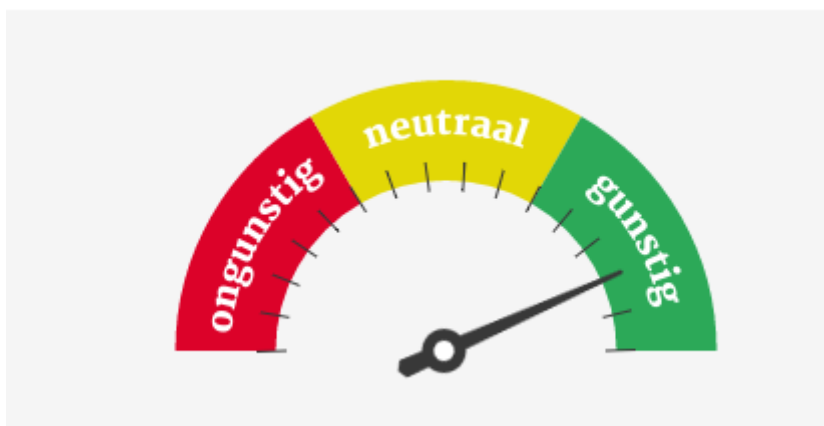


Waardecreatie

Op de lange termijn heeft een bedrijf alleen bestaansrecht als een rendement op vermogen wordt gerealiseerd dat ten minste gelijk is aan de rendementseis van investeerders – aandeelhouders, obligatiebeleggers en banken.

Om te bepalen in hoeverre een bedrijf in staat is om waarde te creëren wordt de ROIC/WACC-ratio gebruikt. De ROIC is kort gezegd de winst gedeeld door het kapitaal dat nodig is om een bedrijf te runnen (machines, computers, voorraden). De WACC (*weighted average cost of capital*) staat voor het gemiddelde rendement dat beleggers verwachten in ruil voor het beschikbaar stellen van hun vermogen.

Alleen als de ratio (significant) hoger is dan één is sprake van waardecreatie ($ROIC > WACC$). Voor de barometerscore wordt de ratio ook vergeleken met de eigen historie, de concurrenten en andere Damrak-bedrijven.



Uit de financiële resultaten blijkt dat Ahold Delhaize's rendement op geïnvesteerd kapitaal (6,3 procent) lager ligt dan de kostenvoet op het kapitaal (8,1 procent). Dit vertaalt zich in een ROIC/WACC-ratio van 0,78.

In de laatste tien jaar was deze waardecreatie-ratio voor Ahold zonder uitzondering ieder jaar positief, maar door de overname van Delhaize komt de ratio onder de één, waardoor op dit moment sprake is van waardecreatie. Het geïnvesteerd kapitaal is als gevolg van het samengaan toegenomen van 9,06 miljard euro eind 2015 tot 22,5 miljard euro eind derde kwartaal 2016. Doordat Delhaize flink minder winstgevend is dan Ahold, maakt de ROIC een duikvlucht. De gemiddelde ROIC van Ahold in de periode 2006-2015 bedroeg circa 12 procent.

Topman Dick Boer probeert beleggers te verleiden met de doelstelling om samenwerkingsvoordelen van 500 miljoen per jaar te realiseren in de komende drie jaar (tot en met 2019). Als deze voordelen daadwerkelijk gerealiseerd worden zal de ROIC weer boven de WACC uitstijgen. In dit licht is het positief dat CFO Jeff Carr het belang van waardecreatie en ROIC onderkende op de beleggersdag van 7 december 2016. “Het rendement op kapitaal maakt 40 procent uit van de lange-termijnbeloning van bestuurders”, aldus Carr. Toch lijkt het een vrijwel onmogelijke taak om de ROIC van de nieuwe combinatie op het niveau te krijgen dat Ahold zelfstandig voor de overname behaalde.

De hoge ROIC van Ahold voor het samengaan met Delhaize is het gevolg van het uitzonderlijk hoge rendement van de Nederlandse activiteiten, die als gevolg van het huwelijk een stuk kleiner worden als

percentage van de groepsomzet – van dik 30 procent naar rond de 20 procent (zie barometercriterium ‘duurzame concurrentievoordelen’).

De waardecreatie-ratio is wel in lijn met die van 16 branchegenoten, waaronder het Franse Casino, het Belgische Colruyt en het Britse Tesco. In het algemeen kent de supermarktbranche lage marges en rendementen op geïnvesteerd kapitaal als gevolg van felle concurrentie en beperkte prijsmacht.

