieel bij aan de winst per aandeel. Om aantrekkelijk te zijn voor de langere termijn dient Tradin Organic ook bij te dragen aan de verdere groei van de onderneming.

De markt voor biologische producten groeit harder dan de markt voor conventionele producten, hetgeen het voor Tradin Organic in principe mogelijk moet maken om harder te groeien dan Acom0. Echter, Tradin Organic heeft over het afgelopen decennium onder SunOpta geen indrukwekkende organische groei laten zien. In het jaarverslag over 2019 gaf SunOpta het volgende aan als doel voor Tradin Organic: *“Continue to identify and develop new sources of organic ingredients to maintain our position as a leader in sourcing on-trend ingredients, and to drive sustained high single digit topline growth over the next five years”*. Door nieuwe bronnen van biologische ingrediënten te ontwikkelen mikte SunOpta op een groei van 5-10% per jaar. De afgelopen twee jaar lag de organische groei hier echter ruim onder.

De prijzen van biologische ingrediënten spelen een belangrijke rol in de ontwikkeling van de omzet. Deze laten zich lastig voorspellen. Uit SunOpta's jaarverslagen valt wel af te leiden dat de prijzen met enige regelmaat drukken op de omzet. Bovendien bleek SunOpta minder goed in staat te zijn het risico van prijsschommelingen te beheersen. Als ervaren handelsbedrijf zal Acom0 hier wellicht waarde kunnen toevoegen.

Bij de verwachte winststijging van het management zijn geen synergievoordelen meegenomen. De verwachting is ook niet dat er veel synergievoordelen te behalen zijn bij de acquisitie. Tradin Organic zal separaat blijven opereren met haar eigen hoofdkantoor in Amsterdam, hetgeen overigens in overeenstemming is met het organisatie-model van Acom0 (zie pagina 14/15). Er zal – zeker op termijn – toch een aantal voordelen te behalen zijn van de combinatie:

- Het delen van specifieke kennis
- De mogelijkheid tot *cross-selling*: Acom0-kanten ook een biologisch product aanbieden
- De toegenomen schaal maakt het financieel aantrekkelijker om te investeren in verwerkingsfaciliteiten, die nu sneller de benodigde omzet kunnen genereren.

Tradin Organic heeft een uitgebreid sourcing netwerk opgebouwd, hetgeen echter minder relevant is in het verdienmodel van Acomo. Voor Catz is het juist een voordeel om flexibiliteit te behouden waar de ingrediënten ingekocht worden. Met de overname zijn ook geen belastingvoordelen, zoals compensabele verliezen, gemoeid.

Tot slot zal er geïnvesteerd moeten worden in verwerkingsfaciliteiten en *sourcing* projecten om groei te kunnen realiseren. De verwachting is dat er gemiddeld per jaar € 3-4 miljoen extra geïnvesteerd gaat worden met uitschieters naar boven.

Ook het werkkapitaal van Tradin Organic ligt hoger dan bij Acomo. Dit komt voornamelijk doordat de ingrediënten worden ingekocht van boeren die geen beschikking hebben over eigen kapitaal en daardoor vaak vooruit betaald moeten worden of geholpen moeten worden met de financiering om de biologische productie op te zetten.

Wij verwachten niet dat er veel ruimte is om het werkkapitaal terug te dringen. Wel zullen de kosten van het werkkapitaal die intern worden doorberekend lager zijn onder Acomo. SunOpta had namelijk een hogere schuld en navenant hogere kosten van vreemd vermogen.

De biologische voedingsmarkt

De markt voor biologische ingrediënten groeit harder dan die voor conventionele voedingsingrediënten. In 2018 had deze markt een omvang van \$ 100 miljard, met een verwachte groei naar \$ 125 miljard per ultimo 2020. Voor de periode 2021 – 2024 wordt een samengestelde groei van 5% per jaar voorzien (bron: Ecovia Intelligence).

Belangrijke drivers van deze groei zijn:

- Focus op ecologische en gezonde voeding
- Toenemende populariteit van biologische producten bij grotere retailers
- Toenemend aantal private label merken

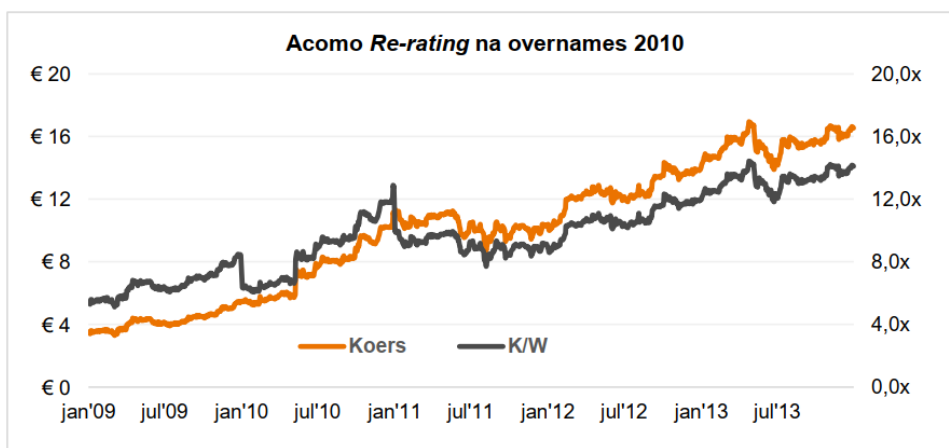
De pandemie heeft alleen maar bijgedragen aan de populariteit van biologische producten. Er is meer bewustzijn ontstaan voor schone en gezonde voeding. De verwachting dat de markt tot en met 2024 met gemiddeld 5% per jaar zal groeien, betreft hoofdzakelijk Europa en de Verenigde Staten, met tezamen ruim 90% aandeel de twee grootste afzetmarkten voor biologische producten.

Vergelijking met overname in 2010

Door deze overname gaat Acomo een nieuwe groeifase in, die gelijkenis vertoont met de omgekeerde overname van de thee- en zadenactiviteiten van Deli Maatschappij in 2010.

Wij zijn ervan overtuigd dat deze overname het ruim 200-jarige Acomo opnieuw bij beleggers op de kaart zet en de zichtbaarheid vergroot. De onderneming krijgt nu een hoger (biologisch) groeiprofiel en grotere marktkapitalisatie waardoor niet alleen waarde- en dividendbeleggers het aandeel interessant vinden maar ook ESG- en groeibeleggers.

In de periode na 2010 resulteerde dit in een forse *re-rating* en stijging van de winst per aandeel wat een verdubbeling van de koers betekende. Hoewel wij in onze *base-case* scenario geen koersverdubbeling verwachten, gaan wij wel uit van een forse *re-rating* (> 40%) van het aandeel.



Kansen en risico's van de overname

Kansen

Grotere kritische massa	De combinatie Acomo en Tradin Organic creëert een wereldspeler in biologische en conventionele <i>soft commodity</i> producten, een one-stop shop voor klanten. Er zijn veel bestaande klanten van Acomo die biologische producten kunnen worden aangeboden. De nieuwe combinatie is ideaal gepositioneerd om deze niche te ontsluiten.
Sterker ESG verhaal	Met Tradin Organic wordt het ESG-verhaal van Acomo verder versterkt. Onder de klantengroep van Tradin Organic bevinden zich 's werelds meest duurzame merken.
Sourcing netwerk neemt toe	Tradin Organic geeft een enorme boost aan het sourcing netwerk van Acomo. Door de jaren heen heeft Tradin Organic een wereldwijd netwerk opgebouwd. Vaak worden er exclusieve contracten afgesloten met de leveranciers van ingrediënten.
Verticale uitbreiding in de waardeketen	Met het <i>private label Premium Juice</i> programma verkoopt Acomo nu ook via het <i>direct-to-retail</i> kanaal.

Risico's

Afhankelijk van beperkt aantal biologische boeren	Tradin Organic is afhankelijk van een beperkt aantal boeren die de benodigde biologische kwaliteit kunnen leveren. Voor conventionele producten is de markt groter en kan een terugval in productie in een land opgevangen worden door productie uit een ander land, waarbij Acomo zelfs kan profiteren van de prijsfluctuaties die dit met zich meebrengt.
Meer exposure naar landen met een hoger risico	De productiefaciliteiten in bijvoorbeeld Ethiopië voegen een extra risico toe aan de onderneming. Zo is het in het noorden van het land onrustig. Mocht dit verder verspreiden naar de rest van het land, dan kan dit impact hebben op de toeleveringsketen van Tradin Organic.
Hoog werkkapitaal en kapitaal intensiever dan Acomo	Tradin Organic heeft een hoger werkkapitaal nodig aangezien het voor de producenten van biologische ingrediënten in bepaalde landen lastig is om aan financiering te komen. Dit brengt een extra debiteurenrisico met zich mee en drukt daarnaast het rendement op het geïnvesteerde kapitaal. De biologische producten dienen aan strenge eisen te voldoen, waardoor Tradin Organic verschillende verwerkingsfaciliteiten nodig heeft. Hiervoor zijn meer investeringen nodig. SunOpta: "We are divesting a capital consuming 13% margin business, which allows us to accelerate the growth of a 20% margin plant-based business."
Lage marges	Tradin Organic behaalt lagere brutomarges dan Acomo (SunOpta zag Tradin Organic als een 14% bruto marge onderneming, Acomo realiseert 18%). De toegevoegde waarde lijkt dus niet heel hoog te zijn.

Duurzaamheid

De combinatie van Acomo en Tradin Organic creëert een duurzaamheidskampioen in de voedselwaardeketen. De voedingssector staat voor een enorme uitdaging, want het moet zorgen voor gezonde, betaalbare en voedzame voeding, terwijl tegelijkertijd de wereldbevolking toeneemt, er meer schaarste is en de CO₂-uitstoot moet worden verminderd.

- Voedsel neemt meer dan 26% van de CO₂-uitstoot voor haar rekening, waarbij rundvlees de voornaamste vervuiler is.
- De helft van het leefbare land in de wereld wordt gebruikt voor landbouw, waarvan 77% gebruikt wordt door vee.
- 94% van de zoogdieren (exclusief mensen) in de wereld wordt aangehouden als vee.

Minder vlees in het dieet is dan ook essentieel bij het verminderen van de CO₂-uitstoot. De producten die Tradin Organic en Acomo verhandelen worden veelal gebruikt als producten in een gezond en vlees-vervangend dieet.

Tradin Organic stimuleert actief de ontwikkeling van de biologische sector in ontwikkelingslanden en staat daarmee in nauw contact met de lokale boeren en instanties die ontwikkelingshulp en micro financiering verstrekken. Tradin Organic draagt daarnaast bij met het financieren van werkkapitaal voor boeren en het verzorgen van training. Daarmee zorgt Tradin Organic voor een positieve impact in een regio met de ontwikkeling van een compleet nieuwe sector.

