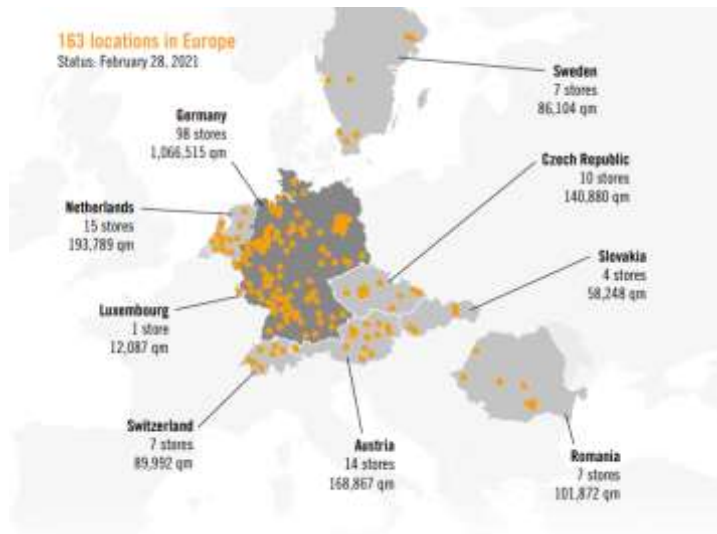


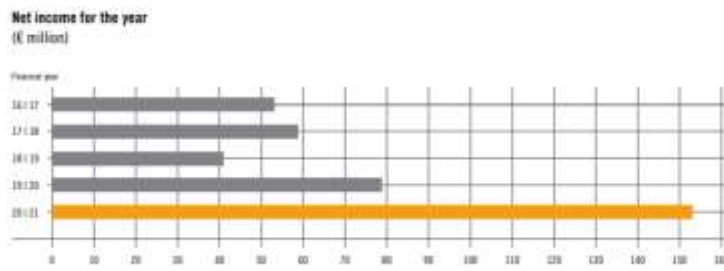
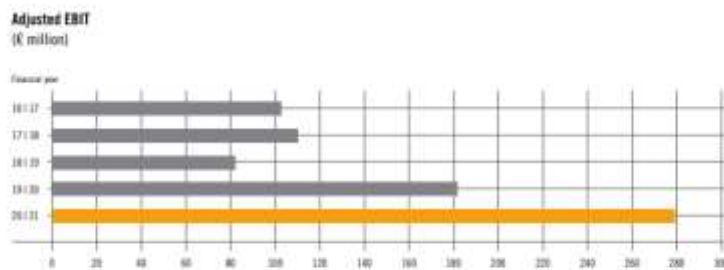


Aankoop Hornbach (ticker: ETR: HBM) @ 37,60 € / aandeel

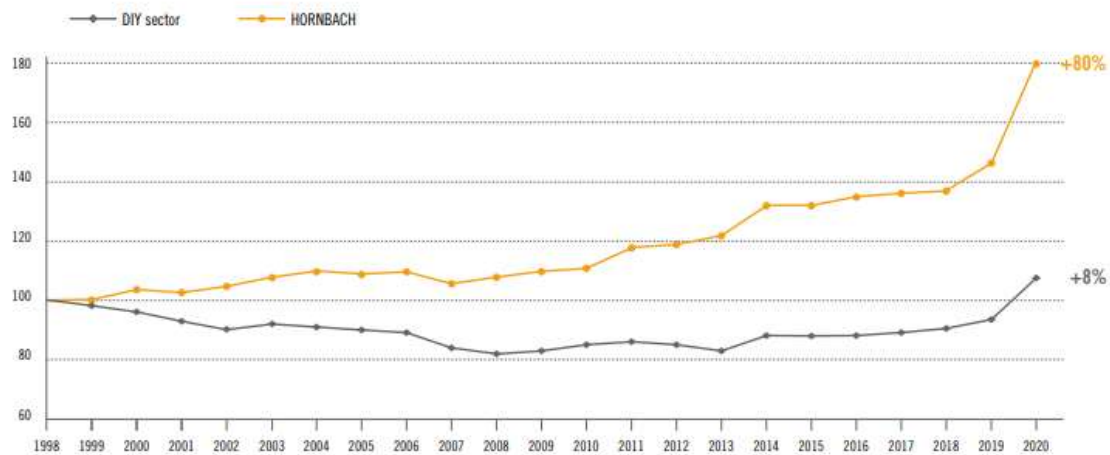
Met de aankoop van Hornbach kiezen we voor een degelijk Duits familiebedrijf dat bovenop nog een aantrekkelijk dividend betaald. Hornbach is een doe het zelf winkelketen met 163 winkels waarvan er 98 in Duitsland gelegen zijn, 14 in Oostenrijk, 10 in Tsjechië, 15 in Nederland, 4 in Slowakije, 1 in Luxemburg, 7 in Roemenië, 7 in Zweden en 7 in Zwitserland.