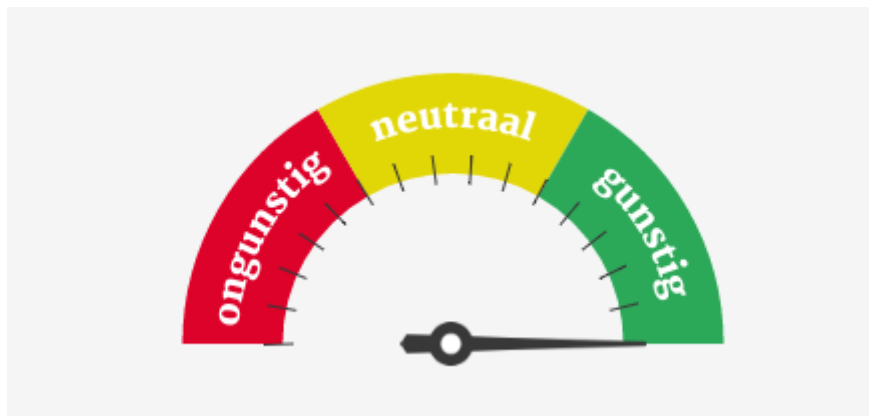
**Ahold Delhaize rekent zelf met een zogeheten Return on Capital Employed van 13,3 procent (pro forma resultaten 2015). Het concern zou volgens dit rendementscijfer behoren tot het best presterende kwartiel van supermarktbedrijven met een vergelijkbare omvang.*

Het (ruime) verschil tussen het rendementscijfer van de VEB en Ahold Delhaize komt doordat het bedrijf belasting, rentelasten, afschrijvingen, amortisatie, reorganisatielasten en 50 procent van de leasekosten voor winkelpanden buiten beschouwing laat om het winstcijfer in de teller van de ROIC-ratio te berekenen. Zodoende geeft Ahold Delhaize’s berekeningswijze een relatief rooskleurig beeld van de prestaties.

“Stelt u alstublieft geen vragen over onze definitie van het rendement op geïnvesteerd kapitaal. Dat is al zo vaak aan de orde geweest. Ik weet dat verschillende meningen bestaan over het berekenen van de ratio, en wij hebben een manier gekozen en zullen ons consistent aan deze rekenmethode houden”, aldus CFO Carr op de Capital Market Day van 7 december 2016.

Groei

Elk beursfonds is op zoek naar groei. De barometerscore voor het onderdeel groei komt tot stand door de omzetontwikkeling van de laatste vijf jaar te vergelijken met de eigen historie, die van concurrenten en andere Damrak-bedrijven.



Ahold's overname van Delhaize is een breuk met een conservatief decennium.

Na het boekhoudschandaal en bijna faillissement in 2003 deden de CEO's Anders Moberg en John Rishton er alles aan om de mislukte expansiestrategie terug te draaien – de Braziliaanse activiteiten, US FoodService, het Zweedse ICA: het werd allemaal in de uitverkoop gedaan. Ahold groeide vrijwel alleen op autonome basis. Als er al overnames werden gedaan ging het om klein bier – denk aan wat Spar winkels in Tsjechië in 2014 en een handjevol supermarkten in de Verenigde Staten in 2013. Ahold werd dan wel kleiner, het werd ook winstgeverder en het bedrijf legde zich toe op activiteiten waar wel waarde gecreëerd kon worden (hoge ROIC).

Door samen te gaan met Delhaize groeit Ahold's omzet in één klap met circa twee-derde tot ruim 60 miljard euro. In het afgelopen halve decennium stegen de verkopen per aandeel met circa 11 procent per jaar. De groei als gevolg van de Delhaize-overname is imposant, maar de ROIC heeft een flinke knauw gekregen door de lagere winstgevendheid van Delhaize. Het succes van de samenvoeging zal moeten blijken in de komende jaren.