Op dit moment is Tradin Organic bezig met het opstarten van een Organic Development Fonds waarmee de biologische sector in onderontwikkelde gebieden gestimuleerd gaat worden. Dit wordt bereikt door het verstrekken van betaalbare financiering aan boeren die daarmee de biologische productie kunnen opstarten. Biologische landbouw brengt in het eerste termijn veel opstartkosten met zich mee, een investering die uiteindelijk winstgevend is voor de boer maar vaak vanwege gebrek aan financieringsmogelijkheden niet gedaan wordt. Het beoogde startkapitaal van € 30 miljoen gaat worden opgehaald bij impact investeerders en ontwikkelingshulporganisaties.

Acomo en Tradin Organic hebben impact op de volgende *Sustainable Development Goals* ('SDGs') van de Verenigde Naties:



Geen honger: Tradin Organic houdt zich actief bezig met het ontwikkelen van de biologische voedingswaardeketen. Met verschillende projecten stimuleert het de biologische landbouw vaak in ontwikkelingslanden waardoor de voedselproductie toeneemt en duurzamer wordt. In bepaalde gebieden ontstaat dan ook een compleet nieuwe sector met aantrekkelijker lonen waardoor de welvaart in de regio toeneemt.



Goede gezondheid en welzijn: Het stimuleren van biologische landbouw heeft verschillende voordelen. Naast de verminderde CO₂ uitstoot, betere biodiversiteit en grondkwaliteit verbetert het ook het welzijn van de boeren. Boeren krijgen training om hun opbrengst te verbeteren en dankzij de hogere prijzen die hun biologische producten opleveren krijgt hun inkomen ook een boost. Tradin Organic is in het bezit van verschillende sociale certificaten zoals fair trade certificaten.



Verantwoorde consumptie en productie: Biologische landbouw houdt rekening met de grond kwaliteit op de lange termijn. Tradin Organic stimuleert actief met haar sourcing projecten herstellende (biologische) landbouw. Hiermee wordt de woestijnvorming teruggedrongen, het regenwoud beschermd en wordt de grondkwaliteit verbeterd (*regenerative agriculture*).



Klimaatactie: Veel producten van Acomo en Tradin Organic worden gebruikt in vlees-vervangende producten.



Leven op het land: Biologische landbouw zorgt voor meer biodiversiteit in vergelijking met gangbare landbouw. Daarnaast heeft Tradin Organic verschillende sourcing projecten lopen die bijdragen aan het leven op land. Zo loopt er een project in Ethiopië dat de productie van sesamzaad stimuleert waarbij de woestijngroei in de regio wordt tegengegaan. Samen met een partner wordt de lokale bevolking getraind in bepaalde technieken om het meeste uit het land te halen met als resultaat het tegengaan van woestijngroei en een biologisch product van premium kwaliteit.



Partnerschap om doelen te bereiken: Tradin Organic maakt gebruik van haar netwerk bestaande uit verschillende NGOs. Samen met deze organisaties stimuleert Tradin Organic de biologische voedselketen in vooral ontwikkelingslanden.

Naast het duurzame Karakter dat de afstemming met deze doelstellingen geeft aan de onderneming kan het ook zorgen voor een hogere groei. Biologische, gezonde en vlees-vervangende voeding wint steeds meer aan populariteit en wordt gezien als een groeiemarkt, met name in de westerse wereld.

8. Track Record

Jaar	Omzet	EBITDA	EBITDA-marge (%)	Nettowinst	Nettowinst marge (%)
2020	707,4	49,9	7,1	27,0	3,8
2019	701,4	55,6	7,9	32,1	4,6
2018	700,2	50,4	7,2	31,1	4,4
2017	709,7	52,1	7,3	32,5	4,6
2016	682,3	55,2	8,1	34,4	5,0
2015	681,6	51,4	7,5	32,3	4,7
2014	618,9	51,4	8,3	33,1	5,3
2013	584,4	43,7	7,5	27,4	4,7
2012	593,1	43,9	7,4	27,0	4,6
2011	571,0	43,1	7,5	26,8	4,7
2010	374,9	31,7	8,5	15,5	4,1
2009	164,5	13,4	8,1	10,5	6,4
2008	175,3	9,6	5,5	8,7	5,0

*Bedragen in € miljoen

Toelichting: In mei 2010 verdubbelt Acomo in omvang door de overname van Van Rees Group en Red River Commodities, beide eigendom van Deli Maatschappij.

Acomo betaalt ruim € 100 miljoen voor de twee bedrijven, overeenkomend met ruim 4 maal de gecombineerde historische EBITDA van € 24,4 miljoen.

Acomo financiert de overname met de uitgifte van 1,5 miljoen nieuwe aandelen en verder uit circa € 7 miljoen eigen kasmiddelen en bancaire overnamefinanciering. Daarnaast wordt bij institutionele beleggers een achtergestelde converteerbare obligatielening van € 40 miljoen geplaatst. Deze convertible heeft een looptijd van zes jaar en kan na een halfjaar worden omgezet in aandelen Acomo. De couponrente bedraagt 5,5% en de conversieprijs wordt vastgesteld op € 7,39 per aandeel.

Deze financieringsstructuur leidt tot een maximale verhoging van het aantal uitgegeven aandelen tot ruim 23,2 miljoen stuks.

Vrijwel tegelijkertijd kondigt Acomo aan haar 42,5%-belang in RCMA Commodities Asia – de grootste onafhankelijke rubberhandelaar ter wereld – te gaan verkopen aan grootaandeelhouder Ton Teik uit Singapore voor een bedrag van \$ 13 miljoen.

In 2009 levert de deelneming in RCMA (Rubber Cultuur Maatschappij Amsterdam) een bijdrage van \$ 0,6 miljoen aan het groepsresultaat (2008: \$ 2,6 miljoen). Met het afstoten van de zeer volatiele activiteiten in de rubberhandel is het profiel van Acomo gewijzigd naar dat van een volledig op food en food-ingredients gerichte houdstermaatschappij.

Op het moment van beide transacties noteert het aandeel Acomo circa € 7,-, ofwel 7x de verwachte winst van € 1,- per aandeel.

De transformatie van Acomo naar de *Focus on Food* strategie is uiterst succesvol. Over boekjaar 2011 – het eerste jaar dat de resultaten van RRC en Van Rees een vol boekjaar meetellen – stijgt de winst per aandeel met 31% van € 0,865 naar € 1,13. In januari 2011 is de volledige converteerbare lening omgezet in aandelen.

De laatste zes jaar stabiliseren omzet en resultaat op hoofdlijnen. Gezien de zeer zwakke prijsontwikkeling van *soft commodities* over deze periode, mag deze performance als alleszins tevredenstellend worden aangemerkt.

Jaar	Investerings (€ miljoen)	Afschrijvingen (€ miljoen)	RONCE (%)	WPA (€)	DPA (€)	NAV (€)	Pay-out (%)
2020	5,3	6,2	20,6	1,09	0,40	9,74	37
2019	7,8	5,7	21,2	1,30	1,10	8,23	85
2018	5,6	5,3	21,5	1,26	1,00	7,85	79
2017	5,7	5,6	22,7	1,33	1,10	7,52	83
2016	3,6	4,8	23,6	1,43	1,15	7,55	80
2015	4,6	4,3		1,352	1,00	7,016	74
2014	2,4	4,0		1,396	1,10	6,392	79
2013	7,1	3,5		1,174	0,77	5,56	66
2012	11,8	2,8		1,163	0,70	5,21	60
2011	3,7	2,3		1,13	0,65	4,81	58
2010	2,1	2,0		0,865	0,50	3,66	58
2009	0,6	0,3		0,645	0,40	2,41	62
2008	0,2	0,2		0,535	0,35	2,14	65

Investerings kunnen gemiddeld uit de afschrijvingen worden gefinancierd. Het is evident dat het verdienmodel van Acomo daarmee als niet-kapitaalintensief kan worden aangemerkt. De hoge investeringen in 2012 weerspiegelen de bouw van een zonnebloemzaden verwerkende fabriek in Lubbock, Texas. Deze investering vergde een bedrag van \$ 11,5 miljoen en droeg bij aan de structurele versterking van de concurrentiepositie van Red River Commodities in haar thuismarkt. Een jaar later was er een belangrijke investering in een nieuwe productiefaciliteit in Ruddervoorde (België) ter versterking van de marktpositie van Snick EuroIngredients.

In 2018 en 2019 werd met name geïnvesteerd in een upgrade van het geïnstalleerde machinepark en ERP-netwerken bij Red River Commodities en in uitbreiding van de theemengerij capaciteit bij Van Rees Group. In 2020 is de investering in het Food Ingredients Service Center Europe (FISCe) in Etten-Leur vermeldenswaard. In deze vestiging worden op een natuurlijke wijze een brede range producten gepasteuriseerd en gesteriliseerd ten behoeve van de voedingsmiddelenindustrie.

Wat opvalt aan bovenstaande cijferopstelling is de geleidelijke daling van de RONCE, de stagnerende groei van de winst per aandeel sinds 2016 en de consistent hoge *pay-out ratio* die rond 80% ligt. De resultaten over 2020 zijn gedeflatteerd door de acquisitiekosten van € 4,7 miljoen die samenhangen met de overname van Tradin, alsmede door niet-gerealiseerde valutahedge resultaten ten bedrage van € 2,5 miljoen. De lagere *pay-out* van 37% in 2020 weerspiegelt de beslissing van de directie om prioriteit te geven aan versterking van de balansverhoudingen na de acquisitie van Tradin eind 2020.

Acquisities vormen vanouds een essentieel onderdeel van de groepsstrategie. De onderneming blijkt echter zeer selectief bij de uitvoering van dit strategische onderdeel. Na de acquisitie van de twee Deli-bedrijven in 2010 volgen slechts King Nuts & Raaphorst in september 2010 – omzet: € 52 miljoen, EBITA: € 5,1 miljoen, overnamebedrag: € 18,4 miljoen; SIGCO Warenhandelsgesellschaft per 1 juli 2014 – omzet circa € 20 miljoen, EBITA: € 0,4 miljoen, overnamesom: € 1,6 miljoen; Container Tea & Commodities, op 2 februari 2016 - activa ter waarde van € 1,5 miljoen bedoeld voor de start van Container Tea Van Rees Trading Private Ltd. In Coonoor, India (90%-belang); en tenslotte Delinuts per 1 mei 2017 – omzet: € 66 miljoen, overnamesom: € 17 miljoen, waarvan € 8 miljoen cash en uitgifte 357.734 aandelen à € 25,12 per aandeel.

Hierbij past de aantekening dat Acomo in haar streven om door middel van acquisities te groeien, geregeld wordt geconfronteerd met concurrentie van kapitaalcrachtige sectorgenoten en private equity. Hierdoor vinden aantrekkelijke overnames minder vaak plaats dan gewenst. De acquisitie van Tradin is ook om deze reden een grensverleggende overname.

