

relaties tussen toeleveranciers en eindklanten kunnen worden opgebouwd”.

Het is goed voor te stellen dat B&S in dit segment – dat goed was voor een omzet van 426 miljoen euro in 2017 – een te belangrijke schakel in de keten tussen producent en eindgebruiker is geworden, waardoor het lastig is over te stappen op een alternatieve tussenpersoon.

Minder moeilijk, maar ook ongetwijfeld minder winstgevend, zijn de activiteiten waarbij (onder meer) restpartijen worden ingekocht bij grote merkfabrikanten en doorgeschoven naar retailers en voordeelketens als Action en Kruidvat. Dit is een activiteit met lage marges en dus alleen aantrekkelijk bij hoge volumes. Met een omzet van 985 miljoen euro is dit dan ook de grootste activiteit van het concern.

#### LUCHTHAVENS

B&S Group bedient consumenten ook rechtstreeks, door het uitbaten van 50 elektronikawinkels op 13 internationale luchthavens. Dit segment, Retail, is qua omzet (circa 130 miljoen euro) veruit de kleinste van de drie activiteiten, maar ook de meest winstgevende met een marge van 8 procent.

Dat succes is meteen een kwetsbaarheid voor B&S, want bij de verkoop op de vliegvelden gaat het om concessies die van tijd tot tijd heronderhandeld moeten worden. Dit jaar lopen bijvoorbeeld concessies af voor de vliegvelden van Frankfurt, Stockholm en Göteborg en het is onzeker of B&S erin slaagt deze te verlengen.

#### AMBITIEUZE GROEIDOELSTELLINGEN

De omzet van B&S is in tien jaar verdrievoudigd tot 1,5 miljard euro en het bestuur denkt dat groeitempo ook komend decennium vol te kunnen houden.

Beleggers wordt een omzetgroei op middellange termijn voorgehouden van 10 tot 12 procent per jaar en een winstgroei van 10 tot 15 procent per jaar.

Of met “middellang” de gebruikelijke drie tot vijf jaar wordt

## B&S HEEFT EEN FORSE WAARDERING, VERGELIJKBAAR MET BEDRIJVEN ALS ALPHABET EN FACEBOOK

bedoeld, is onduidelijk. B&S waarschuwt beleggers in het prospectus expliciet voor het niet halen van de doelstellingen in een gebruikelijke ellenlange lijst van alle mogelijke risico's.

#### OVERNAMESTRATEGIE

Een derde van de omzetgroei afgelopen jaren was te danken aan overnames. Opvallend daarbij is de achterblijvende winstgroei uit deze acquisities.

Dat heeft alles te maken met het overnamebeleid van B&S, waarbij het meerderheidsbelangen neemt in joint ventures met de oorspronkelijke directeuren-groootaandeelhouders. De omzet van zo'n joint venture mag B&S volledig in de boeken nemen, maar een deel van de winst moet in de financiële resultaten worden toegerekend aan minderheidsaandeelhouders.

Dat scheelt nogal. Zo bedroeg de zogeheten geconsolideerde winst 82,9 miljoen euro in 2017, maar moest hiervan dik 14 miljoen

overgemaakt worden naar de oud-eigenaren (de zogenoemde *non controlling interests*).

Ook komende jaren zal er hierdoor een flink gat blijven zitten tussen de “geconsolideerde winst” en de “winst voor de eigenaren van de onderneming”.

#### WAARDERING

Ondanks dat de introductieprijis van de aandelen B&S aan de onderkant van de prijsvork lag, is het aandeel op 14,50 euro nog niet goedkoop. De ondernemingswaarde (beurswaarde plus de netto-schuld) van 1,4 miljard euro betekent dat B&S tegen een *multiple* van 13,5 keer het ebitda-resultaat naar de beurs ging. Ebitda is het bedrijfsresultaat voor belasting, rente en afschrijvingen. Een zeer forse waardering, vergelijkbaar met de *multiple* waarop beursgiganten als Facebook (14,5x) en Alphabet (13,8x) worden verhandeld.

Doordat B&S drie verschillende takken van sport bedrijft, is het lastig een bedrijf te vinden waar het mee kan worden vergeleken. Het prospectus noemt verschillende concurrenten en branchegenoten, maar alleen voor het retail-onderdeel zijn deze beursgenoteerd.

Hoewel de in het prospectus genoemde retailbedrijven – het Britse Dixons, het Franse Fnac en het Italiaanse Unieuro – zich niet louter richten op elektronikawinkels op vliegvelden, valt wel op dat de *multiple* van tussen de 4 en 6 waartegen zij handelen extreem veel lager ligt dan het prijskaartje dat B&S krijgt opgeplakt.

Op het Damrak schuurt de groothandelstak van Sligro het dichtst tegen de activiteiten B&S aan. Analisten van ING plakken hier een waardering op van 10 keer de bedrijfswinst.

Toegegeven, de groeidoelstellingen van B&S en het rendement op geïnvesteerd kapitaal ogen aantrekkelijk, maar de torenhoge waardering van de aandelen is alleen te rechtvaardigen als het management de groeibeloftes daadwerkelijk weet in te lossen.