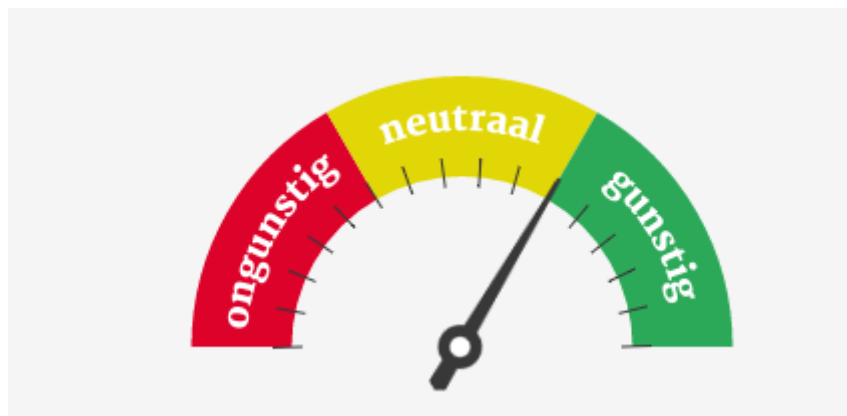
Als Delhaize vanaf 2018 volledig in de boeken is opgenomen houden analisten rekening met een jaarlijkse omzetgroei van tussen twee en vier procent. De bescheiden groei hangt nauw samen met het feit dat Ahold Delhaize meer dan 90 procent van de omzet boekt in volwassen markten waar de mogelijkheid om nieuwe winkels te openen beperkt is (De Verenigde Staten, Nederland en België). Groei zal voornamelijk komen uit de overige tien procent van de omzetmix, het segment 'Centraal en Zuidoost Europa'. De groei van dit segment, waar landen als Roemenië, Servië en Griekenland onder vallen, bedroeg 5,7 procent in 2016 (5,5 procent in 2015).

Waardering

Hoe indrukwekkend de prestaties van een bedrijf ook zijn, uiteindelijk bepaalt de instapkoers – de waardering – het grootste deel van het rendement.

De ondernemingswaarde-ebitda-ratio geeft aan hoe vaak het bedrijfsresultaat (de winst voor rentelasten, belastingen en afschrijvingen) in de ondernemingswaarde gaat (de nettoschuld plus beurswaarde van de aandelen).

Voor de barometerscore vergelijken we de ratio met de historie van het bedrijf zelf, de concurrenten en de andere Damrak-bedrijven.



In de laatste jaren is de koers van Ahold fors opgelopen. Het bedrijf kent met een ondernemingswaarde/ebitda van 7,1 een stevige waardering (gebaseerd op basis van pro forma financiële resultaten van 2015 van 3,862 miljard euro).

Met deze waarderingsratio is Ahold Delhaize duur ten opzichte van de eigen historie. Hier staat tegenover dat de ebitda de komende drie jaar in ieder geval met 500 miljoen euro moet groeien door de realisatie van samenwerkingsvoordelen.

Ten opzichte van branchegenoten en de rest van de Damrak-bedrijven heeft Ahold wel een redelijk aantrekkelijke waardering.

Balans

Hoge schulden verhogen het risicoprofiel van een bedrijf. Door de schuldhefboom valt meer winst onder aandeelhouders te verdelen als de zaken goed gaan, maar als resultaten onder druk komen te staan kan een bedrijf snel in de problemen komen.

De nettoschuld-ebitda-ratio geeft aan hoe vaak het bedrijfsresultaat (ebitda, de winst voor rentelasten, belastingen en afschrijvingen) in de nettoschuld gaat (kort gezegd de schulden minus de cashpositie). De barometerscore wordt bepaald door de ratio te vergelijken met de historie van het bedrijf zelf, de peers en de andere Damrak-bedrijven.



Ahold stond lange tijd bekend om zijn keurige financiële huishouding. Door het sterke kasgenererende vermogen van het concern en het feit dat veel activiteiten werden afgestoten, zat het concern doorgaans ruim in haar jasje.

Door de Delhaize overname en de inkoop van eigen aandelen voor één miljard euro is de nettoschuld echter opgelopen tot circa 3,6 miljard euro eind derde kwartaal 2016. De nettoschuld/ebitda-ratio bedraagt 0,94 (op basis van de pro forma ebitda van 2015). Dit betekent, kort gezegd, dat Ahold Delhaize nog altijd binnen een jaar al haar schulden kan aflossen. Ten opzichte van andere bedrijven is de schuldenratio van Ahold Delhaize nog steeds laag te noemen. Zo is de nettoschuld/ebitda-ratio van Tesco en Carrefour van respectievelijk 2,6 en 2,05 aanzienlijk hoger.

Aangezien Ahold Delhaize opereert in de defensieve voedingssector en mag rekenen op stabiele kasstromen is de balans niet iets waar beleggers zich direct zorgen om moeten maken. Houd er wel rekening mee dat de relatief lage schuld ook samenhangt met het feit dat Ahold Delhaize ten opzichte van andere retailbedrijven weinig supermarkten in bezit heeft. Kort gezegd staat 20 procent van de winkels op de balans en wordt 80 procent gehuurd (“*operating leases*”).

