



SIPEF

Sipef is een Belgische agro-industriële onderneming. Het bedrijf houdt voornamelijk meerderheidsparticipaties in tropische plantages die ze zelf beheert en exploiteert. De plantages bevinden zich in Indonesië, Papoea-Nieuw-Guinea en Ivoorkust. Sipef is vooral actief in zachte grondstoffen zoals palmolie, rubber, thee en bananen. Bovendien is Sipef actief in de verzekeringssector via de verzekeringsgroep BDM NV ASCO NV, die zich focust op maritieme en industriële verzekeringen.

REISVERSLAG SIPEF PLANTAGEBEZOEK INDONESIË

We gingen van 21 tot en met 25 april 2016 met Sipef naar hun plantages in Indonesië. We startten onze trip met een bezoek aan de [rubberplantages van Bandar Pinang](#). Vervolgens gingen we naar de [palmolieplantages van Bukit Maradja](#) en van [Kerasaan](#). De Sipef toer werd afgesloten met een bezoek aan de [theeplantages van Cibuni Tea Estate](#).

De Sipef-groep heeft 14 palmolie- en rubberplantages in Indonesië (op het eiland Sumatra) en 2 in Papoea-Nieuw Guinea. In totaal heeft Sipef 70.346 beplante hectare in tropische landbouw. Indien je de percentages toepast die ze in elke dochteronderneming hebben (ze hebben niet overal 100%) dan is het aandeel van de groep 55.935 beplante hectare (waarvan 68,6% in Indonesië). Met 55k hectare behoort Sipef tot de kleinere genoteerde spelers in de wereld. Het is vergelijkbaar met Anglo Eastern Plantations (62k ha). We hadden trouwens ook een gesprek met Dato' John Lim en de heer Chua in Medan.

In 2015 behaalde Sipef uit tropische landbouw een geconsolideerde omzet van 210,7 miljoen usd, waarvan 88,3 % afkomstig uit palmolie, 7,5% uit rubber, 7,2% uit bananen en 3,5% uit thee. Door de lage rubberprijzen in 2015 was de rubberdivisie verlieslatend, net zoals de meeste rubberproducenten. Doordat alle landbouwgewassen in 2015 met lagere prijzen te kampen hadden daalde de nettowinst van Sipef van 48,967 miljoen usd naar 19,226 miljoen usd. De netto schuldpositie van Sipef nam toe tot meer dan 50 miljoen usd. Een studie van een Belgisch beurshuis vermeldde dat een kapitaalverhoging kan overwogen worden om verder uit te breiden. Als er zich een externe groei-opportunititeit voordoet kan dit gepaard gaan met een beroep te doen op de beurs (waarbij Ackermans & van Haaren vermoedelijk zal volgen). Volgens CFO Johan Nelis worden er de laatste maanden heel wat dossiers aangeboden. Het is niet ondenkbaar dat MP Evans (23k ha) terug in het vizier komt, na de volledige verkoop van hun veeteeltactiviteiten in Australië. REA Holdings (35k ha) is vandaag te duur door hun hoge schuldpositie. Sipef wil nog steeds op lange termijn een beplant areaal bereiken van 100.000 hectare (aandeel van de groep). Organisch denkt men het areaal te kunnen verhogen tot circa 70k ha tegen 2025.

Op lange termijn blijft een palmolieplantage een goede investering. In de volgende 40 jaar moet er evenveel voeding geproduceerd worden als in de afgelopen 10.000 jaar. Volgens de Verenigde Naties zal de wereldbevolking toenemen van de huidige 7,35 miljard naar 9,7 miljard in 2050 en naar 11,2 miljard in 2100. Dit zal een grote impact hebben op de vraag naar voeding. Een rijzende middenklasse in de groei landen leidt tot veranderende eetgewoontes (men zal meer vlees eten). Bovendien wordt het beschikbaar landbouwareaal schaarser. India is nu reeds de grootste individuele consument van palmolie en de vraag zal hier de volgende decennia nog fors toenemen, net als in vele andere emerging markets. De laatste 10 à 15 jaar wordt de vraag ook ondersteund door de biodiesel. Echter het

afgelopen jaar kreeg dit wel een tik door de fors gedaalde olieprijs. Maar door de toegenomen subsidies in onder meer Maleisië en Indonesië blijft de vraag naar biodiesel enigszins ondersteund. Deze landen subsidiëren liever hun eigen industrie (86% van de palmolieproductie in de wereld komt immers van deze twee landen), dan olie te moeten invoeren waarbij deze oliedollars het land uitstromen.

