



Bolero



AANDEEL IN DE KIJKER

Sligro

Serveert heerlijke resultaten
op een dienblaadje

27 april 2018

DOOR ALAN VANDENBERGHE, CO-HEAD OF RESEARCH KBC SECURITIES



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

Op dinsdag 24 april 2018 stond een Bolero-bedrijfsbezoek gepland bij Sligro Food Group. Meteen de ideale gelegenheid om de in Nederland gevestigde onderneming en haar activiteiten in de voedingsmiddellendistributie even onder de loop te nemen.

In deze topic zoomen we onder meer in op de activiteiten van het bedrijf, de resultaten en vooruitzichten, sterkten en zwakten en de aanbeveling van KBC Securities.

Als toemaatje krijgt u in deze topic een exclusief interview met Rob van der Sluijs, de CFO van Sligro Food Group, die een verhelderend antwoord gaf op onze 6 vragen.



Sligro	Advies	KOPEN	Huidige koers	43,35 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	51 EUR
	ISIN code	NL0000817179	Opwaarts potentieel	17,6%
	2017A	2018E	2019E	2020E
Winst per aandeel (EUR)	1,85	2,02	2,24	2,52
% groei j/f	11,0%	9,6%	10,7%	12,5%
Koerswinst ratio	23,5x	21,4x	19,4x	17,2x
Bruto dividend (EUR)	1,34	1,40	1,52	1,68
% groei j/f	7,3%	4,1%	8,4%	10,7%
Dividendrendement (%)	3,1%	3,2%	3,5%	3,9%

Beschrijving van de activiteiten

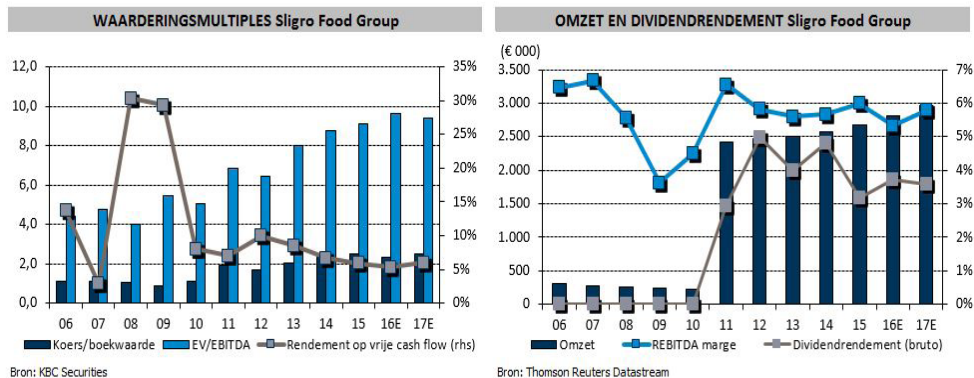
Sligro Food Group nv is een in Nederland gevestigde onderneming die actief is in de voedingsmiddelendistributie. De activiteiten van het bedrijf zijn opgedeeld in twee segmenten: enerzijds **Foodretail**, met zo'n 130 full-service EMTE supermarkten die worden uitgebaat door zelfstandige detaillisten; anderzijds **Foodservice**, dat een nationaal netwerk biedt van zelfbedienings- en bezorglocaties ten behoeve van horeca, recreatie, cateraars, grootverbruikers, bedrijfsrestaurants, pompshops, het midden- en kleinbedrijf, retailbedrijven en de institutionele markt. Het bedrijf bedient de institutionele markt onder de naam Van Hoeckel en de overige marktsegmenten als Sligro. Dochterondernemingen zijn onder meer CaterTechBV en Bejaco NV, inclusief JAVA BVBA en Freshtrans BVBA, samen gekend onder de naam JAVA Foodservice.

