



Bolero



TOPIC

Bedreigingen voedingsdistributeurs hebben veel gezichten

06 juni 2017
DOOR KBC ASSET MANAGEMENT



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintrodactie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loop nemen.

De Amerikaanse retailers staan onder druk: winkels moeten sluiten en winkelcentra worstelen met een toenemende leegstand. De voorbije weken regende het kwartaalcijfers die (ver) onder de verwachting bleven. Een enkele uitzondering niet te na gesproken, werd in de toelichting bij de cijfers niet zelden naar e-commerce verwezen en dan meer in het bijzonder naar Amazon.com. Die laatste waagt zich tegenwoordig namelijk steeds dieper op het domein van de voedingsverdelers, een sector die tot dusver grotendeels immuun was voor de dreiging van de digitale klant. Maar die tijd lijkt voorbij. En er pakken nog meer donkere wolken samen boven de sector. Aan beide kanten van de Atlantische oceaan.

1. Het gevaar komt (niet alleen) uit Duitsland

- Voeding wordt overal beschikbaar
- Voedingsaankopen zijn geen wekelijkse activiteit meer
- Amazon heeft honger

2. De mening van KBC

- Interview met Nathalie Bally

3. Verschillende retailmarkten

- Frankrijk: uitdagende marktomstandigheden, vooral voor hypermarkten
- Verenigd Koninkrijk: voorzichtigheid troef
- Verenigde Staten: weg van voedingsdeflatie

4. Ahold Delhaize in de aanbieding

1. Het gevaar komt (niet alleen) uit Duitsland

Met agressieve winkelopeningen bouwde Aldi zich de voorbije jaren al een weg naar de portefeuille van de Amerikaanse klant en de retailer heeft nu zelfs een envelop klaarliggen van 1,6 miljard dollar voor de opening van 400 nieuwe winkels en de herinrichting van 1.300 bestaande winkels tegen 2018. De jongste tijd krijgt Aldi het gezelschap van landgenoot Lidl die ook aan een fors expansieprogramma werkt. Europese voedingsretailers weten ondertussen wat dat betekent: prijsdruk. Beide hard discounters mikken in de VS duidelijk op Wal-Mart, die zich sterk maakt de laagste prijzen aan te bieden. Opgejaagd door de Duitsers zullen die prijzen ongetwijfeld nog scherper gesteld worden. En als de grote jongens op de prijzen gaan staan, dan moeten de kleine volgen. Bye bye rendabiliteit dus.

Prijsdruk is evenwel slechts één van de bedreigingen die door Bloomberg op een rij worden gezet. Dit zijn er enkele andere:

- **Voeding wordt overal beschikbaar:**
Nagenoeg elke niet-voeding retailer die de voorbije weken cijfers bekendmaakte, kijkt in de richting van e-commerce om de tegenvallende cijfers te verklaren. Voeding bleef daar tot dusver van gespaard. In de VS wordt ongeveer 1% van de 1.500 miljard dollar door de sector omgezet via online kanalen. Die vaststelling heeft steeds meer winkels, ook diegene die eerder geen voeding in hun assortiment hadden, ertoe aangezet om ook op dit domein actief te worden. Voeding zorgt immers voor extra klanten over de vloer en die zorgen op hun beurt voor extra verkopen. Ook buiten voeding.
- **Voedingsaankopen zijn geen wekelijkse activiteit meer**
Traditioneel trokken heel wat Amerikanen één keer per week naar een supermarkt om er hun inkopen te doen voor de volledige week. Dat is steeds minder het geval. Onder meer door de toegenomen vraag naar verse voeding wordt een bezoek aan de supermarkt aangevuld met thuisleveringen van maaltijdpakketten (Blue Apron), inkopen bij een lokale groenteboer,... Resultaat: het wekelijkse mandje wordt kleiner en dat laat zich voelen bij de voedingsdistributeurs.
- **Amazon heeft honger**
Amazon.com is via zijn online platform al zo'n 10 jaar actief op de voedingsmarkt, maar tot dusver met wisselend succes. Sinds kort gooit de groep het evenwel over een andere boeg en opende winkels waar geëxperimenteerd wordt met drive-in. Met het hybride winkelmodel wil de groep het beste van twee werelden combineren. Het is trouwens niet toevallig dat Amazon.com zich vorig jaar een plaats in de top 10 van de grootste retailers ter wereld wist te veroveren.

