



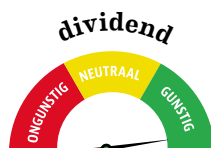
De omzet van Ahold Delhaize in de Verenigde Staten van ruim 35 miljard euro verbleekt bij de verkopen van Walmart die meer dan 300 miljard euro bedragen. Ook concurrenten als Kroger en Albertsons/Safeway zijn groter. Als Walmart lagere inkooptarieven wil doorgeven aan klanten – de wereldberoemde *low prices everyday* formule – zal Ahold Delhaize moeilijk kunnen meekomen.

Daar komt nog bij dat de discounter Lidl met ultralage prijzen probeert door te breken in staten waar het concern actief is.

NEDERLAND UNIEK

Mogelijk belangrijker dan lagere variabele kosten – inkoopkosten dus – door meer schaal is dat Ahold Delhaize in enkele lokale markten een dominante positie heeft en vaste kosten – voornamelijk de distributie – over meer verkochte producten kan uitsmeren dan de concurrentie. De bestaande distributie-infrastructuur is moeilijk te kopiëren voor nieuwe toetreders en dat is een sterk duurzaam concurrentievoordeel.

Dit is vooral het geval in het dichtbevolkte Nederland, waar Albert Heijn met een kleine duizend winkels een marktaandeel heeft van circa 35 procent. Het is een publiek geheim dat dit percentage in bepaalde regio's nog aanzienlijk hoger ligt (voornamelijk in de Randstad). De hoge dichtheid van Albert Heijns maakt de bevoorrading goedkoop en de winkels zijn relatief klein (laag kapitaalsbeslag), maar wel extreem winstgevend (hoge omzet per vierkante meter). Uit berekeningen van de VEB blijkt dat de gemiddelde Albert Heijn-winkel een rendement oplevert van ruim boven de 20 procent per jaar. Het probleem voor Ahold Delhaize is dat er nauwelijks groeimogelijk-



Sinds de grote boekhoudfraude van Ahold in 2003 lag de nadruk van het supermarkconcern op het hervatten van de dividendbetaling. In 2008 werd voor het eerst weer dividend overgemaakt (circa 0,18 euro) en de laatste vijf jaar steeg de uithering met ruim 14 procent per jaar tot 0,51 euro over boekjaar 2015. Ahold Delhaize heeft als beleid om tussen de 40 en 50 procent van nettowinst uit te keren.

heden zijn in Nederland, als de mededingingsautoriteiten uitbreiding al zouden toelaten.

“Als jullie nog een goede winkellocatie in Nederland weten waar ik mag bouwen, hoor ik het graag”, aldus ceo Dick Boer in het gesprek met de VEB.

De uitgangssituatie in de Verenigde Staten is anders. De winkels zijn groter (dus ook het kapitaalsbeslag), de concurrentie is heviger en door de enorme afstanden – van Vermont naar Georgia is ruw geschat vier keer van Utrecht naar Parijs – zijn ook de distributievoordelen en lokale marktdominantie aanzienlijk beperkter. Het zou al een hele prestatie zijn voor Ahold Delhaize om een rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) te realiseren dat de helft is van dat in Nederland.

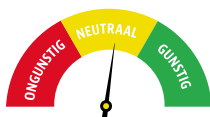
Ook in België is de ROIC lager dan in Nederland: Delhaize is daar de tweede speler en de bedrijfsvoering is ondanks recente kostenbesparingen inefficiënt (hoge personeelskosten door ouder personeel). Tussen de Zuid- en Oost-Europese activiteiten van Ahold (Tsjechië) en Delhaize (o.a. Roemenië, Griekenland en Servië) zit geen geografische overlap waardoor de samenwerkingsvoordelen beperkt zullen zijn.

VERDICT

Hoewel Ahold Delhaize in een zeer competitieve sector opereert, profiteert het bedrijf in lokale markten van schaalvoordelen. Door de ijzersterke positie in Nederland boekte Ahold voor het samengaan met Delhaize een ROIC die ruim boven de kostenvoet van kapitaal lag. Topman Dick Boer moet laten zien dat de overname van Delhaize gaat renderen en de ROIC weer boven de kostenvoet van kapitaal komt te liggen.

**DICK BOER:
'ALS JULLIE
NOG EEN
GOEDE WINKEL-
LOCATIE IN
NEDERLAND
WETEN
WAAR IK MAG
BOUWEN, HOOR
IK HET GRAAG'**

balans



Ahold stond lange tijd bekend om haar keurige financiële huishouding. 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. De nettoschuld/ebitda-ratio bedraagt 0,94. Ten opzichte van andere bedrijven is de schuldenratio van Ahold Delhaize netjes te noemen. Zo is de ratio van het Britse Tesco en het Franse Carrefour respectievelijk 2,60 en 2,05.