9. Bestuur

Sinds 25 april 2017 voert Acomo een *one-tier board* bestuursmodel. Overschakeling van de *two-tier board* naar de nieuwe bestuursvorm is naar het oordeel van de bestuurders gewenst om de onderneming, via kortere lijnen die statutair zijn geborgd, slagvaardiger te maken. De Holding kan zich focussen op het financieel controleren en het faciliteren van financieringen voor de dochtermaatschappijen, en het identificeren van overnamekandidaten.

De Groepsdirectie bestaat thans uit:

- Bernard Stuivinga (1956) – Non-Executive Chairman. Bernard is juridisch- en belastingadviseur bij Roorda Advocaten, Amsterdam
- Machteld Groothuis (1970) – Non-Executive Director. Machteld is entrepreneurial impact investor en boardroom advisor
- Yoav Gottesman (1952) – Non-Executive Director. Yoav is privé belegger in technologie- en private equity bedrijven en de zoon van Dov Gottesman, *founding father* van Acomo
- Jan Niessen (1963) – Non-Executive Director. Jan is Managing Director van Mont Cervin Sarl in Luxemburg
- Victoria Vandeputte (1971), Non-Executive Director. Chief Innovation & Marketing Officer bij Martin Braun Frozen Division
- Allard Goldschmeding (1964) – Chief Financial Officer
- Kathy Fortmann (1967) – Chief Executive Officer per 15 september 2021

Management Acomo bedrijven:

- | | |
|-----------------------------------|--------------------|
| • Catz International | Henk Moerman |
| • Tovano | Richard Strijbis |
| • King Nuts & Raaphorst | Jaap Klijn |
| • Delinuts | Koert Liekelema |
| • Red River Commodities | Eric Christianson |
| • Red River Global Ingredients | Bruce Wiebe |
| • Red River-Van Eck | Anton van Eck |
| • SIGCO Warenhandel | Lars Reinecke |
| • Food Ingredients Service Center | John van den Broek |
| • Royal Van Rees Group | Rajith de Mel |
| • Snick EuroIngredients | Erik Engbersen |
| • Tradin Organic | Gerard Versteegh |

De heer Dov Gottesman (1929 – 2011) is de grondlegger van Acomo en de architect van de *reverse take over* van Rubber Cultuur Maatschappij Amsterdam (RCMA) in 1982. In 1975 had Gottesman reeds Catz International overgenomen. Van 1982 tot 2000 was hij directeur van RCMA/Acomo. Na zijn directeurschap was de heer Gottesman voorzitter van de Raad van Commissarissen tot medio 2001, waarna hij vanwege het bereiken van de wettelijk gestelde leeftijdsgrens benoemd werd tot adviseur van de vennootschap.

Onder leiding van Stéphane Holvoet (1956), die Gottesman in 1999 opvolgde, heeft Acomo haar activiteiten aanzienlijk uitgebreid. Diens opvolger, Erik Rietkerk (1961), was afkomstig van het Singaporese beursfonds Wilmar, een van de grootste agri-bedrijven in Azië, en fungeerde van 2013 tot en met mei 2017 als CEO van Acomo. Onder leiding van Rietkerk deed Acomo twee kleinere overnames (SIGCO en Delinuts) en zette het in op het verder verduurzamen van de handelsketens waarin de dochterbedrijven actief zijn.

Sinds zijn benoeming op 25 april 2017 combineert Allard Goldschmeding de functie van Group Managing Director met die van CFO. Allard trad per 1 december 2015 in dienst bij Acomo als CFO. Per 15 september 2021 zal Allard het stokje overdragen aan de nieuwe CEO Kathy Fortmann en gaat hij zijn 'oude' rol als CFO weer vervullen.

Eerder bekleedde hij CFO posities bij H.J. Heinz, Sara Lee Corporation en werkte hij als principal consultant bij Archstone Consulting. Zijn laatste functie voordat hij bij Acomo aantrad was CFO van Vion Food Group.

Kathy Fortmann, van geboorte Amerikaanse en sinds 2014 woonachtig in Nederland, werkte aan het begin van haar carrière meer dan zestien jaar voor E. I. Dupont de Nemours, vervolgens ruim 12 jaar voor wereldwijd voedsel- en grondstoffenhandelaar Cargill en van 2017-2020 was zij President van Friesland Campina Ingredients en lid van het Executive Leadership team.

Formeel is zij op dit moment nog in dienst en in functie als President van IFF's Nourish, een bedrijf met een omzet van \$ 6 miljard en actief in smaakstoffen en voedingsingrediënten. Fortmann studeerde als chemisch ingenieur af aan de University of Tulsa (BSc) en haalde een Executive MBA aan Washington University.

10. Grootaandeelhouders

Per 30 juni 2021 had Acomo de volgende grootaandeelhouders:

• Mont Cervin Sarl	12,3%
• Mawer Investment Management Ltd.	8,7%
• Teslin Participaties	8,6%
• Fidelity Management & Research	8,6%
• Red Wood Trust	5,8%
• Kempen Capital Management N.V.	5,7%
• Invesco	3,0%
• Add Value Fund N.V.	1,3%
Totaal	54,0%

De gemiddelde dagomzet in aandelen Acomo op Euronext Amsterdam bedraagt circa 25.000 stuks, circa € 0,58 miljoen. De onderneming voert geen actief Investor Relations beleid en publiceert uitsluitend halfjaar- en jaarberichten en geen kwartaalcijfers.

11. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen - MVO

De uitdagingen die zich wereldwijd aandienen op het gebied van milieu, eerlijk handel en voedselveiligheid zijn zeer complex. Deze complexe onderwerpen hebben een duidelijke invloed op de gehele waardeketen. Acomo onderkent dat duurzame ontwikkeling nodig is om de fragiele balans tussen winst, mensen en milieu te versterken. Elke onderneming in de Acomo Groep opereert op een unieke manier binnen de waardeketen. Dit vereist een duurzame aanpak op maat. Acomo steunt, faciliteert en bundelt alle ideeën die zich voordoen bij het streven naar een duurzame toekomst. Door samen te werken met partners en door zich te concentreren op de eigen activiteiten is Acomo in staat om verantwoorde producten van hoge kwaliteit te leveren. Acomo rapporteert haar impact en prestaties op basis van de internationaal erkende GRI (Global Reporting Initiative) Standaarden.

- **Goed werkgeverschap**
Ethisch zakendoen speelt een belangrijke rol in de relaties die Acomo aangaat en is een bepalende factor voor haar reputatie. Mensen en hun talenten bepalen het zakelijk succes van Acomo. De Groep zet zich in om bekwaam en gemotiveerd personeel aan te trekken, te ontwikkelen, te belonen en te behouden. De organisaties en haar werknemers delen een verantwoordelijkheid voor een werkomgeving die gezond, uitdagend en inspirerend is. Diversiteit in het personeelsbestand is hier cruciaal in.
- **Verkleinen van de ecologische voetafdruk**
Ondanks dat de ondernemingen in de Acomo Groep relatief weinig impact hebben op het milieu, streeft Acomo voortdurend naar het verkleinen van haar ecologische voetafdruk. De ondernemingen richten zich op innovatie en efficiency om afval te reduceren en zuiniger om te gaan met resources zoals energie. Daarbij beperkt Acomo zich niet tot de verbetering van uitsluitend de eigen prestaties. Omdat de milieu-impact vaak groter is bij haar leveranciers, werkt Acomo samen met haar partners aan praktische en efficiënte oplossingen. Hierbij kan onder andere worden gedacht aan het ontwikkelen en leveren van zaden aan telers voor hogere kwaliteit en zuiniger gebruik van productiemiddelen, alsmede aan het vinden van nieuwe toepassingen van afval, zoals het gebruik van theestof voor de productie van biogas.
- **Werken aan duurzame toeleveringsketens**

De agrarische sector biedt werk aan miljoenen mensen over de hele wereld, waaronder veel kleine boeren. Met werken op het land voorzien zij in een inkomen voor zichzelf en hun families. Acomo is van mening dat elke bedrijfstak waarde moet creëren voor alle stakeholders om in de toekomst duurzame productie te kunnen realiseren. Overal waar ondernemingen van de Acomo Groep actief zijn, wordt voldaan aan de normen van ethiek en regelgeving en ondersteunt Acomo goede voorbeelden. Om waarde te creëren in de waardeketen werken de ondernemingen van Acomo samen met partners om een groter deel van de producten te kunnen laten certificeren. In verschillende segmenten volgt Acomo certificeringsprogramma's zoals Rainforest Alliance, UTZ, Fairtrade en Global Gap.

- **Veilige en gezonde producten leveren**

Het leveren van veilige producten is een kernverantwoordelijkheid van elke onderneming in de Acomo Groep en het belangrijkste aspect van de dienstverlening aan klanten. Acomo staat voor veilige producten voor de consument, altijd en overal. Voedselveiligheid begint direct aan het begin van de productieketen, bij de zaden en teeltmethoden. Acomo zorgt ervoor dat producten worden getest (voornamelijk op pesticiden en chemicaliën), zodat ze voldoen aan de regelgeving rondom voedselveiligheid. In de eigen productiefaciliteiten hanteert Acomo strikte kwaliteitssystemen. De Acomo-vestigingen voldoen aan voedselveiligheidseisen en zijn gecertificeerd volgens normen zoals SQF, FSSC 22000, ISO 22000, HACCP en BRC.

12. Analyse jaarcijfers 2020 en halfjaarcijfers 2021

Bedragen in € miljoen	2020	2019	% change
Omzet	707,4	701,4	+1
Brutowinst	94,7	99,3	-5
EBITDA	49,9	55,6	-10
Bedrijfsresultaat (EBIT)	39,8	46,7	-15
Financiële baten en lasten	-2,9	-4,6	-37
Vennootschapsbelasting	-9,9	-10,0	-1
Nettowinst	27,0	32,1	-16
Winst per aandeel (€)	1,09	1,30	-16
Dividend per aandeel (€)	0,40	1,10	-64

Het boekjaar 2020 stond in het teken van de coronacrisis die vanaf eind maart de markt in haar geep hield. In zijn algemeenheid is de voedingsingrediëntensector robuust gebleken tijdens de pandemie. Desondanks had covid-19 substantiële impact op diverse vlakken, zoals vraag, aanbod, prijsniveaus en transportkosten.

Als gevolg van lockdowns was er sprake van sterk fluctuerende vraag naar producten tussen de verschillende klantgroepen. De vraag vanuit foodservice lag gedurende het gehele jaar op een aanzienlijk lager niveau, terwijl de vraag vanuit de voedingsmiddelenindustrie en retail met name in de eerste helft van het jaar toenam.

Tevens was er sprake van verstoringen in de aanvoerketens als gevolg van lockdowns in verschillende delen van de wereld, met negatieve gevolgen voor de leveringszekerheid. Onder deze uitdagende omstandigheden werd Acomo's cruciale rol in de keten onderstreept door het feit dat de Groep haar afnemers kon blijven bedienen, ondanks pieken in de vraag, dankzij haar beschikbare voorraden in de landen van bestemming.