De mening van KBC

Ook de analisten van KBC Asset Management zijn niet bijster positief over de sector. En wel om volgende redenen:

- **Zwakke prestatie** van de sector op korte en lange termijn, vooral over de voorbije 10 jaar.
- Er blijft een groot verschil wat waardering betreft ten opzichte van de andere spelers binnen de staples industrie, maar vanuit historisch oogpunt lijkt de sector **nog niet goedkoop**.
- **De concurrentiedruk** blijft groot in veel landen.
- Vooral in het VK worden de voedingsretailers stevig getroffen door de **discounters**, met druk op de marges tot gevolg.
- **Lage inflatie** en **lage volumegroei** zijn traditioneel geen gunstige combinatie voor voedingsretailers die geconfronteerd worden met een groei van de operationele kosten die hoger is dan de omzetgroei, met opnieuw margedruk tot gevolg.
- De klemtoon ligt op **kostenbeheersing**, niet om de marges te verhogen, maar om die vast te houden.

Ondertussen bij Amazon.com

Met de hete adem van Amazon.com in de nek zetten klassieke retailers alle zeilen bij om hun e-commerce activiteiten te ontwikkelen, uit te breiden of te versnellen. Amazon.com zelf kijkt ondertussen de andere richting uit en opende eind mei zijn eerste echte 'brick-and-mortar' winkel. De primeur was voorbehouden voor, hoe kan het ook anders, New York City. Klanten kunnen er (voorlopig) enkel terecht voor boeken en wat elektronica, maar met de eerste teen in het water maken collega's in de voedingsdistributie best ook de borst nat.

KBC Asset Management is al langer overtuigd van het potentieel van de groep en hanteert een koopadvies, onder meer te danken aan de cloud-activiteiten die in snel tempo voor groei zorgen.

Food Inflation: de sleutel tot food retail

Een belangrijke factor om in de gaten te houden bij voedingsretailers is de zogeheten food inflation, de mate waarin de prijzen voor voeding stijgen.

Theoretisch gezien heeft food inflation twee belangrijke voordelen:

- Als retailers hun brutomarge in procent constant kunnen houden, dan stijgt hun absolute brutowinst gelijk met de inflatie omdat volumes meestal weinig prijselastisch zijn.
- In een periode van gewone inflatie (+/-2%) stijgen de operationele kosten minder snel en dat geeft de bedrijfswinstmarge een duwtje in de rug.

Dat is evenwel theorie, want in de praktijk is het niet altijd even gemakkelijk om de prijsinflatie aan de klant door te rekenen. Veel hangt af van de concurrentie en van de toestand van de consument. Als de inflatie over een lange periode sneller stijgt dan het inkomen van de consumenten, dan zal ook dit een impact hebben op de volumegroei. In een periode van lage inflatie is volumegroei en/of kostenvermindering nodig om de marge te handhaven.

Interview met Nathalie Bally, sectoranalist KBC Asset Management

Hoe is de Europese sector van voedingsretailers eraan toe?

We zijn voorzichtig voor de sector, onder meer door de hevige concurrentie. Veel discounters hebben de weg gevonden naar de consument, maar belangrijker nog, steeds meer consumenten hebben ook hun weg naar de discounters gevonden. Grotere en traditionelere spelers hebben daardoor ook steeds meer de prijzen moeten verlagen. Daarnaast is er sprake van een zeer lage volumegroei en in combinatie met de zeer lage inflatie betekent dit dat de marges continu onder druk staan. Er wordt nu weliswaar weer wat inflatie verwacht, zowel bij ons als in de VS, maar de vraag is of en in hoeverre die zal kunnen worden doorgerekend aan de klant. Momenteel zien we dat grote spelers vooral heel sterk inzetten op kostenbesparingen om hun marges te kunnen bewaren. Niet om die te verbeteren, want daar komen ze zelfs niet toe. Naast marges is er ook op het niveau van de groei weinig ruimte voor enthousiasme. Die blijft immers zeer laag. Het is een markt die meegaat met de demografische groei en dat betekent dat slechts een volumegroei van 1 à 2% te verwachten is. Ook op het niveau van de concurrentie zit er weinig beterschap in. Naast de discounters krijgt de sector immers ook in toenemende mate met online concurrentie af te rekenen.