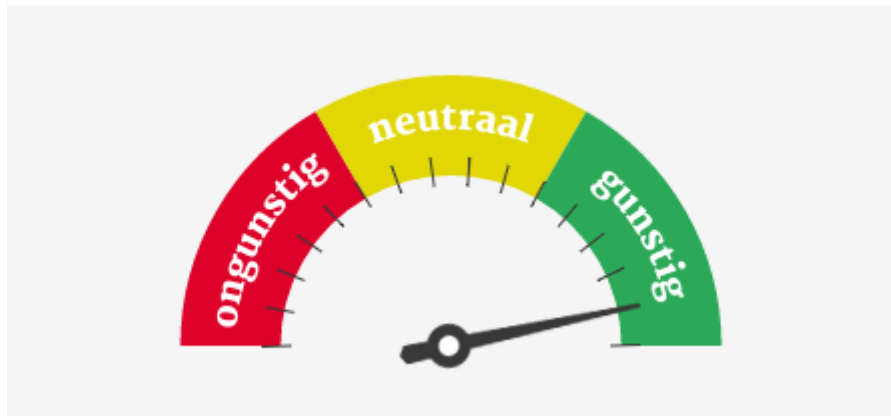
Bij het berekenen van de schuldenratio's houdt kredietbeoordelaar S&P rekening met deze uitstaande toekomstige lease verplichtingen. S&P komt zodoende op een aangepaste nettoschuld/ebitda-ratio van 2, hetgeen nog steeds onder het gemiddelde ligt van een mandje peers (3,1 – o.a. Walmart, Casino en Tesco). S&P geeft Ahold Delhaize een BBB-rating.

CFO Jeff Carr heeft aangegeven dat Ahold Delhaize dit zogeheten *investment grade* kredietoordeel wil behouden.

Dividend

Een dividenduitkering is een signaal dat beleggers serieus worden genomen. Bovendien blijkt uit onderzoek dat bedrijven die een stevig deel van hun winsten uitkeren aan beleggers een hoge toekomstige winstgroei laten zien, omdat zij efficiënt met hun middelen omgaan.

Voor het vaststellen van de barometerscore kijken we zowel naar de dividendgroei in de laatste vijf jaar als de houdbaarheid van de huidige dividenduitkering (payout-ratio). De cijfers van beide maatstaven worden vergeleken met de eigen historie, de peers en andere Damrak-bedrijven.



Sinds de grote boekhoudfraude van Ahold in 2003 lag de nadruk van het supermarktconcern op het hervatten van de dividendbetaling. In het jaar 2008 werd voor het eerst weer een dividend overgemaakt (circa 0,18 euro), en de laatste vijf jaar steeg de uitkering met ruim 14 procent per jaar tot 0,51 euro over boekjaar 2015. De dividendgroei is hoog ten opzichte van branchegenoten en andere bedrijven op het Damrak.

Ahold Delhaize heeft als beleid om tussen de 40 en 50 procent van nettowinst uit te keren als dividend. Over boekjaar 2015 bedroeg de payout-ratio circa 47 procent. Gezien het defensieve profiel van Ahold Delhaize en de stabiele kasstroom zal de uitkering niet snel in gevaar komen.

Het supermarktconcern heeft ook als beleid om overtollige cashgelden terug te geven aan aandeelhouders door aandelen in te kopen. Tussen 2010 en 2015 gaf Ahold Delhaize zo circa 4,5 miljard euro terug aan beleggers. In 2007 gaf de retailer al eenmalig vier miljard euro terug aan beleggers via een zogenaamde kapitaalsuitkering uit de agioreserve. Het geld was vrijgekomen na de verkoop van US Foodservice.

Ahold Delhaize lijkt vooralsnog geen afscheid te willen nemen van haar ruimhartige opkoopprogramma's. CEO Dick Boer verwacht vanaf halverwege januari 2017 voor één miljard euro aandelen in te kopen. Nu de waardering van het supermarktconcern is opgelopen is wel de vraag of deze inkoopoperatie even veel waarde zal creëren als de inkopen die tegen lagere koersen plaatsvonden in het verleden.

Corporate Governance

Corporate governance gaat over de “checks and balances” tussen de verschillende organen binnen een beursfonds – denk aan het bestuur, toezichthouders, aandeelhouders en de accountant. Voor de barometerscore wordt beoordeeld hoe de onderneming invulling geeft aan haar governancebeleid. De vijf voor beleggers meest interessante governance-onderwerpen worden belicht.

Overwegend Nederlandse board

Ahold presenteerde de overname van Delhaize als een “fusie van gelijken”. Aangezien Ahold meer omzet boekt (ongeveer 60 procent van de nieuwe combinatie) en aanzienlijk winstgevender is dan Delhaize, zijn de Zaandammers duidelijk de bovenliggende partij.