Gezien Hornbach een familiebedrijf is, en ook door de familie gerund wordt, wordt er ondernomen op de lange termijn en past het aandeel zeer goed in onze portefeuille. Het aandeel stond al langer op de watchlist, de resultaten van Q1 overtroffen de verwachtingen en vertaalde zich in een stijging van 10 %. Ondanks corona zette ze één van de beste jaren neer en kunnen hierdoor het dividend verder verhogen naar 0,9 € per aandeel. Ze zijn hierin geslaagd door zeer efficiënt om te schakelen naar hun online winkel en click and collect systeem.



Like-for-like sales performance in Germany
(Index: 1998 = 100 %, calendar year)



Gerapporteerde key performanc indicatoren door het management:

- **KPI's van het management relevant voor de vooruitzichten**

Voor een retailbedrijf als de HORNBAACH Baumarkt AG Group is verkoop KPI voor zijn operationele zaken. Dit cijfer geeft direct hun succes bij klanten aan. De verkoopprestaties worden gerapporteerd als netto totale omzet in euro's. **Aangepaste EBIT (aangepaste bedrijfswinst) is het belangrijkste kernresultaatcijfer van de Groep.** Dit komt overeen met de winst vóór rente en belastingen (EBIT) aangepast om niet-operationele winstposten uit te sluiten. In de resultatenrekening, EBIT wordt berekend als brutowinst in euro's minus kosten (verkoop, winkel, pre-opening, algemeen, en administratiekosten) plus overige baten en lasten. De eliminatie van niet-operationeel resultaat omvat het toevoegen van niet-operationele kosten (bijv. bijzondere waardevermindervingsverliezen op met een gebruiksrecht overeenstemmende activa, eigendommen of advertentie gerelateerde activa) en het aftrekken van niet-operationele inkomsten (bijvoorbeeld inkomsten uit de verkoop van onroerend goed, inkomsten uit afschrijvingen van activa die in voorgaande jaren een bijzondere waardevermindering hebben ondergaan). Aangepaste EBIT is daarom vooral nuttig voor: managementdoeleinden en voor het vergelijken van de prestaties van het bedrijfsresultaat in de tijd of in prognoses. **De EBIT steeg in boekjaar 2020-2021 met maar liefst 57,8 % ten opzichte van het voorgaande boekjaar.** Dit mede door de corona pandemie. Echter is het management vastberaden om over het komende jaar deze cijfers te kunnen handhaven.

- **Key performance indicators voor winstpositie**

Wat de doe-het-zelfwinkels met tuincentra betreft, is **het veranderingspercentage in vergelijkbare verkopen exclusief valuta items een alternatieve KPI.** Dit cijfer dient om de prestaties te meten van onze bedrijfsactiviteiten en als indicator voor de organische groei van onze retail activiteiten (stationaire winkels en webshops). De berekening van like-for-like verkopen is gebaseerd op alle bouwmarkten met tuincentra die minimaal twaalf maanden in bedrijf zijn en op verkopen in de online business. Er wordt daarentegen geen rekening gehouden met winkels in de afgelopen twaalf maanden pas geopend, gesloten of ingrijpend verbouwd zijn. Like-for-like verkopen worden berekend zonder omzetbelasting (netto) en gebaseerd op de lokale valuta voor de verslagperiode in vergelijking (valuta-aangepast). Als prestatie-indicator, de mate van verandering in like-for-like verkoop exclusief valuta posten is daarom onafhankelijk van valutafactoren. Daarnaast berekenen we ook like-for-like verkopen op een euro basis en inclusief valuta-items in de niet-eurolanden binnen het Europese winkelnetwerk. De ontwikkeling van de brutomarge biedt informatie over de bruto handelsprestaties. Deze marge is gedefinieerd als

