



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Seven & i Holdings Co. er et holdingselskab med drift inden for flere grene: døgndbutikker, supermarkeder, stormagasiner, fødevarer- og finansielle services.

➔ Selskabets overskud stammer hovedsageligt fra døgndbutikkerne, der er kendt under det internationale brand 7-Eleven. 7-Eleven er blandt de største franchisebrands i verden med 18.000 butikker i Japan og mere end 50.000 uden for Japan, primært i USA. 55 mio. kunder besøger hver dag Seven & i butikkerne. Døgndbutikkerne har en stærk markedsposition med betydelige stordriftsfordele og et solidt fundament for yderligere vækst. Robustheden i døgndbutikkernes drift opvejer supermarkedernes og stormagasinerne udfordrende omgivelser. Ikke desto mindre er der i de to typer detailbutikker en mulighed for organisk vækst i indtjeningen – hvis de bestyres med succes. Stormagasinerne repræsenterer dertil en mulighed for indtjeningsvækst gennem makroøkonomisk fremgang.

Døgndbutikker i Japan

Forklaringen på døgndbutiksformatets tiltrækningskraft i Japan ligger i den demografiske udvikling, der har medført fundamentale ændringer i detaillandskabet. Overordnet set har udviklingen haft en negativ indvirkning på den samlede detailhandel i Japan, der er skrumpet med

ca. 0,5% årligt over de sidste 15 år. Til sammenligning

er salget fra døgndbutikker faktisk steget med mere end 3% årligt over samme periode. Døgndbutikkerne har med succes formået at udvide deres kundegruppe ved at tilpasse sig de nye kunders behov,

hvilke inkluderer enlige mænd, udearbejdende kvinder

og de ældre. Døgndbutikkerne har formået at vinde markedsandele, på bekostning af andre detailtyper i Japan, ved at tilbyde mere frisk mad, bibeholde daglige leveringer, åbne caféer og promovere private labels (varer under 7 & i's eget navn). Men når blot 7% af detailhandelen foregår via døgndbutikker, og med de japanske demografiske trends in mente, er der absolut plads til yderligere vækst.

7-Elevens markedsposition

Det japanske marked for døgndbutikker har bevæget sig hen imod et oligopol, hvor de tre største aktører (siden 2013) kontrollerer 72% af markedet. 7-Eleven er den største døgndbutikskæde i Japan med en markedsandel på 38% (2013), langt foran nr. 2 på listen, Lawson, med 20%. 7-Eleven besidder en vigtig konkurrencemæssig fordel, der især kan tilegnes deres indkøbskraft og store marketingsindsats. Dertil

har de et vidstrakt distributørnetværk, som går hånd-i-hånd med stadig stigende markedsandele, der er opnået igennem åbningen af nye butikker og introduktionen af nye produkter og services. Et forbedret produktmix og et fremstød af egne brands kan føre til en stigning i kundetrafikken og kan dermed højne 7-Elevens fortjeneste endnu mere.

Hvad kan supermarkeder og stormagasiner bidrage med

Supermarkeder og stormagasiner har en langt lavere indtjeningsmargin end døgndbutikkerne. Ydermere falder Seven & i bagud i forhold til sine hjemlige konkurrenter, når det kommer til rentabilitet, hvor kædens margin dvæler omkring 1%, hvorimod konkurrenterne arbejder med langt sundere niveauer på 3-4%. Der er tydeligvis plads til forbedringer internt, og Seven & i ved, hvad de bør gøre, idet deres supermarkeder gradvist ny-orienteres mod mere tætbefolkede områder med større regional styrke.

Nye butikker åbnes i indkøbscentre frem for separate butikker og kan på den måde drage fordel af den trafik, der allerede er i centrene. Stor skala salg fremstød giver plads til mere fleksible "fair pris" systemer, der minimerer nedskrivninger på ukurante varer, og private labels og kundeloyalitetsprogrammer forstærkes. Stormagasinerne har brug for personale, der er mere forandringsparate og mere modebevidste, de skal være hurtigere til at reagere på salgstrends og tilpasse promoveringen derefter, og implementering af lokale succeser skal rulles ud i større geografisk skala.

Udover den indtjeningsvækst som interne forbedringer potentielt vil kunne bringe, er investeringen i Seven & i også en billig måde at opnå eksponering til en forbedring i den japanske økonomi. Siden det japanske finansielle mirakel sluttede for 25 år siden har mange regeringer gennem tiden forsøgt at få det til at genopstå. Det er netop det, som premierminister Shinzo Abe også forsøger med sin "Abenomics" plan, og skulle det lykkes, er Seven & i's supermarkeds-kæder godt positioneret til at drage fordel heraf.

Fremtidige vækstområder

Online salg er et af de områder, der byder på store muligheder. Seven & i Holdings går efter, hvad de kalder en "Omni-Channel" strategi ved at flytte flere og flere produkter over på deres online platform samt udnytte sit landsdækkende distributørnetværk. Online aktiviteterne er samlet i Seven Net Shopping, der tilbyder en bred vifte af produkter som f.eks. friske fødevarer, færdigretter, bøger og magasiner, mode, kosmetik og bleer, der kan leveres direkte til kundens dør eller afhentes i butikkerne. Lidt overraskende er det internationale salg ikke vokset hurtigere end den indenlandske omsætning i løbet af de seneste ni år. Imidlertid ser Seven & i sig selv indtage en større position i USA, hvor 7-Eleven kæden kun tæller 5,5% af samtlige døgndbutikker. Selskabet vil overføre deres succesfulde strategi fra Japan til USA, hvor de går efter at åbne nye butikker i tæt befolkede kystområder.