Ook meststoffen en drinkwater worden schaarser en op termijn vermoedelijk duurder. Industriële landbouw wordt meer en meer een noodzaak om aan de toekomstige vraag te voldoen. Bovendien kan zij de nodige kapitaalverschaffers aantrekken.

Sipef produceert enkel gecertificeerde en duurzame palmolie. Wereldwijd wordt slechts 21% op deze manier geproduceerd.

Bukit Maradja (2500 ha beplant)

Op deze plantage bezochten we de kweektuin, waar jonge oliepalmen gekweekt worden. Doel is om zoveel mogelijk uniforme planten te kweken die gelijkmatig groeien en een zo hoog mogelijke return geven over hun levenscyclus van circa 25 jaar. Seedlings (jonge plantjes) blijven 12 maand in de kweektuin om vervolgens in het veld te worden geplant. Men rekent op 180 zaden om uiteindelijk 143 palmbomen te kunnen planten per hectare. Vandaag worden zaden geplant die al na 24 maanden kunnen geoogst worden. We zagen heel veel percelen met Socfin-zaden. Socfin is samen met London Sumatra (onderdeel van Indofood/First Pacific) één van de grootste producenten van oliepalmzaden ter wereld. Een groot probleem die vele plantages (waaronder ook Sipef in Noord-Sumatra) hebben is ganoderma. Dit is een schimmelziekte die vooral oudere bomen aantast (die de binnenkant rot maakt) en de sapdoorstroming afsnijdt. Als de fungus zich langs de buitenkant manifesteert dan is de boom bijna dood. Deze worden met rode stippen gemarkeerd. Als hij drie of vier bollen heeft moet hij gerooid worden. Daarna blijft die plek idealiter 12 tot 24 maanden braak liggen om de schimmel uit te roeien. Indien er minder dan 70 van de 143 bomen overblijven gaat men over tot herplanting. De afgelopen jaren herplante men veel met ganoderma tolerante zaden van Socfindo. Sipef hoopt dat die zaden zullen doen wat er door Socfindo beloofd werd.



Patrick Millemcam en de CFO van Sipef, Johan Nelis

We zagen hoe de plukkers de verse palmvruchten van de bomen haalden. Een plukker behaalt een gemiddeld rendement van 1700 à 2500 kilogram per dag; hiervoor krijgt hij een dagloon tussen 8 en 10 USD. Oudere palmbomen zijn moeilijker te oogsten omdat ze veel hoger zijn; hier zijn de rendementen tussen 1400 en 2500 kg per dag per oogster. Tussen 23 en 25 jaar oud worden palmbomen neergehaald (met een bulldozer worden ze omver geduwd zodat de wortel ermee uitkomt) als hun rendement daalt onder 18 ton FFB per ha per jaar. Jonge bomen kunnen dit relatief snel inhalen (na 2 jaar) omdat ze ook ongeveer 18 ton FFB per jaar per ha



Thomas Decrop - Relatiebeheerder Value Square

produceren. We zagen hoe de FFB (Fresh Fruit Bunches) op de vrachtwagens geladen werden, hoe ze gelost werden in de fabriek. We waren tevens getuige van het volledige verwerkingsproces.

Deze plantage heeft zijn eigen elektriciteitsopwekking (waarbij de vezels en de omhulsels van de palmpit gebruikt worden als brandstof).

PT Kerasaan (2362 ha)

We gingen ook op bezoek op de plantage van PT Kerasaan (Sipef 57% / Mp Evans 38%) en konden vaststellen dat er dezelfde discipline en praktijken werden toegepast. Hier werd dieper ingegaan op de vele sociale aspecten van het runnen van een palmolieplantage. We konden met eigen ogen vaststellen dat Sipef hier ongelooflijk goed werk levert.

Sipef probeert ook zelf om de productiviteit van zijn palmbomen te verhogen. Daartoe vormde het een joint-venture met Biosing (ex research team van London Sumatra) en New Britain Palm Oil (overgenomen door Sime Darby), Verdant Bioscience genoemd. Doel is om 500 hectare (rubber) ter beschikking te stellen en dit perceel om te vormen tot een research center.