Wanneer deze voorraden niet voldoende waren en er sprake was van verstoringen in de bestaande ketens, toonden de Acomo-teams hun vaardigheid in het vinden van alternatieve bronnen voor de levering van producten. De noodzakelijke maatregelen werden getroffen om de medewerkers een

veilige werkomgeving te bieden en alle bedrijfsonderdelen bleven gedurende het gehele jaar operationeel.

In de tweede helft van het jaar werd transport vanuit Azië een steeds grotere uitdaging, als gevolg van beperkte beschikbaarheid van zeecontainers en verscheppingscapaciteit. Naast de invloed van covid-19 werd de handelsomgeving gedurende het grootste deel van het jaar gekenmerkt door over het algemeen relatief lage prijsniveaus voor producten, enkele uitzonderingen daargelaten. Tegen het einde van het jaar vertoonden de prijsniveaus enige verbetering.

In december ronden de Groep de overname af van Tradin Organic, de toonaangevende leverancier van biologische voedingsingrediënten in Europa en de Verenigde Staten. In verband met deze acquisitie zijn overnamekosten met een omvang van € 4,2 miljoen opgenomen in de gerapporteerde EBITDA.

Aangezien overnamekosten niet aftrekbaar zijn voor de vennootschapsbelasting, was het effect op de gerapporteerde nettowinst eveneens € 4,2 miljoen negatief. Als gevolg hiervan nam de belastingdruk op de resultaten toe met +2,5%-punt.

De euro/US\$ wisselkoers werd sterker gedurende de eerste vier maanden van het jaar. Na april was er sprake van een sterke daling van de US\$ ten opzichte van de euro. Dit resulteerde in een eindejaarskoers van 1,230 (2019: 1,121). De gemiddelde wisselkoers van de euro/US\$ in 2020 bedroeg 1,142 (2019: 1,119). De ontwikkelingen in de wisselkoers hadden een negatieve invloed op de omzet (- € 6,5 miljoen) en nettowinst (- € 0,2 miljoen).

De activiteiten per segment vertoonden het volgende beeld:

- **Specerijen en noten**

Catz International rapporteerde stabiele, zij het enigszins lagere resultaten vergeleken met het voorgaande jaar. De prijzen van peper verbeterden enigszins in de tweede helft van het jaar, maar bleven historisch gezien op een zeer laag niveau. De marktprijzen van kardemom stegen in het eerste halfjaar, gevolgd door een daling in de tweede helft. De prijzen van gember en nootmuskaat stegen gedurende het jaar. De prijsniveaus van geraspte kokos stegen aanzienlijk gedurende het jaar, als gevolg van beperkte beschikbaarheid. De aanvoer uit belangrijke landen van oorsprong, zoals de Filipijnen en Indonesië, werd verstoord door natuurrampen, de impact van de pandemie en wijzigingen in de allocatie van ruwe grondstoffen aan eindproducten, met een vermindering van beschikbare volumes als gevolg. Gedroogde groenten vertoonden voor sommige producten minder gunstige marktomstandigheden. De marktprijzen van de belangrijkste notencategorieën daalden in de meeste gevallen in de eerste helft van 2020, met enig herstel tegen het eind van het jaar. Dankzij goede handelsbeslissingen en de professionaliteit van de teams wist Catz International een uiterst gezonde winst te boeken onder uitdagende omstandigheden in de aanvoerketen.

Tovano, actief in verpakte noten en gedroogde vruchten, rapporteerde een lagere winst als gevolg van een vermindering van de vraag van zijn afnemers in verband met de lockdowns in reactie op covid-19.

King Nuts & Raaphorst, actief in noten en rijstcrackers, wist de omzetgroei van de afgelopen jaren te continueren, tegen stabiele marges. De onderneming zag verbeteringen in prijsniveaus in het laatste kwartaal en beleefde een sterke afsluiting van het jaar. King Nuts & Raaphorst werd geconfronteerd met grote verschillen in vraagniveaus tussen de verschillende afnemers als gevolg van de invloed van covid-19 en lokale lockdowns, maar wist hier zeer adequaat op te reageren.

Delinuts, actief in noten en gedroogde vruchten, realiseerde een sterke toename in zowel omzet als marge, dankzij een sterke commerciële focus met verbeterde resultaten in de laatste maanden van het jaar. Het managementteam wist de substantieel lagere vraag vanuit belangrijke afnemers in foodservice te compenseren in ander afzetkanalen.

- **Eetbare zaden**

Red River Commodities, actief in inkoop, verwerking en distributie van eetbare zaden, rapporteerde een substantiële toename in zowel omzet als winst. Zowel het merk SunButter als de vogelvoerdivisie beleefde een toename in de omzet en winst. Het merk SunButter sluit perfect aan op huidige trends in gezonde voeding, die nog extra in de belangstelling kwamen te staan als gevolg van covid-19, en profiteerde van een toename in vraag van de consument. De vogelvoerdivisie beleefde een toename in de vraag van consumenten doordat meer mensen tijdens de lockdowns tijd in huis doorbrachten en ontdekten hoe plezierig het voeren van vogels in de tuin is. SunGold en de verwerkingsdivisie rapporteerden minder goede resultaten als gevolg van een substantiële afname van de vraag tijdens de lockdowns. Met name de vraag naar snackproducten nam af, vanwege de afwezigheid van sportevenementen en doordat minder consumenten gebruik maakten van buurtwinkels. Red River Global Ingredients, de handelsentiteit die zich richt op import, breidde zijn activiteiten verder uit en realiseerde een substantiële toename in omzet en winst.

De Europese zadenbusiness rapporteerde substantieel lagere winsten als gevolg van de afgenomen vraag. Een substantieel deel van de afnemers had te kampen met lokale lockdowns, in een aantal gevallen inclusief winkelsluitingen. Als gevolg van covid-19 vond ook een verschuiving plaats van consumentenuitgaven van specialiteitenwinkels, zoals bakkers, naar alles-in-één-winkels van de grote ketens. Dit beïnvloedde de resultaten van zowel Red River-Van Eck als van SIGCO Warenhandel.

Acomo's investering in de nieuwe faciliteit van Food Ingredients Service Center Europe (FISCE) in Etten-Leur, is aan het eind van het jaar voltooid. Deze nieuwe behandelingsfaciliteit, die de voedingsmiddelenindustrie een 100% natuurlijke methode biedt voor de hittebehandeling van een groot aantal verschillende producten, is operationeel en bedient inmiddels de eerste afnemers.

- **Thee**

Royal Van Rees Group realiseerde een toename van het nettoresultaat onder ongekende mondiale marktomstandigheden. Van Rees zag prijsontwikkelingen die per regio verschilden. In India, waar sprake was van een lager aanbod als gevolg van bewegingsbeperkingen in verband met covid-19 en grote overstromingen, stegen de prijzen. In Sri Lanka en de thee-producerende landen in Afrika was voldoende aanbod en waren de prijzen stabiel gedurende het jaar. In Kenia stegen de prijzen in de tweede helft van het jaar, waarmee de neerwaartse trend van de laatste jaren werd doorbroken.

Van Rees rapporteerde een lagere omzet, met enigszins verbeterde marges en lagere kostenniveaus. De focus op uitbreiding van het aanbod van theespecialiteiten droeg bij aan een toename van de marges. Het team van Van Rees heeft aangetoond zich blijvend in te zetten voor uitbreiding van het aanbod in diensten en producten die waarde toevoegen voor de afnemers.

- **Voedingsingrediënten**

Snick EuroIngredients, actief in voedingsingrediënten en het creëren van innovatieve concepten met toegevoegde waarde voor de voedingsmiddelenindustrie, handhaafde het omzetniveau, zij het met enigszins lagere marges. De invloed van covid-19 resulteerde in een afname van de vraag van afnemers in foodservice, die deels werd gecompenseerd door uitbreiding van de activiteiten voor andere afnemers. De activiteiten in mengsels vertoonden een voortzetting van de positieve ontwikkeling, waaruit opnieuw blijkt dat Snick EuroIngredients goed is gepositioneerd om afnemers te kunnen voorzien van concepten met toegevoegde waarde en innovatieve oplossingen in categorieën die ruimte bieden voor groei, zoals vegetarische producten.

Group Managing Director Allard Goldschmeding sprak in een toelichting op de resultaten zijn tevredenheid uit over de gerealiseerde resultaten: “In deze turbulente tijden wisten onze teams niet alleen de continuïteit van hun activiteiten en dienstverlening aan afnemers te waarborgen, ze slaagden er ook in uitstekende resultaten te behalen. Ik ben trots op onze teams en de bekwaamheid waarmee zij oplossingen weten te vinden voor deze uitdagingen.”

De voor eenmalige effecten en wisselkoersinvloeden gecorrigeerde cijfers bevestigen het beeld van de stabiele onderliggende resultatenontwikkeling van Acomio in 2020.

Bedragen in € miljoen	2020	2019	change (€)	change (%)
Gecorrigeerd operationeel EBITDA	57,6	57,6	0,0	0
Wisselkoerstranslatie-effect	-0,5	0	-0,5	
Niet-gerealiseerd hedge-resultaat	-2,5	-0,7	-1,8	
Holding (inclusief overnamekosten)	-4,7	-1,3	-3,4	
Gerapporteerd EBITDA	49,9	55,6	-5,7	-10

Bedragen in € miljoen	2020	2019	change (€)	change (%)
Gecorrigeerde nettowinst	33,3	33,4	-0,1	-0,3
Gecorrigeerde winst per aandeel**	1,35	1,35	-	-
Wisselkoerstranslatie-effect	-0,2	0	-0,2	
Niet-gerealiseerd hedge-resultaat *	-1,9	-0,5	-1,4	
Overnamekosten*	-4,2	-0,8	-3,4	
Gerapporteerde nettowinst	27,0	32,1	-5,1	-16

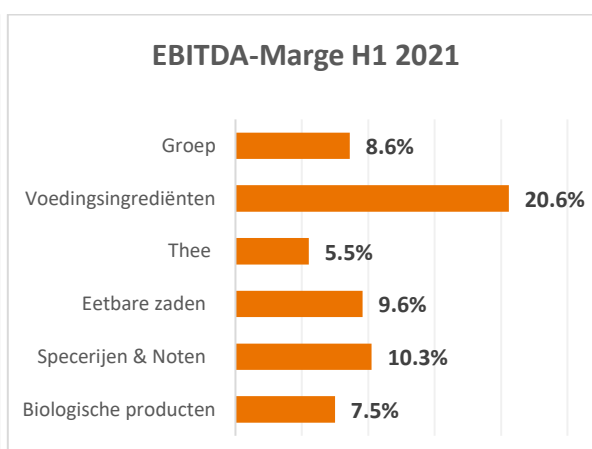
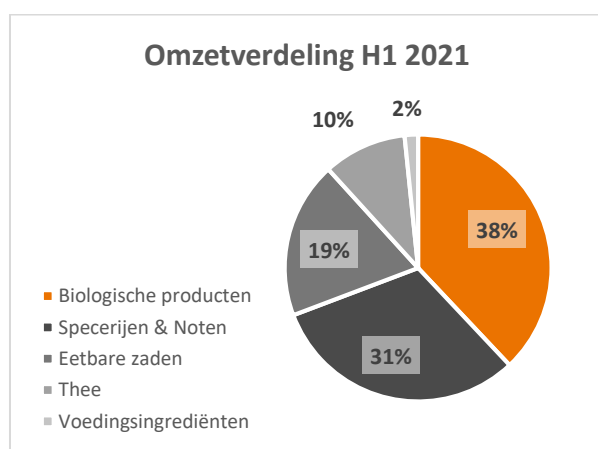
*) = na belastingen

***) = 2020 winst per aandeel op basis van uitstaande aandelen begin 2020

De overnamekosten van de transactie van Tradin Organic hebben zowel de cijfers over 2019 als 2020 beïnvloed. Het effect op de cijfers van 2020 was evenwel beduidend groter dan in het jaar ervoor, toen de verkennende gesprekken met de verkopende partij plaatsvonden.