Na de geplande **verkoop van de Foodretail-activiteiten** zal Sligro Food Group **enkel nog in Foodservice actief** zijn. Dat segment richt zich als **marktleider** door middel van zelfbediening en bezorging op horeca, recreatie, cateraars, grootverbruikers, bedrijfsrestaurants, pompshops, het midden- en kleinbedrijf, retailbedrijven en de institutionele markt. Zelfbediening beschikt daartoe over 50 Sligro zelfbedieningsgroothandels.

Investment case

De verkoop van de Foodretail-activiteiten neemt onzekerheid weg en transformeert Sligro in een pure speler. Dat was ook steeds het voorkeurscenario van KBC Securities, omdat Sligro zich zo kan **focussen op de integratie van zijn Belgische business** en tegelijkertijd kan blijven zoeken naar **groei in de thuismarkten**. Door de solide balansstructuur is KBC Securities ervan overtuigd dat Sligro **bijkomende fusies en overnames in Nederland en België** kan doen en gelooft dat de groep ervoor zal opteren om een aanzienlijk deel uit te keren aan de aandeelhouders door een **uitzonderlijk dividend**, bovenop het gewone dividend. Door de duidelijke focus en positionering richting Foodservice, heeft de nieuwe Sligro-groep **potentieel om aan hogere multiples te noteren**.





Sterkten

- Sligro kan in de toekomst nog overnames doen, dankzij zijn solide balans
- Verdere verbetering van de marges
- Concretisering van de deal met Heineken zou meer opwaarts potentieel kunnen blootleggen
- Extra aandeelhoudersvergoeding



Zwakten

- Gebrek aan geografische diversificatie
- Margedruk in voedingsdistributie
- Beperkte liquiditeit van het aandeel
- Integratierisico
- Suboptimaal gebruik van de balans

Vooruitzichten

Sligro verwacht dat de groei zich in 2018 zal verderzetten. De groep is ervan overtuigd dat het opnieuw kan uitblinken in Food Service. De **overname van Tintelingen, ISPC en Heineken** zou dit jaar 180 miljoen euro moeten bijdragen aan de omzet. De **afname van volumes** die worden geleverd aan exportpartijen, zal leiden tot een bijkomende daling van 10 miljoen euro. Sligro zal de komende 4 à 5 jaar **ook in ICT investeren**, wat zal resulteren in een bijkomende kost van 60 miljoen euro voor het volledige project, waarvan 6 miljoen euro in 2018.

Update eerste kwartaal 2018

Op donderdag 19 april publiceerde Sligro een korte trading update over het eerste kwartaal (enkel verkoopcijfers, geen winst). De omzet in die periode bedroeg 731 miljoen euro, een stijging met 7,9% ten opzichte van het vorige jaar. Zonder M&A (Mergers & Acquisitions of fusies en overnames) daalde de omzet met 0,7%. De timing van Pasen had een positief effect van 1%.

De omzet van Foodservice steeg met 12,7% tot 527 miljoen euro. Zonder het effect van de recente overnames (+€ 57m) steeg de omzet slechts met 0,3%. De volumes naar exportpartijen (-€ 7 mln in 1Q18) dalen sneller dan verwacht en Sligro geeft aan dat bij dit ritme de FY-impact twee keer zo groot zal zijn als de vorige schattingen (FY18 -€ 10 mln). De implementatie van IFRS 15 had ook een impact van -€ 4m op de omzet (FY18 -€ 19m) maar KBC Securities analist Alan Vandenberghe wijst erop dat dit geen impact heeft op de brutowinst.

In Foodretail, dat momenteel wordt verkocht, daalde de omzet met 3,1% tot 204 miljoen euro doordat de like-for-like verkoopcijfers in het eerste kwartaal van 2018 met 1,7% daalden. Zoals gewoonlijk werden geen richtcijfers of informatie over marges gegeven.