brutowinst (netto saldo van omzet en kostprijs van verkochte goederen) als percentage van netto-omzet. Deze KPI wordt vooral beïnvloed door ontwikkelingen in inkoop- en winkelprijzen, veranderingen in de productmix en valuta-items als gevolg van internationale inkoop. Verkoop-, winkel-, vooropenings- en administratiekosten zijn belangrijke parameters voor het beoordelen van de winststerkte van de Groep. Ze gebruiken kostenratio's berekend als percentages van de netto-omzet als alternatieve kernprestatiecijfers en ook als kostentrendindicatoren. Toerekenbare niet-operationele baten en lasten zijn opgenomen in de relevante functionele kostenposten. Om commentaar te geven op de operationele winstprestaties, rapporteren ze ook: waar nodig op functionele kostenposten na aftrek van niet-operationele winstposten. **Ook hier werd een fenomenale stijging van 14,7 % gerealiseerd.**

De **winkelkostenratio** komt overeen met de verkoop- en winkelkosten gedeeld door de netto-omzet. Bij verkoop- en winkelkosten gaat het om kosten die worden gemaakt in verband met het exploiteren van stationaire bouwmarkten met tuincentra en online winkels. Het betreft voornamelijk personeelskosten, kosten van huisvesting en reclamekosten, zoals evenals afschrijvingen en amortisaties. Daarnaast zijn onder deze post ook de algemene bedrijfskosten opgenomen, zoals: transportkosten en kosten voor onderhoud en onderhoud. **De winkelkostenratio daalde van 30 % naar 28,4 %.** Dit werd mede veroorzaakt door lagere advertentiekosten door de pandemie.

De kostenratio vóór opening wordt verkregen door de kosten vóór opening te delen door de netto-omzet. Pre-openingskosten hebben betrekking op die kosten die ontstaan op of dichtbij het moment van de bouw tot aan de opening van nieuwe stationaire bouwmarkten met tuincentra. Pre-opening kosten bestaan voornamelijk uit personeelskosten, kosten van lokalen en administratiekosten. De administratiekostenratio komt overeen met het quotiënt van administratiekosten en netto-omzet. **De kosten daalden van 7,1 miljoen naar 4,5 miljoen of een daling van 0,2 % naar 0,1 %.**

Algemene en administratiekosten omvatten alle kosten die administratie afdelingen maken in verband met bij de exploitatie of bouw van stationaire bouwmarkten met tuincentra en bij de ontwikkeling en exploitatie van online retail (e-business) die daar niet direct aan kan worden toegerekend. Ze bestaan voornamelijk uit personeelskosten, juridische en advieskosten, afschrijvingen, kosten van huisvesting en IT, reis- en autokosten. Deze kosten omvatten naast puur administratieve kosten ook project gerelateerde kosten, en in het bijzonder kosten voor digitalisering en onderling verbonden retail. **Deze kosten stegen lichtjes met 1,9% (van 206,1 miljoen naar 210 miljoen). De administratie kosten ratio daalde echter van 4,7% naar 4,1%**

- **KPI's voor financiële en vermogenspositie**

HORNBAACH streeft naar een positieve waarde spreiding (**ROCE-premie boven WACC**) - uitgedrukt als het rendement op het geïnvesteerd vermogen (ROCE = return on capital employed) minus de gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC = weighted average cost of capital). De ROCE wordt berekend door de operationele winst minus toerekenbare belastingen (Nopat = Netto operationele winst na belastingen) te delen door het geïnvesteerd vermogen. Hier wordt aangewend kapitaal gedefinieerd als eigen vermogen plus financiële schulden minus geldmiddelen en kasequivalenten. de WACC drukt het vereiste rendement uit om de kosten van het aangewende kapitaal te dekken in procenten, rekening houdend met de weging van het eigen en vreemd vermogen. Dit kapitaalkostenpercentage wordt meestal bepaald aan de hand van: op de markt beschikbare gegevens voor vergelijkbare bedrijven (peer groups) en hun eigen en vreemd vermogen structuren. Verder zijn ook landspecifieke risicopremies inbegrepen. Om de verwezenlijking van de doelstellingen te meten, wordt een gemiddelde WACC bepaald door de landspecifieke WACC's en hun respectieve segmentaandeel in de totale activa van de Groep te wegen. Het doel is een marktconform rendement te genereren. Het uitkeren van een bonus aan het management hangt sterk af van deze KPI die vast ligt voor de langere termijn hetgeen getuigd van de lange termijnvisie van de Group.