Het Nederlandse overwicht komt ook tot uitdrukking in de verdeling van de bestuursposities. Ahold-topman Dick Boer wordt de eerste bestuursvoorzitter van de combinatie. De oud-CEO van Delhaize, Muller, zal de integratie voor zijn rekening gaan nemen en mag ook de titel plaatsvervangend CEO gaan gebruiken. In de wandelgangen gaat al rond dat de 54-jarige Muller huidige topman Boer uiteindelijk zal opvolgen.

Jeff Carr, nu financieel directeur van Ahold, zal dezelfde functie houden bij het nieuwe bedrijf. Ahold-Delhaize zal haar governancestructuur langs Nederlandse lijn vormgeven, met een scheiding tussen bestuur en commissarissen in twee aparte organen. President-commissaris zal Mats Jansson worden, die nu die soortgelijke functie bij Delhaize bekleedt. Jansson zal in ieder jaar naar Zaandam moeten afreizen voor de commissarisvergaderingen (15 keer over boekjaar 2015). Hier is het hoofdkantoor van de nieuwe combinatie gevestigd.

Beschermingsconstructie

Ahold heeft een Stichting Continuïteit, een variant op een Stichting Preferente Aandelen. Die Stichting Continuïteit heeft het recht om evenveel cumulatief preferente aandelen op te eisen als de op enig moment uitstaande geplaatste aandelen.

Zo’n stichting heeft een kooprecht (calloptie) om tegen een fractie van de nominale waarde van de gewone aandelen nieuw gecreëerde preferente aandelen te kopen. Een (potentiële) bidder staat dan buitenspel.

Beleggers merken in vredestand niets van deze beschermingsstichting. Maar als het stichtingsbestuur en de ondernemingsleiding niet gediend zijn van een partij die op een overname aanstuurt - of als “de continuïteit van de onderneming” in gevaar komt zoals vaak omschreven - kan ze de toegang tot het hoofdkantoor van Ahold met één pennensstreep versperren.

Deze beschermingswal is altijd tijdelijk. Volgens de Nederlandse wet is de maximale levensduur dat de door de Stichting opgenomen cumulatief preferente aandelen mogen uitstaan twee jaar.

Overnamebonus teruggetrokken

Ahold schrapt vlak voor de aandeelhoudersvergadering in maart 2016 voorafgaand aan de goedkeuring van de overname een speciale bonus. Het ging om een zogeheten “erkennings- en retentiebeloning” van ongeveer één miljoen euro voor Ahold-CEO Dick Boer en 1,5 miljoen euro voor Delhaize-CEO Frans Muller. Volgens ingewijden was het bedrag van Muller groter om hem binnenboord te houden, nu hij genoeg moest nemen met een functie als tweede man achter de Nederlander.

De overnamebonus werd uiteindelijk geschrapt omdat die “niet op eenzelfde brede draagvlak kon rekenen (...) als de voorgestelde fusie als geheel”. De VEB was er voorstander van dat de beloning werd ingetrokken, omdat zij van mening is dat het integreren van twee bedrijven na een overname tot het normale takenpakket van bestuurders hoort.

Punten van de accountant

PricewaterhouseCoopers (PwC) is vanaf boekjaar 2013 de externe accountant van Ahold. Pieter van Mierlo is vanaf dat moment namens PwC verantwoordelijk voor de controle (de zogeheten lead partner). In de jaren daarvoor controleerde Deloitte de boeken.

In de *key audit matters* paragraaf heeft PwC aangegeven op welke onderdelen van de jaarrekening speciaal is gelet. PwC onderscheidt bij Ahold over boekjaar 2015 drie key audit matters: leverancierskortingen, impairmenttest van winkelbezittingen en voorwaardelijke verplichtingen voortvloeiend uit juridische procedures. De leverancierskortingen zijn al twee jaar op rij een punt van aandacht.

Ahold krijgt van haar leveranciers kortingen die een behoorlijk voordeel – in de vorm van lagere inkoopkosten - kunnen opleveren. PwC heeft de volledigheid en nauwkeurigheid van de Ahold-administratie voor leverancierskortingen getest. Op balansdatum had Ahold blijkens de PwC-toelichting bovendien nog 260 miljoen euro tegoed. PwC heeft die vordering onderzocht door leveranciers bedragen te laten bevestigen of ze zelf na te rekenen.

Verhandelbaarheid

De notering van Delhaize in Brussel is na de overname geschrapt. Beleggers kunnen het aandeel nu alleen op de Amsterdamse beurs kopen. Er is ook een ADR beschikbaar op de beurs van New York (*American depositary receipt*).