Is e-commerce enkel een bedreiging of ook een opportuniteit?

Vandaag biedt Amazon.com in het VK al verse voeding aan, maar onder meer Tesco heeft de komst van de Amerikanen niet afgewacht en investeert ondertussen al enkele jaren fors in zijn digitaal aanbod. En met succes, want de groep heeft hiermee een stevige marktpositie verworven. In andere landen zien we een gelijkaardige beweging, bijvoorbeeld in Frankrijk waar Leclerc al een stevige e-commercepoot heeft en Carrefour met wat vertraging aan een inhaalbeweging is begonnen. En het verhaal van Bol.com kennen we ondertussen allemaal. Het is natuurlijk nog allemaal zeer beperkt en we mogen ons niet blind staren op de groeicijfers, want die zijn nog altijd gebaseerd op een zeer bescheiden vergelijkbare basis. Onder meer door die kleine omvang is de winstgevendheid van de activiteiten voor de meeste spelers nog steeds ver te zoeken. Hoe dat zich in de toekomst verder zal ontwikkelen is ook nog bijzonder onzeker. Consolidatie in de markt is in dit verband zeker niet uit te sluiten. Een beetje naar analogie met de aankoopcentrales die verschillende supermarktgroepen hebben opgesteld om schaalvoordelen te realiseren, is het zeker niet uitgesloten dat ook op e-commerce de krachten worden

gebundeld en de kosten gedeeld. In het VK is er trouwens al een akkoord tussen Morrisson en Amazon.com.

Zien we in deze evolutie niet de impact van de vergrijzing over het hoofd?

Die heeft vooral een impact op het formaat van de winkels. Zo is vandaag al duidelijk dat het succes van de hypermarkten afneemt, terwijl de kleinere formaten aan belang winnen. In de meeste gevallen zijn die dichterbij de consument en die gaat er ook meer dan één keer per week zijn boodschappen. Wat het e-commerceverhaal betreft, biedt de vergrijzing ook zeker kansen. Denk bijvoorbeeld aan de leveringen aan huis. Enkele schuchtere pogingen niet te na gesproken, is hier voor de meeste voedingsretailers wel nog een hele weg af te leggen. Trouwens, niet alleen vergrijzing verzekert de toekomst van de klassieke voedingswinkel. Ook millennials gaan er nog graag langs, vooral dan voor verse voeding. Het moeilijke parcours dat de Britse e-tailer Ocado heeft afgelegd, bewijst trouwens dat de markt voldoende rijp moet zijn voor een bepaald concept.

De rode draad door de bedreigingen voor de sector lijkt echter vooral prijsdruk te zijn.

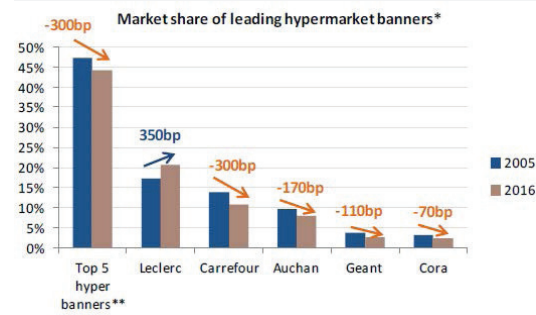
De intrede van de discounters heeft een heel belangrijke rol gespeeld, samen met de economische crisis die het beschikbare inkomen van de consument onder druk heeft gezet. Dat heeft de tendens naar lagere prijzen versterkt, maar tegelijkertijd hebben discounters hard gewerkt aan hun kwaliteit en assortiment waardoor ze het label van hard discounter van zich af konden schudden en een breder publiek aan wisten te spreken. Het is moeilijk te voorspellen hoe ver het marktaandeel van discounters kan gaan, al zien we in Frankrijk bijvoorbeeld wel dat op zo'n 15% een piek werd bereikt en het marktaandeel wat aan het afnemen is. In het VK is hun marktaandeel wel nog aan het stijgen en in de VS moeten ze nog echt doorbreken.