KBC Securities meent dat het eerste kwartaal van 2018 licht onder de verwachtingen bleef, vooral door een zwakke prestatie bij Foodretail. Foodservice rapporteerde immers wel in lijn met de verwachtingen. Gezien het feit dat Foodretail in een fase van verkoop zit, meent KBC Securities dat de resultaten van dat segment niet langer relevant zijn voor de business case. Toch is analist Alan Vandenberghe van mening dat de update van 19 april bevestigt dat Sligro **een goede strategische keuze** heeft gemaakt om de activiteiten te verkopen en zich uitsluitend te richten op Foodservice. In Foodservice werden de prestaties beïnvloed door dalende exportvolumes en boekhoudkundige veranderingen. Met de invoering van IFRS 15 worden de honoraria voor de verkoop van Fresh Partners niet langer als omzet beschouwd (€ 19 miljoen/jaar). Alan Vandenberghe merkt op dat Sligro sinds de tweede helft van 2017 bewust de volumes voor exportpartijen heeft verminderd en dit naar verwachting ook in de eerste helft van 2018 zal blijven doen met een verwachte impact van € 10 miljoen op de omzet. Doordat de volumes sneller dalen dan verwacht, kan het effect oplopen tot € 20 miljoen, wat beheersbaar is aangezien de stijging minder dan 1% van de verkoop vertegenwoordigt.

Conclusie

De omzet van Foodservice lag redelijk in lijn met de verwachtingen. KBC Securities-analist Alan Vandenberghe is van mening dat de lagere performance van Foodretail in dit geval niet meer relevant is. De sneller dan verwachte daling van de exportvolumes zal geen materieel effect hebben op zijn schattingen. **Sligro ligt dan ook op koers om zijn FY18-doelstellingen te realiseren.** Met de verkoop van Foodretail en daarmee een duidelijke focus op Foodservice heeft de nieuwe Sligro-groep het potentieel om te herwaarderen naar hogere multiples. De beste beursgenoteerde sectorgenoot is volgens KBCS MARR, die wordt verhandeld aan 14,5x EV/EBIT19 en 20x P/E19. KBCS hanteert dit als input voor zijn SOTP (som-derdelen) en telt de waarde van het 45%-belang in SPAR op, evenals de waarde van de resterende Heinekensynergieën. **KBC Securities analist Alan Vandenberghe bevestigt het koersdoel van 51 euro en behoudt het Kopen-advies.**



Bolero Benelux Selectie

Sligro maakt sinds 15 maart 2018 deel uit van de Bolero Benelux Selectie, de **favorietenlijst van de KBC Securities-analisten**. KBC Securities analist Alan Vandenberghe motiveert de plaats van Sligro in de selectie in deze [Bolero Live video](#). Na de verkoop van de Foodretail-activiteiten is Sligro uitgegroeid tot **een volledige Foodservice-speler, met een solide balans**. Onze analist verwacht dat het bedrijf een aanzienlijk deel van de opbrengsten zal terugbetalen aan de aandeelhouders in de vorm van een **uitzonderlijk dividend**. Bovendien is KBC Securities van mening dat Sligro aan een **hogere waardering** zal kunnen noteren, in lijn met concurrenten zoals bijv. MARR. Sligro zal ook verder blijven kijken naar **fusie- en overname-opportunities** om zijn positie op de Belgische en Nederlandse markt te versterken.

7 vragen aan Rob van der Sluijs, CFO Sligro

Tijdens het **Bolero-bedrijfsbezoek** op 24 april 2018 maakten we van de gelegenheid gebruik om **Rob van der Sluijs, CFO Sligro Food Group**, aan de tand te voelen. Bekijk hieronder hoe hij het bedrijf wil integreren in de Belgische markt.



Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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, maar maakt een zorgvuldige selectie. De disclaimers van de KBC AM publicaties zijn eveneens van toepassing op alle publicaties van KBC AM waarnaar verwezen wordt alsook met betrekking tot de adviezen voor de aandelen binnen hun universum. Meer informatie over hun beleggingsaanbevelingen vindt u op www.kbcam.be/aandelen.

KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.