Gecorrigeerd voor deze eenmalige kosten en de wisselkoersinvloeden is de conclusie gewettigd dat Acomio zich als een *covid-19 proof* onderneming heeft bewezen.

Analyse halfjaarcijfers 2021 en vooruitzichten



Bedragen in € miljoen	H1 2021	H1 2020	% change
Omzet	620,2	356,8	+74
EBITDA	53,4	28,4	+88
Nettowinst	28,6	16,3	+76
Winst per aandeel (€) voor amortisatie	1,08	0,66	+64
Winst per aandeel (€)	0,97	0,66	+47

Acomo rapporteerde over de eerste zes maanden van 2021 excellente en indrukwekkende cijfers, met name Tradin en Catz International blonken uit.

De EBITDA steeg met 88% naar € 53 mln waarvan Tradin goed was voor 62% van de stijging en de overige Acomo werkmaatschappijen groeide met een stevige 26%.

De nettowinst per aandeel (voor amortisatie) nam toe met een kloeke 64% naar € 1,08. Alle segmenten behaalden een beter resultaat dan vorig jaar waarvan de specerijen & noten business, voornamelijk Catz International, recordresultaten realiseerde.

De EBITDA in dit segment steeg met 56% naar € 19,9 mln en de EBITDA-marge klom naar een recordhoogte van 10,3% (1H2020: 7,7%). Biologisch voedingsingrediënten handelaar Tradin rapporteerde een beter dan verwacht EBITDA resultaat van € 17,7 mln op een omzet van € 235,6 mln, ofwel een EBITDA-marge van 7,5%. De overige segmenten, eetbare zaden, voedingsingrediënten en thee lieten allemaal een stijgende EBITDA en marge zien.

Door de sterke resultaten was Acomo in staat om de vrij hoge schuldpositie met € 20 mln te reduceren waardoor de nettoschuld / EBITDA verhouding werd verlaagd naar 3.0. Het streven is om de schuldverhouding verder te verlagen naar 2 of minder zodat er weer dividend kan worden uitgekeerd. Acomo gaat ervan uit dat aandeelhouders vanaf 2022 weer dividend tegemoet kunnen zien. Dit zou betekenen dat we rekening kunnen houden met een slotdividend 2021 van circa € 1,00 per aandeel dat in mei 2022 wordt uitgekeerd. Dat geeft tegen de huidige beurskoers van € 24,05 een stevig dividendrendement van ruim 5%.

Als handelshuis in *soft commodities* geeft Acomo traditioneel nooit een outlook voor het gehele jaar, maar met Tradin in de gelederen en weer stijgende peperprijzen heeft de onderneming de wind stevig in de zeilen. In het verleden is namelijk gebleken dat bij stijgende peperprijzen de winst per aandeel kan gaan versnellen. Dit komt omdat Acomo altijd meer long-posities aanhoudt dan short-posities en aan hogere peperprijzen in percentage meer kan verdienen dan lagere peperprijzen. Tevens is peper (zwart, wit en groen) qua omvang (in ton) de grootste specerij in de wereld waardoor er grote hoeveelheden in verhandeld kunnen worden.

Naast de stijgende peperprijs zien wij ook dat andere belangrijke *soft commodity* prijzen en de US dollar voor Acomo zich gunstig ontwikkelen. Dit kan de groei van de winst per aandeel verder laten versnellen. De sterren voor Acomo staan dit jaar dus erg gunstig, waardoor een *re-rating* van het aandeel aanstaande lijkt.

Vooruitzichten

Met de eerste helft van het jaar achter de rug kunnen we al een betere voorspelling voor 2021 maken. Acomo zal dit jaar een recordomzet gaan behalen met voor het eerst in haar geschiedenis een omzet van boven de € 1 miljard. Dit is te danken aan de overname van Tradin Organic in 2020 die volledig meetelt dit jaar, maar ook de gunstigere *soft commodity* prijzen en economisch herstel na de coronacrisis zorgen voor een fors hogere omzet.

Tradin Organic draagt dit jaar beter bij aan het bedrijfsresultaat dan werd verwacht bij de overname en ook de andere segmenten laten een forse verbetering zien ten opzichte van 2020.

Als lange termijn aandeelhouder kijken wij vooruit. Op basis van het groeiprofiel van het huidige Acomo verwachten wij de komende jaren een Compound Annual Growth Rate (CAGR) van de omzet van 5% tot en met 2025. Dit is gebaseerd op een licht hogere groei ten opzichte van de groei van de wereldeconomie. Het groeiprofiel ligt iets hoger dankzij Tradin Organic, die zou moeten profiteren van de hogere groei van de markt voor biologische voedingsingrediënten.

Ook zien wij de mogelijkheid voor Acomo om de marges voor met name Tradin Organic en de thee divisie licht te verbeteren. Stijgende *soft commodity* prijzen en een sterkere US dollar kunnen zorgen voor een extra groei impuls aan onze voorspellingen.

Bedragen in € miljoen	2021 ^e	2025 ^e	% change
Omzet	1.200	1.450	+21
EBITDA	100	123	+23
Nettowinst	60,0	75,0	+25
Winst per aandeel (€)	2,00	2,50	+25
Dividend (€)	1,00	2,00	+100
Dividend rendement (%)	4,2	8,3	

13. Concurrentiepositie Acomo en peer group analyse

Als internationaal handelshuis in *soft commodities* ondervindt Acomo concurrentie op velerlei terrein. Behalve handelsactiviteiten heeft de Groep ook productie in de Verenigde Staten. Van de 688 medewerkers waren er eind 2019 312 (45%) in de productie werkzaam. In onderstaand overzicht is de *peer group* van Acomo weergegeven.

- **Olam** is van origine (in 1989) een Nigeriaanse exporteur van cashewnoten naar India. Sindsdien is de groep fors gegroeid en handelt tegenwoordig in 50 verschillende *soft commodities*, waaronder amandelen, cashewnoten, hazelnoten, walnoten, pistachenoten, cacao, koffie en granen, met wereldwijd 23.000 klanten in 70 landen. Olam telt circa 70.000 werknemers. De aandelen worden verhandeld op de beurs van Singapore. Olam nam in oktober 2019 Hughson Nut over voor een bedrag van \$ 54 miljoen. Hughson Nut is een verwerker van amandelen, alsmede van bijbehorende ingrediënten en is een van de grotere partijen in de Verenigde Staten, gevestigd in Californië met 400 medewerkers.
- **Archer Daniels Midland** is een van het ABCD-bedrijvenkwartet, samen met Bunge Ltd, Cargill en Louis Dreyfus Company, dat de wereldhandel in landbouwproducten domineert. Cargill en Louis Dreyfus Company zijn familiebedrijven en niet beursgenoteerd. ADM is een Amerikaanse multinational actief in de voedingsmiddelenindustrie en de groothandel in voedingsmiddelen. De onderneming exploiteert wereldwijd meer dan 270 fabrieken en 420 installaties voor de aankoop en de verwerking van granen en oliehoudende zaden tot ingrediënten voor levensmiddelen, dranken, voedingssupplementen en veevoeder. ADM telt 38.000 werknemers.
- **Bunge Ltd** is een Amerikaanse multinational, actief in de voedingsmiddelenindustrie, de groothandel in voedingsmiddelen (vooral sojabonen) en meststoffen. Bunge profileert zich als de wereldmarktleider in de verwerking van oliezaden en *the preferred sustainable solutions partner for oil seeds, related commodities and ingredients*.
- **Wilmar International**, opgericht in 1991, is een toonaangevende agribusiness-groep in Azië. De activiteiten omvatten de productie, branding en distributie van voedingsproducten zowel voor de consumentenmarkt als voor de groothandel, maar ook de exploitatie van oliepalm- en suikerplantages. In 2020 realiseerde Wilmar een omzet van \$ 50,5 miljard en werd een nettowinst van \$ 1,53 miljard geboekt.

- **McCormick & Company** is een Amerikaans voedingsbedrijf dat specerijen, kruidenmixen, kruidenrijen en andere aromaproducten produceert, verkoopt en distribueert voor de industriële, restaurant-, institutionele en thuismarkten. In 2020 werd op een omzet van \$ 5,6 miljard een nettowinst van \$ 747,4 miljoen geboekt.
- **Hormel Foods Corporation** is een breed gediversifieerd voedingsconcern dat in februari van dit jaar de noten-business van Kraft Heinz overnam. Deze activiteit met als bekendste merknaam Planters, realiseerde een omzet van circa \$ 1,1 miljard in 2020. Hormel Foods betaalde \$ 3,35 miljard voor deze overname, overeenkomend met een EBITDA-multiple van 12,5x. Indien deze waardering aan Acomo zou worden toegekend, komt dit overeen met circa € 36,- per aandeel.
- **JB SanFilippo & Son** is een toonaangevende Amerikaanse verwerker en distributeur van een groot assortiment noten met in 2020 een omzet van \$ 880 miljoen en een nettowinst van \$ 54,1 miljoen.

Behalve beursgenoteerde bedrijven concurreert Acomo ook met niet-genoteerde ondernemingen die vaak het karakter van een familiebedrijf hebben. In Nederland zijn Verstegen Spices & Sauces en Barentz twee ondernemingen die een toonaangevende marktpositie innemen in segmenten waar Acomo eveneens actief is.

Zo staat Verstegen voor meer dan 130 jaar ervaring en is actief in meer dan 30 landen, van de supermarkt tot de industrie. Met een grote variatie van de puurste kruiden en specerijen tot de lekkerste mixen, sauzen en marinades.