Verschillende retailmarkten

De verschillende markten waarop voedingsretailers actief zijn, hebben elk een eigen dynamiek. KBC Asset Management zette de belangrijkste markten even op een rij:

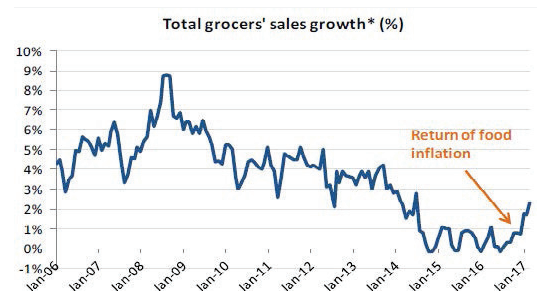
Frankrijk: uitdagende marktomstandigheden, vooral voor hypermarkten

- Markt met zeer veel concurrentie, gekenmerkt door een lage concentratie, veel vierkante meter supermarkt per inwoner en een sterke aanwezigheid van onafhankelijke spelers (45% van de markt).
- Die laatste kunnen sneller reageren en zijn minder gevoelig voor de volatiliteit van de marges op korte termijn in vergelijking met hun beursgenoteerde collega's. Leclerc, goed voor een marktaandeel van meer dan 20%, is daarbij de meest agressieve speler.
- Samen met Carrefour is Leclerc mee verantwoordelijk voor een structurele toename van de promoties.
- Zwakke organische omzetgroei (gemiddelde volumegroei van 0,6% over de periode 2013-2016).
- Deflatie van de voedingsprijzen houdt aan, zowel voor hypermarkten als supermarkten.
- Consumenten houden nog steeds de vinger op de knip.
- Verschuiving van het hypermarkformaat (nog 53% van de markt) naar kleinere supermarkten.
- Online wint aan belang ten opzichte van klassieke boodschappen in een grootwarenhuis.
- Door de sterke reactie van klassieke spelers verliezen discounters sinds 2009 marktaandeel.



Verenigd Koninkrijk: voorzichtigheid troef

- Sterk geconcentreerde markt met 4 grote spelers
- Vertraging van de volumegroei, maar dankzij de inflatie een bescheiden versnelling van de omzetgroei. De vergelijkbare omzetgroei blijft evenwel mager (1%-2%) met lage marges.
- Het aantal nieuwe vierkante meters groeit nog steeds, maar dat is vooral het werk van de discounters en convenience stores die daarmee aan de marktpositie van de grote 4 knagen.
- Zeer competitieve markt, met een steeds aanwezige dreiging voor een prijzenoorlog.
- Groeiende concurrentie uit de hoek van de



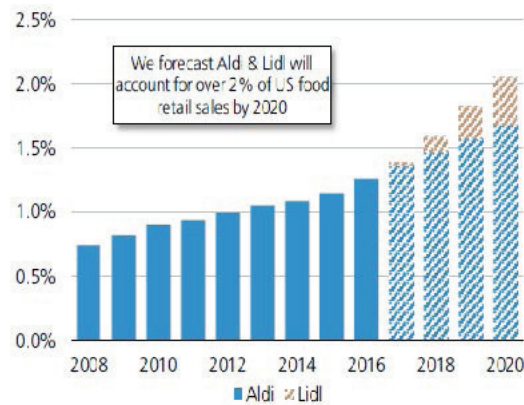
discounters: het huidige marktaandeel van 10%, zou naar verwachting groeien tot 15%. De prijsverschillen tussen de discounters en de grote 4 is nog steeds 15-20%.