Bandar Pinang (973 ha)

Rubber is een zeer cyclische business. Het grootste percentage (69%) van de vraag naar natuurrubber gaat naar banden (auto's, vrachtwagens). 75% van de vraag komt uit Azië (38% China, 8% India en 27% rest van Azië). De belangrijkste producenten zijn Thailand (35%), Indonesië (25%) en 9% Vietnam. Rubber vergt een zeer intensieve kweekmethode. Er zijn 6000 zaden nodig om 1 hectare te beplanten met 550 zaailingen. Op de foto zien we een man de rubberplantjes ent.

De jonge zaailingen blijven 8 à 9 maanden in de kweektuin vooraleer ze worden uitgezet in het veld. Na 4 jaar kunnen jonge rubberbomen voor het eerst getapt worden. We zagen diverse keren hoe jonge en oudere bomen getapt werden. Jonge rubberplantages behalen rendementen tot 2 ton per ha. Wanneer het rendement bij oudere bomen (meestal van 25 jaar) daalt onder 1 ton is deze rijp om gerooid te worden.

We zagen hoe zowel jonge als heel oude bomen getapt werden.

Nadien bezochten we de rubberfabriek.





CEO Sipef, François Van Hoydonck met Patrick Millecam

Cibuni Tea Estate (2052 ha, waarvan 1777 beplant)

Deze theeplantage werd opgericht door de Belgische familie Decker in 1902. In Indonesië (Java) is dit de grootste plantage in private handen. Er werken ongeveer 2500 werknemers. Theestruiken gaan ongeveer 80 à 90 jaar mee. In Cibuni wordt enkel zwarte thee gecultiveerd; deze is gefermenteerd (in tegenstelling tot groene thee). Er zijn twee soorten zwarte thee : CTC (cut-tear-curl) gebruikt in theezakjes (zoals Lipton thee) of de Orthodoxe thee (enkel grote volle bladeren).

We bezochten de kweektuinen waar jonge theeplantjes verplant worden tot ze 8 maanden oud zijn, waarna ze in het veld kunnen geplaatst worden. Voor thee heb je 11.900 plantjes nodig per hectare (in vgl met 550 voor rubber en 143 voor palmolie). Om de ideale lichtinval te krijgen worden er schaduwbomen in de theevelden geplaatst. Gedurende de eerste 3 jaren zijn de theestruiken immatuur. In het vierde jaar kan er geplukt worden.

We zagen vele theepickers aan het werk (in de gietende regen). Bij Sipef teelt men enkel hoogwaardige theesoorten. Om deze hoge kwaliteit te bekomen wordt er enkel met de hand geplukt. Hiervoor krijgt men een hogere prijs. De productiekost ligt natuurlijk een heel pak hoger. De loonkosten bedragen in Cibuni 45% van de omzet. De lonen stijgen jaarlijks met zo'n 10 pct. De verkoopprijs bedraagt circa 2,5 USD per kg. De theeprijs zou jaarlijks



met zo'n 8 à 10 USD cent per kilo moeten toenemen om de stijgende loonkost te compenseren. Echter door de muntontwaarding van de Indonesische rupiah werd het negatief loonaspect grotendeels geneutraliseerd (tot nu toe). Men probeert de rendabiliteit te verhogen door de productiviteit per

werknemer te verhogen; het aantal geplukte kilo per werknemer moet omhoog. Belangrijk bij de aanleg van de Cibuni theeplantages zijn de “tafels”. Die moeten zo egaal mogelijk zijn en liefst zo weinig mogelijk ruimte tussen de struiken openlaten. Bij vele staatsplantages gebruikt men maaimachines (soort grasmachine gedragen door 2 mensen), maar dit heeft als nadeel dat er dan gangen moeten gemaakt worden, wat dan weer leidt tot minder beplante oppervlaktes (anderzijds wel mooie beelden).



Theeplukkers zijn in staat om met de hand tussen 20 en 30 kg per dag te plukken als ze 7 uur per dag aan de slag zijn. Er is ongeveer 8,5 gram theeblaadjes nodig voor een theebuiltje van 1,7 gram. Het duurt dus ongeveer 8,6 seconden vooraleer een theeplukker uw kop thee gevuld heeft.