Het in Hoofddorp gevestigde Barentz International levert wereldwijd ingrediënten en additieven aan het MKB en aan grote multinationals. Barentz koopt hoogwaardige ingrediënten van toonaangevende fabrikanten over de hele wereld. Daarnaast bieden de deskundigen van Barentz via hun moderne productiefaciliteiten in Europa, Noord-Amerika en Azië hoogwaardige technische ondersteuning bij onder meer (voor)menging, samenstelling en testen van ingrediënten. Barentz, opgericht in 1953, heeft vestigingen in meer dan 60 landen. Het bedrijf is sterk vertegenwoordigd in Europa en Azië en groeit in Noord- en Latijns-Amerika. Eind 2019 nam de Britse private equity investeerder Cinven een meerderheidsbelang in Barentz dat over 2018 een omzet van € 880 miljoen realiseerde en een nettowinst van € 40 miljoen. Barentz telt 1.500 medewerkers, betreft ingrediënten van meer dan 1.000 producenten, is actief in meer dan zestig landen en bedient ruim 20.000 klanten. In mei 2020 verwierf Barentz de Amerikaanse familieonderneming Ingredients Inc, een toonaangevende ontwikkelaar/aanbieder van ingrediënten voor de Amerikaanse voedingsmarkt. In oktober 2020 volgde de overname van de Amerikaanse branchegenoot Maroon Group (omzet \$ 500 miljoen) en eind juni van dit jaar werd het Canadese Pestell Nutrition, specialist op het gebied van diervoeding met een jaaromzet van circa \$ 200 miljoen overgenomen. In 2020 verwierf Barentz twee kleinere Nederlandse bedrijven: Polak en De Weerd. J.S. Polak Koninklijke Specerijenmaaldery, een directe concurrent van Catz International, is wereldwijd een belangrijke speler op de B2B-markt voor kaneel. De Weerd Specerijen is een directe concurrent van Snick EuroIngredients, en een specialist in het mengen van kruiden en specerijen.

De omzet bedroeg in 2019 circa € 30 miljoen, waarvan 60% voor rekening van Polak en 40% voor De Weerd. Er werd een bedrijfsresultaat van circa € 4 miljoen gerealiseerd.

Dan kan er sinds 27 augustus 2020 worden belegd in de **Rize Sustainable Future of Food UCITS ETF**, met als *trade symbol* FOOD. FOOD is Europa's eerste duurzame voedsel-ETF en biedt beleggers blootstelling aan bedrijven die innoveren in de voedselwaardeketen om een duurzamer en rechtvaardiger voedselsysteem op te bouwen. FOOD is speciaal gebouwd in samenwerking met Tematica Research, een thematisch onderzoeksbureau gevestigd in Washington, DC, en maakt gebruik van unieke inzichten en een eigen classificatiesysteem van bedrijven die innovators zijn in de

voedselwaardeketen. In één transactie levert FOOD toegang tot 46 bedrijven die gunstig gepositioneerd zijn om mee te liften op het thema duurzame toekomst van voedsel. FOOD streeft ernaar beleggingsresultaten te leveren die in het algemeen overeenkomen met de prijs- en opbrengstprestaties, vóór vergoedingen en kosten, van de Foxberry Tematica Research Sustainable Future of Food Index. Per eind juni was voor een bedrag van \$ 250 miljoen belegd in deze ETF. De gemiddelde koers/winstverhouding van deze ETF bedraagt 33 keer. Acomo noteert momenteel slechts minder dan 10 keer de verwachte winst 2021.

De benchmarkindex is sinds 27-8-2020 met 25% gestegen van 1.639,97 naar 2.049,54 per 5 juli 2021. In dezelfde periode steeg het aandeel Acomo van € 19,30 naar € 22,90, ofwel met 18,7%.

Acomo laat zich als gecombineerd handels- en productiebedrijf lastig vergelijken met andere ondernemingen uit de *peer group*. De eerste vijf ondernemingen uit het overzicht zijn substantieel groter dan Acomo en hebben uit dien hoofde een voordeel voor wat betreft *economies of scale*. Het qua omzet en winstgevendheid beter vergelijkbare JB SanFilippo & Son onderscheidt zich door een duidelijke focus op het notensegment met eigenlabel en heeft daardoor een hogere waardering dan Acomo.

	P/E	EV/EBITDA	Div Yield	EV/Omzet
Olam Int*	14,7	14,9	4,9	0,14
Wilmar Int	17,5	10,9	2,8	0,48
McCormick & Company	27,8	20,6	1,3	3,57
JB SanFilippo & Son	17,2	10,4	0,8	0,88
Kerry Group	32,6	21,8	0,7	1,91
<i>Gemiddeld</i>	<i>21,9</i>	<i>15,6</i>	<i>2,1</i>	<i>1,4</i>
Acomo**	12,0	9,9	1,4	0,59
Discount	45%	37%	33%	58%
Geïmpliceerde prijs	€ 43,90	€ 37,89	€ 36,07	€ 56,65

* Voor Olam zijn er geen voorspellingen van analisten beschikbaar waardoor de multiples op basis van de laatste twaalf maanden zijn (H2'20 en H1'21)

** Multiples Acomo op basis van verwachtingen AVF voor 2021

De gemiddelde peer group valuation voor Acomo komt uit op € 43,63. Zoals al eerder aangegeven laat Acomo zich echter lastig vergelijken met een *peer group*. Vooral de EV/Omzet multiple geeft een vertekend beeld, dat komt doordat de marges van een aantal ondernemingen erg afwijkt van die van Acomo. Zo heeft Olam een lagere EV/Omzet multiple, de onderneming handelt vooral in bulk agriproducten waardoor de omzet hoog is maar de marges een stuk lager zijn. De hoge EV/Omzet multiple voor McCormick & Company valt weer deels te verklaren uit de juist hoge marges die de onderneming weet te behalen. De EV/EBITDA multiple is dan een betere maatstaf en geeft een onderwaardering van 37%, ofwel een koersdoel van ruim € 37,-. Een som-der-delen waardering geeft in dit geval een beter beeld van de waardering. Met deze analyse kunnen we de verschillende bedrijfsonderdelen vergelijken met de *peers* die specifiek bij dat onderdeel passen.

14. Som-der-delen

Een som-der-delen analyse wordt gedaan door ieder bedrijfsonderdeel binnen Acomo als een zelfstandige entiteit aan te merken, hier de waarde van te berekenen en deze individuele waardes uiteindelijk bij elkaar op te tellen om zo op een totale waarde te komen, de som-der-delen.

Tussen de verschillende bedrijfsonderdelen van Acomo is geen tot weinig synergie en individuele onderdelen kunnen makkelijk aan de holding worden onttrokken, zonder significante impact op de resultaten. De som-der-delen geeft dan ook een beter inzicht in de waarde van de onderneming, ook in het geval er eventueel onderdelen worden afgestoten.

In het volgende overzicht zijn de verschillende segmenten van Acomo gekoppeld aan vergelijkbare *peers*, hiervan zijn er al een aantal besproken. Het segment thee ontbreekt in dit overzicht aangezien er geen vergelijkbare beursgenoteerde *peers* zijn. De segmenten specerijen en noten en eetbare zaden worden vergeleken met de handelsondernemingen Olam en Wilmar. Waarbij John B Sanfilippo ook is toegevoegd bij het specerijen en noten segment vanwege de overeenkomsten met King Nuts & Raaphorst, Tovano en Delinuts die binnen dit segment vallen.

SunButter is uit het segment Eetbare zaden gehaald, het consumentenmerk wordt vergeleken met een *peer group* bestaande uit consumentenmerken. Het segment voedingsingrediënten heeft ook een aparte *peer group*, ondernemingen in dit segment krijgen vaak een hogere waardering op de beurs. Tot slot krijgt het nieuwe segment, biologische ingrediënten, dezelfde *multiple* als Acomo heeft betaald voor haar Tradin acquisitie. Een conservatieve aanname, aangezien de *peer group* een hogere waardering heeft.

Onderneming	EV/EBITDA	EBITDA Marge (%)
Specerijen en noten		
Olam Int*	14,9	4,3
Wilmar Int	10,9	6,7
John B Sanfilippo	10,4	11,0
<i>Gemiddeld</i>	<i>12,1</i>	<i>7,3</i>
Eetbare zaden		
Olam Int*	14,9	4,3
Wilmar Int	10,9	6,7
<i>Gemiddeld</i>	<i>12,9</i>	<i>5,5</i>
SunButter		
MamaMancini's Holdings	18,3	10,0
Overname Wessanen door PAI (2019)	13,7	11,0
Overname Häagen-Dazs door PAI (2019)	15,0	15,0
<i>Gemiddeld</i>	<i>15,7</i>	<i>12,0</i>
Voedingsingrediënten		
McCormick & Company	20,6	21,1
International Flavors & Fragrances	19,0	20,9
Kerry Group	21,8	14,3
Givaudan SA	30,4	22,5
<i>Gemiddeld</i>	<i>23,0</i>	<i>19,7</i>
Acomo**	9,9	8,6

* Voor Olam zijn er geen voorspellingen van analisten beschikbaar waardoor de multiples op basis van de laatste twaalf maanden zijn (H2'20 en H1'21)

** Multiples Acomo op basis van verwachtingen AVF voor 2021

Het specerijen- en notensegment en het Eetbare zaden segment is gewaardeerd met een EBITDA multiple van 12-13, het gemiddelde van de *peer group* die voornamelijk uit handelsondernemingen

bestaat. Dit is enigszins aan de conservatieve kant aangezien de EBITDA-marges van Acomo voor deze beide onderdelen fors hoger zijn dan de *peer group*: 10.3% vs. 7,3% en 7.5% vs. 5,5%.

SunButter is de vreemde eend binnen de Acomo Groep en produceert een gezond alternatief voor allergeenvrije pindakaas, gemaakt van speciaal geroosterde zonnebloemzaden. SunButter is de enige en snelgroeiende consumentenproduct binnen de Groep met groeipotentie. Zo is er eventueel de mogelijkheid om uit te breiden van de VS naar Europa. Snelle groei en een goede winstgevendheid, gecombineerd met een hoge multiple voor de *peer group* zorgt voor een relatief hogere waardering.

Het theesegment van Acomo is het minst winstgevend onderdeel van de groep en laat zich tevens moeilijk vergelijken met andere beursgenoteerde bedrijven. Een multiple van 10x de EBITDA is naar ons inzien een conservatieve aanname.

Het voedingsingrediënten onderdeel is het meest winstgevend onderdeel van de groep: een hoge EBITDA-marge en een hoog rendement op het geïnvesteerde vermogen. Ook de *peers* hebben uitstekende marges, wat wordt vertaald in hogere waarderingen. Het *peer group* gemiddelde komt voor dit segment uit op 23x de EBITDA. Het segment biologische ingrediënten wordt volledig omvat door het recent overgenomen Tradin Organic. Aan dit segment kan dan ook dezelfde multiple worden gegeven als Acomo voor de overname heeft betaald.