Voor een toelichting op de vermogenspositie verwijzen we naar de **equity ratio**. Dit komt overeen met het eigen vermogen als geboekt op de balans gedeeld door het totale kapitaal (totale activa). De Groep heeft geen gedefinieerd doel gesteld voor zijn eigen vermogen. Om onze financiële stabiliteit en onafhankelijkheid te vrijwaren, is onze basisdoelstelling eerder om blijvend te zorgen voor een stabiel, hoog eigen vermogen in vergelijking met de sector. **Met een equity ratio van 33% blijft een goede waarde behouden.**

Netto financiële schuld is een alternatief kernprestatiecijfer dat wordt gebruikt om de financiële positie te becommentariëren. Dit kerncijfer wordt berekend als de totale kortlopende en langlopende financiële schulden minus geldmiddelen en kasequivalenten en – indien van toepassing – verminderd met vlottende financiële activa (financiële beleggingen). **De netto financiële schuld nam af van 1.573 miljoen naar 1.525 miljoen. De netto financiële schuld ratio (netto schuld tov EBITDA) daalde van 3,8 naar 3,0**

Bij het beheer van haar financiële en vermogenspositie streeft de HORNBAACH Baumarkt AG Groep het doel na: het te allen tijde veiligstellen van de liquiditeit van de Groep en het dekken van de financieringsbehoeften voor de duurzame groei van de Groep tegen de laagst mogelijke kosten. Andere belangrijke managementcijfers die in dit verband relevant zijn, zijn onder meer: geldbesparende **investeringen** in grond, gebouwen, fabrieken en kantoorapparatuur voor nieuwe en bestaande bouwmarkten met tuincentra en immateriële activa. **Hierbij streven we ernaar om investeringen waar mogelijk te financieren uit de kasstroom uit operaties om een vrije kasstroom (FCF) te genereren. Er werd een FCF van 196 miljoen behaald, hiervan werd 140 miljoen geherinvesteerd waarvan 56 % in gebouwen en gronden en de overige 44% in fabrieks- en kantoormaterialen.**

Voor retailbedrijven is de **omloopsnelheid van de voorraad** een belangrijke indicator voor de efficiëntie van merchandising. We definiëren de voorraadomzet als de verhouding tussen de kostprijs van verkochte goederen en de gemiddelde voorraden. Het rekenkundig gemiddelde van de de begin- en periodeafsluitingen van de periode worden genomen als het gemiddelde voorraadvolume. Hoe hoger de omloopsnelheid van de voorraad, hoe lager de voorraden en dus het volume van de toegezegde liquiditeit. Het doel is daarom om onze voorraadomloopsnelheid duurzaam te verbeteren op een bovengemiddeld hoog niveau in vergelijking met concurrenten en tegelijkertijd de productbeschikbaarheid te waarborgen. **Ondanks de aanzienlijke stijging in verkoop werd ook de omloopsnelheid van de voorraad verbeterd van 3.8 naar 4.1!!!**

Fundamentele cijfers en ratio's (voor meer uitleg kan je terecht op de website www.beleggeniskinderspel.com)

- **Market cap: 1.173 miljoen**
- **Aantal aandelen: 31,8 miljoen**
- **Winst per aandeel: 4,82**
- **k/w: 8,11** Ook deze multiple is zeer aantrekkelijk; wel dient men bij koers winst steeds de schuldgraad in het oog te houden.
- **EV/EBITDA: 6,5** (over 2020). Houdt ook rekening met de schulden en de cashpositie van het bedrijf. Waardes kleiner dan 8 zijn zeer goed.
- **k/b: 0,87** Voor dit type bedrijf is boekwaarde (of liquidatiewaarde) wel relevant. Een ratio kleiner dan 1 wil zeggen dat het bedrijf goedkoper noteert dan dat het bedrijf waard zou zijn moest alles verkocht worden.
- **ROA: 6,9%** Zegt iets over hoe 'profitable' het bedrijf is. Je moet deze waardes steeds vergelijken met soortgelijke bedrijven. In dit geval is een ROA van +- 7% niet spectaculair, maar zeker niet slecht.
- **ROE: 20,7%** De ROE daarentegen, houdt ook rekening met de schuldpositie. Deze ratio is prima.
- **Current ratio: 1,84** Gezien Hornbach veel waarde in zijn voorraden heeft zitten, hetgeen normaal is voor een winkelketen, is de current ratio niet super maar zeker niet slecht.
- **Quick ratio: 0,72** Op korte termijn is het bedrijf zeer goed in staat haar schulden af te lossen hetgeen Hornbach een 'veiligere' belegging maakt.
- **Schuldgraad: 65 %** Schuldgraad is niet overdreven.
- **Solvabiliteit: 35 %** Solvabiliteit is ok
- **Cash: 490,4 miljoen** Hornbach heeft redelijk wat cash op de rekening staan, echter ook niet overdreven veel.
- **Schulden op korte termijn: 834,9 miljoen**
- **Schulden op lange termijn: 1.738 miljoen**
- **Koersdoel volgens Graham: 65,4 €**
- **Free cashflow: 196 miljoen**
- **Fair value volgens DCF model: 71 €** of een opwaarts potentieel van +- 50%. Dit bij een WACC van 6,7% en een groei van 1% per jaar.