- Na meer dan twee jaar deflatie was er de afgelopen maanden sprake van een terugkeer van voedselinflatie, gedreven door de verzwakking van het pond (40% van het voedsel in het Verenigd Koninkrijk wordt geïmporteerd).
- Onzekerheid of Britse voedingsretailers er zullen in slagen om de hogere kosten door te rekenen aan de klanten, in een context van stevige concurrentie en mogelijke druk op het beschikbare inkomen van klanten. Het risico op inflatie heeft een negatieve invloed op volumes en zal klanten aanzetten om goedkopere producten te kopen.
- Duidelijke dreiging van Amazon.com

Verenigde Staten: weg van voedingsdeflatie

- Zeer gefragmenteerde markt, met Wal-Mart en Kroger goed voor 1/3 van de totale omzet.
- In de afgelopen 10 jaar was er een constante stroom van M&A-activiteit en die zal zich naar verwachting doorzetten.
- Een verwachte ommekeer van de voedingsdeflatie in de tweede jaarhelft. Een terugkeer naar de inflatie zou de groei moeten ondersteunen, maar kan ook leiden tot een verdere compressie van de brutomarge als retailers er in een omgeving van stevige concurrentie niet in slagen om hogere grondstofkosten door te rekenen.
- De brutomarge van de sector daalde de voorbije 10 jaar met 150 basispunten, met een groeiend aandeel van goedkope spelers.
- Verwacht marktaandeel voor Aldi & Lidl van 2% tegen 2020.
- Shift naar online kanaal: met minder dan 1% van de uitgaven online hinkt de VS achterop.
- De vraag blijft stijgen voor gezondere en minder verwerkte producten. Natuurlijke en biologische producten vormen 11% van de totale markt.

Aldi & Lidl US grocery share, 2008-2020E



Source: US Census Retail, Haver, Kantar Retail, UBS estimates

Ahold Delhaize in de aanbieding

Er zijn ook lichtpunten binnen de sector van de voedingsretailers en die zien de KBC-analisten vooral bij Ahold Delhaize. De groep hield stevig stand in de VS en dat ondanks de sterke concurrentie en de vrees voor deflatie. Met een discount van

10 tot 15% ten opzichte van de sectorgenoten en na de zwakke koersprestatie is de waardering aantrekkelijk. Aanhoudende kostenbesparingen zullen ervoor zorgen dat de groep voldoende middelen achter de hand houdt om de concurrentiepositie te verbeteren en de vergelijkbare omzetgroei aan te zwengelen.

In cijfers wordt de voorkeur van KBC Securities voor Ahold als volgt vertaald:

- 500 miljoen euro synergievoordelen;
- sterk kasstroomprofiel met 1,6 miljard euro verwacht in 2017 en 2 miljard tegen 2019.

Als mogelijke risico's worden de impact van een globale economische groeivertraging naar voor geschoven, toenemende concurrentiedruk van Wal-Mart en Lidl, de evolutie van de dollar ten opzichte van de euro en het niet realiseren van de beoogde synergievoordelen.

Voor de volledigheid geven we hieronder de lijst van de Europese retailers mee, inclusief opwaarts potentieel.

	Land	Koers	Koersdoel	% opwaarts potentieel	Jaar-prestatie	Marktwaaarde (in mld)
Sonae SGPS SA	PORTUGAL	0.92	1.21	30.9%	5.4%	2.321
Royal Ahold Delhaize N.V.	NETHERLANDS	19.74	23.63	19.7%	-1.4%	14.545
METRO AG	GERMANY	29.77	32.43	8.9%	-5.7%	8.957
Carrefour SA	FRANCE	23.26	25.29	8.8%	1.6%	22.448
Tesco PLC	UNITED KINGDOM	2.11	2.25	6.6%	-12.9%	16.408
Axfood AB	SWEDEN	14.81	14.83	0.1%	-0.9%	30.263
Casino, Guichard-Perrachon SA	FRANCE	54.99	52.90	-3.8%	20.6%	7.397
J Sainsbury plc	UNITED KINGDOM	3.22	3.09	-4.2%	10.4%	4.858
Jeronimo Martins, SGPS S.A.	PORTUGAL	17.73	15.88	-10.4%	20.3%	8.286
ICA Gruppen AB	SWEDEN	32.03	28.57	-10.8%	10.5%	60.706
Etablissements Franz Colruyt N.V.	BELGIUM	49.06	43.63	-11.1%	4.4%	6.510

(bron:FactSet)

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België).
Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De vertoning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen. tot de adviezen voor de aandelen binnen hun universum. Meer informatie over hun beleggingsaanbevelingen vindt u op www.kbcam.be/aandelen.