Som-der-delen	EV/EBITDA	EBITDA	Waarde
Specerijen en noten	12	€ 39.000.000	€ 468.000.000
Eetbare zaden	13	€ 17.000.000	€ 221.000.000
SunButter	16	€ 5.000.000	€ 80.000.000
Thee	10	€ 7.000.000	€ 70.000.000
Voedingsingrediënten	23	€ 4.000.000	€ 92.000.000
Biologische ingrediënten	11	€ 33.000.000	€ 363.000.000
Totaal	12,3	€ 105.000.000	€ 1.294.000.000

De som-der-delen geeft een totale waarde van de onderneming van € 1.294 miljoen, met een nettoschuld van € 280 miljoen geeft dat een waarde van het eigen vermogen van € 1.014 miljoen. Dit komt neer op een beurskoers van € 34,26. Ten opzichte van de koers van eind juli is er een onderwaardering van 30%, ofwel een *upside* van 42%.

15. Mogelijke desinvesteringen om lange termijn waarde te creëren

Acomo is in de basis een handelshuis in voedingsingrediënten. Het bedrijf vervult een brugfunctie tussen leveranciers (producenten uit oorsprong landen) en afnemers (ondernemingen uit de Fast Moving Consumer Industry). Voorbeelden hiervan zijn Unilever en Nestle. Wat dat betreft zijn de onderdelen SunButter en de premium juices beide een vreemde eend in de bijt.

Deze onderdelen maken een eindproduct dat direct aan het retailkanaal wordt geleverd en passen daardoor niet binnen de strategie van het handelsbedrijf.

Daarnaast onttrekken ze kapitaal, management aandacht en focus op de kern handelsactiviteiten van het bedrijf. En tevens zijn er andere vaardigheden nodig, zoals marketing en sales om de groei verder aan te jagen.

In tegenstelling tot SunButter en de premium juices heeft het Acomo management het voedingsingrediënten segment aangemerkt als onderdeel van de groeistrategie. Dit relatief kleine maar zeer winstgevend onderdeel legt echter te weinig gewicht in de schaal en groeit de afgelopen

jaren niet. Gezien de hoge waarderingen in dit segment, die tot drie keer hoger liggen dan Acomo zelf, is groeien via overnames niet opportuun en is verkoop een slimme manier om waarde te creëren en de verborgen waarde te ontsluiten.

SunButter heeft een betere winstgevendheid en een hoger groeiprofiel dan Acomo als geheel. Dit komt enerzijds door de goede economische karakteristieken van de industrie waarin SunButter opereert en anderzijds door de sterke prestaties van het merk zelf. Dit moet theoretisch resulteren in een hogere waardering ten opzichte van Acomo als geheel. Wanneer wordt gekeken naar de gemiddelde waardering van de SunButter *peer group* blijkt inderdaad dat de EBITDA-multiple rond de 16 ligt. PAI partners heeft bijvoorbeeld in 2019 Wessanen tegen een EBITDA-multiple van 14 overgenomen en Reckitt Benckiser verkocht in 2017 zijn *food business* (Franse mosterd en verscheidene sauzen) voor een multiple van 20. Dalende rentes en een positiever beursklimaat maken dat de juiste private equity partij vandaag de dag waarschijnlijk bereid is om een hogere multiple te betalen.

Het premium juices segment levert verse premium sappen aan retailers, klaar om verkocht te worden met hun eigen label/merk (huismerken). Dit onderdeel heeft Acomo eind vorig jaar verworven als onderdeel van de Tradin acquisitie. Ook dit onderdeel vormt naar onze mening geen onderdeel van de strategie en *core business* van het bedrijf en levert ook geen synergiën op met andere Acomo onderdelen.

De premium juice *business* heeft een omzet van ongeveer € 60 mln. Wat betreft waardering kan een vergelijking worden gemaakt met het recent overgenomen Tropicana en juice onderdeel van PepsiCo door PAI partners, voor een omzet multiple van 1.1.

Het segment Voedingsingrediënten levert natuurlijke smaakstoffen, grondstoffen, halffabrikaten en natte of droge mengsels aan de zoetwaren-, zuivel- en drankenindustrie. Met een EBITDA-marge van 20% is dit het meest winstgevendende onderdeel van Acomo. De beperkte bijdrage aan de winst, ongeveer 3% van het totaal, doet de naald echter niet bewegen.

De beperkte omvang brengt ook verschillende risico's met zich mee. Zo is Snick EuroIngredients sterk afhankelijk van key personeel en is de omzet geconcentreerd bij een aantal grote afnemers.

Daarnaast heeft de omzet sinds 2015 geen groei laten zien en is zelfs licht gedaald.

Dit laat zien dat het erg moeilijk is om deze relatief kleine business te laten groeien onder de Acomo-paraplu en kan er waarschijnlijk meer waarde worden gecreëerd onder de vleugels van een meer gefocust bedrijf. Vanwege de hoge winstgevendheid handelt de *peer group* op een gemiddelde EBITDA-multiple van 23, fors hoger dan de 10 keer multiple van Acomo.

Wij zijn van mening dat significante aandeelhouderswaarde kan worden gecreëerd door deze drie onderdelen op termijn af te stoten. Op deze manier kan Acomo de hoge multiples van deze segmenten te gelde brengen die op dit moment nog worden onderdrukt door de overige segmenten binnen Acomo. De hoge multiples die vandaag de dag door private equity partijen worden betaald zorgen ervoor dat het nu misschien een interessant moment is om te kijken naar desinvesteringen. Met het ontvangen kapitaal kan de schuld worden afgebouwd, kunnen eigen aandelen worden ingekocht of winstgevendende acquisities worden gedaan in de strategische (niche) groeimarkten.

Desinvesteringen om waarde te creëren	Multiple	EBITDA/Omzet	Waarde
SunButter	14-18 (EV/EBITDA)	€ 5.000.000	€ 70 - € 90 mln
Premium Juices	1x omzet	€ 60.000.000	€ 60 mln
Voedingsingrediënten	20-23 (EV/EBITDA)	€ 4.000.000	€ 80 - € 92 mln
Totaal			€ 210 - € 242 mln

Op basis van waarderingen binnen de *peer group* lijkt een opbrengst van tussen de € 210 mln - € 242 mln haalbaar, ofwel 32% van de huidige beurswaarde. Met deze opbrengst kan Acomo allereerst zijn schuld met € 100 miljoen terugbrengen om zo de netto schuld/EBITDA ratio onder de twee te brengen met als gevolg dat Acomo zijn dividenduitkeringen kan hervatten. Ook kan Acomo minimaal € 110 miljoen besteden aan het inkopen van eigen aandelen, ruim 15% van de beurswaarde. Hierdoor kan de verwatering weer grotendeels worden teruggedraaid die is ontstaan door de uitgifte van 4.930.311 nieuwe aandelen (20% van gewone uitstaande aandelenkapitaal) ten tijde van de overname van Tradin. Als alternatief kan het bedrijf er ook voor kiezen om het verkregen bedrag aan te wenden voor het doen van waarde-toevoegende en winstgevende acquisities.

Wij zien waarde-creatie potentieel in een uitbreiding van Catz International naar Noord Amerika, qua omvang de grootste specerijen- en notenmarkt ter wereld. De handelsactiviteiten van Catz vinden wereldwijd plaats, maar omdat klantrelaties voornamelijk worden aangegaan op basis van vertrouwen en beschikbaarheid en de hoofdzetel van Catz zich in Rotterdam bevindt, is de klantenkring op dit moment vooral in Europa geconcentreerd.

Om Amerikaanse klanten aan zich te binden is een (fysieke) lokale aanwezigheid nodig. Catz heeft de kennis en ervaring om dit vanaf de grond af aan op te bouwen, maar kan bijvoorbeeld ook een handelsteam weggopen bij een Amerikaanse concurrent.

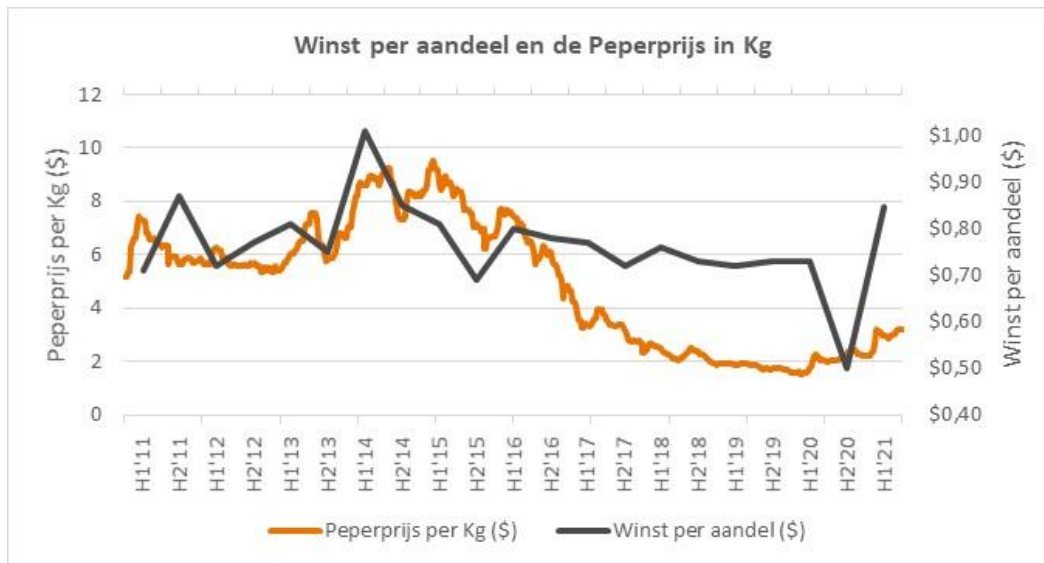
Als laatste mogelijkheid kan het bedrijf ook een concurrent in zijn geheel overnemen, maar gezien de hoge multiples die er tegenwoordig worden betaald brengt dit behoorlijk wat (financiële) risico's met zich mee.

De nieuwe CEO van Acomo, Kathy Fortman, heeft de Amerikaanse nationaliteit en heeft ervaring binnen de voedingsingrediëntenhandel, waaronder verschillende functies bij Dupont, Cargill, Friesland Campina (als president van de ingrediënten business) en meest recentelijk als president van International Flavors & Fragrances, een Amerikaans bedrijf met een omzet van zes miljard dollar in smaak- en voedingsingrediënten. Haar kennis en ervaring van de Noord- Amerikaanse markt en haar netwerk maakt haar de ideale persoon om daar een 'tweede' Catz International op te zetten, autonoom dan wel via een acquisitie.