Als we de resultaten van de thee in de totale Sipef groep evalueren, dan moeten we constateren dat er in deze business teveel managementtijd kruipt om dit op lange termijn aan te houden. Volgens onze inzichten zou het management beter deze activiteit verkopen. Echter men zal er maar een goede prijs van kunnen krijgen als men erin slaagt de certificeringen die men heeft te gelde te maken. Hiervoor zou men moeten kunnen doordringen in het Midden-Oosten waar men een hogere verkoopprijs kan bekomen. Vandaag belevert Cibuni enkel Afghanistan en Pakistan.

Sipef gaf ook een kwartaalupdate per 31/3/2016. De palmolieproductie steeg met bijna 10% tot 66.447 ton, rubber daalde met 8,9% tot 2.588 ton. De

theeproductie ging met 7% hoger en de bananen gingen in tonnage met 4,16% achteruit. El Nino heeft ook bij Sipef wel degelijk toegeslaan. De meer mature plantages uit de Tolan Tiga groep in Noord-Sumatra zagen hun tonnage dalen met 3,3%. In Bengkulu stegen deze dan weer met 2,8%, terwijl de jonge plantage UMW/TUM in de maturiteitsfase komt en hierdoor de productie met 53,7% ziet stijgen. Het management denkt dat de palmolieproductie de komende maanden zal verder stijgen. Voor de palmoliemarkt in zijn geheel denkt het management dat de productie in zijn geheel zwak zal blijven tot de zomer door El Nino. Het is nog te vroeg om in te schatten of er een La Nina zal komen (omgekeerd weersfenomeen met i.p.v. hoge droogte, overvloedige regenval). Sipef verkocht reeds 39% van de totale verwachte jaarproductie aan 681 USD per ton CIF Rotterdam (wat 92 USD lager is dan vorig jaar). Vermits de huidige prijs hoger ligt zal ook de gemiddelde verkoopprijs verder stijgen. Voor rubber verkocht Sipef reeds 49% van de jaarproductie aan een 20% lagere prijs dan in dezelfde periode van 2015. En tenslotte werd 42% van de theeproductie verkocht aan een gemiddeld 25% hogere prijs. Door de recente evolutie van de prijzen de afgelopen maanden en de hogere productievolumes is het management nu iets positiever voor de jaarwinst dan voorheen. Men verwacht nu een winst in lijn met het resultaat van 2015. De productie van FFB's zou moeten kunnen toenemen van 290.000 ton naar 300.000 ton.

Advies

Traditioneel waarderen we de plantagebedrijven op basis van hun beplante areaal door de ondernemingswaarde af te zetten tegenover de aangeplante hectares. Voor Sipef staat deze teller momenteel op 9.421 USD. Dit is een pak meer dan Anglo Eastern Plantations en Socfinaf. Sipef verdient echter een hogere waardering dankzij het uitstekende management en de hoge normen op het vlak van corporate governance, RSPO, Rain Forrest Alliance, ISO 9001, enz. Bovendien zou elke plantagegroep minstens aan 10.000 USD ondernemingswaarde per beplante hectare mogen noteren (dit is immers de kost van een greenfield (kost om plantage van scratch op te starten)). Ons koersdoel voor Sipef ligt op 58,8 euro.

© VALUE SQUARE ASSET MANAGEMENT

Disclosure

Deze tekst kan analyses van bedrijven, marktinformatie of financiële informatie bevatten maar mag geenszins worden gezien als een specifiek of persoonlijk beleggingsadvies. Voor een persoonlijk advies dient u altijd contact op te nemen met uw relatiebeheerder. De informatie die u langs deze weg ter beschikking wordt gesteld is niet opgesteld overeenkomstig de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied. Eventuele aanbevelingen zijn derhalve niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen. Deze informatie geeft enkel de analyse weer van het asset management van Value Square op de daarin weergegeven datum. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van dergelijke informatie kan niet worden gegarandeerd. De informatie kan ook op elk ogenblik wijzigen. Vroegere rendementen bieden geen enkele garantie op toekomstig rendement.

Copyright

U mag deze informatie alleen afdrucken of opslaan op een elektronische drager voor uw persoonlijk gebruik. U mag de informatie, inclusief Disclaimer en Copyright, niet wijzigen of deels verwijderen. Voor elk publiek of commercieel gebruik dient vooraf de schriftelijke toestemming van Value Square te worden bekomen.