Betekenis kleurcodering:

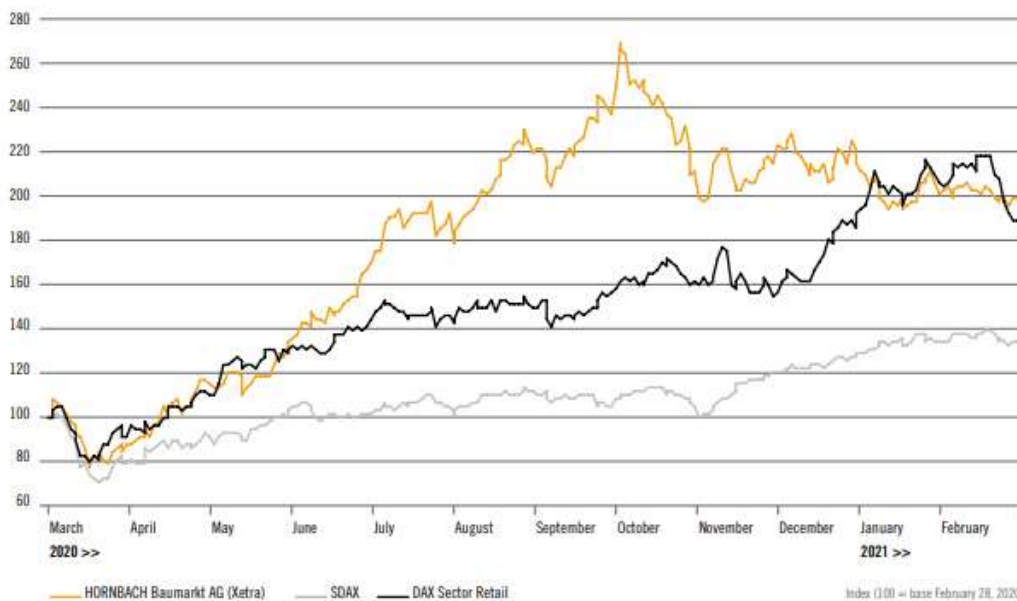
- Groen = positief**
- Geel = neutraal**
- Rood = negatief**

Technisch gezien is het beeld neutraal op korte en middellange termijn.



Sinds de beursgang konden investeerders rekenen op een stijging van +104% hetgeen niet spectaculair is. Over de laatste 5 jaar werd een rendement van 55% behaald hetgeen voor een vrij veilige belegging een goed resultaat is. Reken hierbij nog een aantrekkelijk dividend (helaas wel dubbele belasting) en dit zolderkamer aandeel is zeker de moeite waard. Het management tracht een relative TSR van 25 % te halen (dit is met dividend verrekend).

Share price performance: March 1, 2020 to February 28, 2021



Besluit:

- Duits familiebedrijf met een lange termijn visie
- Marktleider in Duitsland op gebied van verkoop per m² winkelruimte
- 60 % van de gebouwen is eigendom van Hornbach!
- Inspelen op een stijgende doe-het-zelf markt
- Mooie winst per aandeel
- Stabiele positieve cashflows
- Gebruik van eigen cashflow om te investeren in nieuwe winkels
- Schulden zijn goed gespreid en met de huidige cashflows binnen 8 jaar geheel afbetaald (schuldenvrij)
- Een mooi dividend dat sinds de beursgang nog nooit verlaagd werd. Dit wordt door het bijzondere jaar opgetrokken van 0,68 € naar 0,90 €.
- Sterk ondergewaardeerd ten opzichte van boekwaarde
- ...