16. De correlatie tussen commodity prijzen en de winst per aandeel

Uit de (half) jaarrapporten van Acomo komt sterk naar voren dat de handelsresultaten van Catz International afhankelijk zijn van het prijsniveau en de volatiliteit in de prijzen van *soft commodities* waarin wordt gehandeld, voornamelijk peper en nootmuskaat. Ook is het bekend dat Catz, zeker voor de Tradin acquisitie, de belangrijkste bijdrage levert aan de totale winst van Acomo. Theoretisch gezien zou de volatiliteit in de commodity prijzen dus een forse impact moeten hebben

op de groepswinst. Om dit te testen is in de volgende grafiek de winst per aandeel afgezet tegen de prijs van peper in kilo's.



Een aantal zaken valt op. De prijs van peper lijkt op basis van deze grafiek te zijn gebodemd in 2020 en heeft sindsdien de weg naar boven gevonden. Toch ligt de huidige prijs van \$ 3.00 per Kg nog ver onder de 2015 piek prijs van \$ 9.55 per Kg.

Nog belangrijker is de op het oog hoge positieve correlatie tussen enerzijds de peperprijs en anderzijds de winst per aandeel Acomo.

Het lijkt erop dat de handelaren van Acomo goed zicht hebben op toekomstige prijsontwikkelingen en daardoor perfect kunnen profiteren van een stijgende prijs door zelf de voorraden te verhogen tegen de op dat moment lager geldende prijzen. De hogere voorraden en het hogere werkkapitaal aan het eind van de eerste helft van dit jaar zien wij dan ook eerder als positief. Ook een hoge prijsvolatiliteit stelt de teams van Catz International in staat om hun kennis en kunde te bewijzen en hogere winsten te behalen. De in 2016 ingezette langdurige prijsdaling daarentegen blijkt geen tot weinig negatieve invloed te hebben gehad op de winst per aandeel.

Mede als gevolg van een sterk stijgende peperprijs (+50%) leverde Catz in de eerste zes maanden van dit jaar een recordwinst, wat nogmaals de positieve correlatie tussen de twee bevestigt.

Wij hebben geen mening over de toekomstige prijsvorming van peper maar merken wel op dat het er sterk op lijkt dat de prijsbodem is verlaten en dat wij daarom verwachten dat Catz sterk zal gaan profiteren van de huidige positieve stijgende trend. Ook een sterke daling in de peperprijs zou op dit moment moeten resulteren in een goed handelsresultaat vanwege de historisch uitstekende resultaten van het Catz handelsteam in volatiele markten.

17. SWOT-analyse

Strengths - **Concurrentievoordelen**

- Toonaangevende marktpartij in de wereldhandel in *soft commodities* zonder officiële termijnhandel-noteringen
- Zeer ervaren handelsteams
- Asset-light verdienmodel
- IJzersterke balans
- Voorloper op ESG-gebied

Weaknesses - **Concurrentienadelen**

- Nauwelijks autonome groeimogelijkheden
- Structurele overschot-/tekortsituaties op deelmarkten
- Het uitblijven van voldoende prijsvolatiliteit gedurende een langere periode
- Potentiële individuele klantenrisico's (waaronder faillissementsrisico)
- Gevoelig voor valutakoersschommelingen
- Geen actief IR-beleid

Opportunities - **Kansen**

- Toenemende aandacht voor gezond eten (waaronder noten)
- Toenemende aandacht voor ESG
- Consolidatie in de sector
- Actief IR-beleid
- Greenfield operaties

Threats - **Bedreigingen**

- Voedselveiligheid, uitbraak van ziektes
- Een vertrek van ervaren handelsteams
- Klimatologische factoren die tot het mislukken van oogsten kunnen leiden
- Het foutief inschatten van handelsposities
- Een sterke daling van de US-dollarkoers
- Geopolitiek en landen risico

18. Het aandeel Acomo



De waardering van het aandeel Acomo is de laatste jaren teruggevallen van een groeiaandeel naar een rendementsaandeel. Uit het track record van pagina 23 blijkt dat de winstgevendheid zich sinds 2014 stabiliseert. De beurskoers van het aandeel wist nog tot medio 2017 de premie-waardering vast te houden toen een *all time high* niveau van € 29,35 (19 juni 2017) werd genoteerd. Ofschoon de kwaliteit van de gerealiseerde winstcijfers vanaf 2014 zonder meer het predikaat ruim voldoende verdient, is van groei echter geen sprake meer geweest. De performance van het aandeel Acomo is nadien ook als teleurstellend te kwalificeren. De huidige beurskoers van € 24,- ligt 18% onder het vier jaar geleden bereikte hoogste niveau. De huidige waardering detoneert overigens niet wanneer de *peer group analysis* op pagina 33 wordt gezien. De weinige analisten (drie) die het aandeel volgen, menen dat deze waardering in beginsel voldoende is en weinig ruimte laat voor een aanzienlijk hoger koersdoel.

De overname van Tradin heeft het groeiperspectief van Acomo echter beduidend verbeterd. Wij voorzien, mits de overname op professionele wijze in de Acomo Groep kan worden geïntegreerd, een terugkeer naar de periode 2010-2015. Naar winstgroei dus! Op basis van de huidige aannames lijkt een jaarlijkse winstgroei van circa 5% niet te hoog gegrepen. Omdat het management heeft toegezegd vanaf 2022 de dividendbetaling te zullen hervatten, verschijnt het vertrouwde rendementsaspect eveneens weer aan de horizon. Indien Acomo terug zou keren naar een *pay-out* percentage van 80%, bedraagt bij een verwachte winst per aandeel 2021 van € 2,00 het dividendrendement alsdan een kloeke 7%.

Een koerswinstverhouding van tenminste 15 keer de verwachte winst weerspiegelt naar onzes inziens een juiste afspiegeling van de uitstekende halfjaarresultaten en de goede vooruitzichten. Op basis van een *peer group* en som-der-delen analyse zou de fair value uitkomen op circa € 35 per aandeel. Er zit dus voor ons als lange termijn aandeelhouder nog voldoende opwaarts koerspotentieel in het vat!

19. Conclusie

Acomo heeft veel moois te bieden. De brugfunctie tussen leveranciers (producenten uit oorspronglanden) en afnemers (ondernemingen uit de Fast Moving Consumer Industry) wordt al decennialang uiterst succesvol vervuld. Dit heeft Acomo een eerste klas reputatie opgeleverd. Op het gebied van ESG heeft het ervaren management bewezen tijdig te anticiperen op nieuwe vereisten waar het onder andere de voedselveiligheid en contractzekerheid betreft.

Het Bestuur van Acomo opereert doorgaans op behoudende wijze. Met name de criteria om acquisities te doen zijn daarom streng. In een uiterst competitief M&A-landschap is Acomo er recent eindelijk in geslaagd om de bescheiden autonome groei van het kernbedrijf aan te jagen door een aansprekende grote winst versnellende overname te doen.

Als actieve en betrokken lange termijn aandeelhouder hebben wij nuttig gebruik gemaakt van de onderhandse plaatsing tegen € 19,50 per aandeel om de overname van Tradin mede mogelijk te maken. Zoals uit de halfjaarcijfers is gebleken heeft de overname van Tradin beter uitgedaan dan vooraf was voorzien. Daarnaast realiseerde Catz International, de belangrijkste werkmaatschappij actief in specerijen & noten, een recordwinst.

Naar verwachting zal Acomo dit jaar nagenoeg een winstverdubbeling realiseren.

De uitstekende resultaten en de hoge winstgroei zijn echter nog niet terug te zien in de huidige beurswaardering. Op basis van onze verschillende diepgaande analyses noteert het aandeel met een significante discount van 30% tot 37% ten opzichte van de som-der-delen en de *peer group*.

Dit komt mede door een passief *investor relations* beleid en kwalitatief matige *sell-side research coverage*. Wij gaan er echter vanuit dat onder leiding van de nieuwe CEO meer aan *investor relations* zal worden gedaan en dat een *re-rating* van het aandeel aanstaande is.

Een Capital Market Days, desinvesteringen, inkoop eigen aandelen en hervatting van het dividend zouden dit proces kunnen versnellen.

Daarnaast verwachten wij dat Acomo's handelsinkomsten op korte termijn zullen gaan profiteren van weer stijgende *commodity* prijzen van met name peper en noten.

Een stijging van het aandeel Acomo richting ons koersdoel van € 35, naar onze verwachting voor eind 2022, zal er in resulteren dat het bedrijf de € 1 miljard beurswaarde zal gaan passeren.

Hierdoor komt het bedrijf ook op het radarscherm bij grotere buitenlandse beleggers en zullen meer analisten het aandeel gaan volgen. Dit zal een positieve impact hebben op de beurswaardering en de liquiditeit van het aandeel.

Op termijn, over drie tot vijf jaar, zou Acomo alsdan een omvang moeten hebben van circa € 1,5 miljard beurswaarde.

Overige informatie, disclaimer & methodologie

Deze Investment Case is door de onderneming gecontroleerd op feitelijke onjuistheden en fouten. De analyse en taxaties van deze Investment Case zijn opgesteld door het beheerteam van de Beheerder Add Value Fund Management B.V. De leden van het beheerteam hebben door het participeren in Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.

Amsterdam, 31 augustus 2021

Voor aanvullende informatie kunt u contact opnemen met:

Add Value Fund Management B.V.

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

T +31 20 570 3057

E info@avfm.nl

W addvaluefund.nl

Disclaimer

Deze publicatie is een Investment Case. Add Value Fund Management B.V. is de producent van deze publicatie ten behoeve van de voorlichting van de (potentiële) aandeelhouders in Add Value Fund, dat wordt beheerd door Add Value Fund Management B.V. De kwalitatieve en kwantitatieve standpunten in deze publicatie zijn de weergave van de visie van de fondsbeheerders. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financiële titel en moet evenmin worden beschouwd als een beleggingsadvies. Dit verslag is gebaseerd op informatie die Add Value Fund Management B.V. betrouwbaar acht, maar garandeert niet dat deze informatie juist en/of volledig is, zodat op de inhoud van deze publicatie niet als zodanig mag worden vertrouwd.

De meningen in de Investment Case zijn een weergave van de huidige visie van Add Value Fund Management B.V. op de datum van het verschijnen van deze publicatie. Deze Investment Case is opgesteld zonder rekening te houden met de individuele situatie en doelstellingen van de personen die de Investment Case ontvangen. Add Value Fund Management B.V. aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

Methodologie

Add Value Fund Management B.V. geeft geen koop- of verkoopaanbevelingen ten aanzien van de in de Investment Case besproken ondernemingen, maar belicht slechts in kwalitatieve zin de sterke en zwakke punten van deze ondernemingen. Add Value Fund Management B.V. beoogt met de Investment Case tot een juiste waardering van de besproken ondernemingen te komen, daarbij gebruik makend van verschillende aannames en onder verschillende scenario's. De Investment Cases zijn uitsluitend bedoeld om (potentiële) aandeelhouders in Add Value Fund te voorzien van grondige analyses die dienen als een onderbouwing van het beleggingsbeleid van Add Value Fund Management B.V. in het kader van Add Value Fund.