Vores type aktie

Som vore investorer ved, begunstiger ValueInvest Danmarks udvælgelsesproces selskaber med stabil indtjening. Det betyder dog ikke, at vi siger nej tak til vækstmuligheder, når de byder sig til rimelige priser, samtidig med at balancen er så stærk, at virksomheden kan modstå en del konjunkturmæssig modvind. Seven & i falder inden for denne kategori. Selvom vækstmulighederne måske synes dæmpet i forhold

til globale standarder, er den ganske positiv set i forhold til Japan, hvor den absolutte økonomiske vækst er lav og til tider hæmmende for indenrigsorienterede virksomheder.

Afkast og vækst

Så hvad kan virksomheden tilbyde ift. afkast og vækst? Hvis man køber alle udestående aktier og indfrier nettogælden, og sætter

>>



>> det i forhold til resultat af primær drift, leverer Seven & i p.t. en Earnings Yield på 6,8% - på linie med markedsniveauet på 6,7% i Japan for ikke-finansielle selskaber. Dette er mere end de 6,0%, Stabilt Forbrug sektoren samlet set kan levere, men fair i forhold til den cykliske hældning som Seven & i har gennem eksponeringen mod non-food produkter, som sælges i deres supermarkeder og stormagasiner.

Den beskedne udbytteprocent på blot 1,5%, som også er på niveau med det japanske marked generelt, afspejler det faktum, at virksomheden stadig har en højere vækst end de fleste selskaber i Stabilt Forbrug sfæren. Denne vækst har fundet vej til aktionærernes lomme gennem dividendeforhøjelser på 4,5% årligt, siden virksomhedens nuværende struktur trådte i kraft, efter at 7-Eleven Japan købte Ito-Yokada for ni år siden. Væksten kom med en stabil udbetalingsrate på 30-50% (eksklusiv finansåret 2009-2010, der var karakteriseret af den finansielle krise, og hvor virksomheden udbetalte mere end den tjente). Den planlagte udbetaling i år er den samme som for ni år siden, hvorfor den samlede dividendeforhøjelse kan tilegnes vækst i indtjeningen.



Stabilitet

De ovennævnte afkast- og vækstrater ser attraktive ud, især når de stammer fra en virksomhed med en stærk balance, der kun udnytter en fjerdedel af det gælds niveau som ValueInvest tillader. Dertil har Seven & i vist en grad af stabilitet i driftsindtjeningen, der er de fleste globale selskaber af denne størrelse overlegen, og dermed fuldt retfærdiggjort "B" risikoklassificeringen. Denne stabilitet er forstærket af mangfoldigheden i detailformatet og de komplementære aktiviteter, der grænser op til detail (fødevarer og finansielle services). 10% af Seven & i's driftsoverskud stammer fra finansiell virksomhed, der primært er at finde i periferien af detail. Disse inkluderer hæveautomater og kreditkortvirksomhed, elektroniske pengeservices, leasing og forsikring. Vi ser ikke disse som værende truende for koncernens stabilitet.



Vi ser Seven & i som en solid investeringscase, der forventeligt kan levere **tilfredsstillende langsigtede resultater**, på trods af udfordrende omgivelser med lave renter og ekspansiv pengepolitik fra Centralbankernes side.

Porteføljeperspektiver

De enkelte aktier i vores afdelinger skal være stærke, men det er ligeledes vigtigt, at de passer ind i den samlede portefølje. I porteføljesammenhæng komplementerer Seven & i to andre japanske døgnbu-butik-virksomheder, Family Mart og Lawson, som primært er indenlandske og af monoformat. Seven & i er et multiformat, hvor 45% af omsætningen (men 80% af driftsindtjeningen) stammer fra døgnbu-tikker. Dertil har selskabet en betydelig udenlandsk eksponering, der har været til stor fordel de sidste to år, hvor Bank of Japan har presset den japanske yen. Pga. sine internationale og cykliske eksponeringer er Seven & i aktien mere i harmoni med det globale aktiemarked end vores gennemsnitlige japanske investeringer. Med en stor overvægt imod stabilt indtjenende virksomheder er der rigeligt med plads til at rumme den snert af cyklikalitet, som Seven & i bringer ind.

Konklusion

Seven & i har været en del af den japanske portefølje af virksomheder i næsten et årti, og selvom selskabet ikke kan beskrives som direkte billigt, er karakteristikaene med til, at den er velegnet til vores noget koncentrerede portefølje af japanske selskaber, hvor hver virksomhed spiller en vigtig rolle. Vi ser Seven & i som en solid investeringscase, der forventeligt kan levere tilfredsstillende langsigtede resultater, på trods af udfordrende omgivelser med lave renter og ekspansiv pengepolitik fra Centralbankernes side. ●

Seven & i Holdings Co., Ltd.

www.7andi.com/en

Hjemsted

Japan

Etableringsår

2005

Antal ansatte

150.000

Brands

7-Eleven, Ito-Yokado, York-Benimaru, m.fl.

Omsætningen geografisk

Japan 65%, Nordamerika 33%, Andre 2%

Styrker

Stordriftsfordele ift. døgnbu-tikkerne, international tilstedeværelse.



Svagheder

Lav rentabilitet på aktiviteter, der ikke hører under døgnbu-tikkerne.

Muligheder

Ekspansion i USA, turn-around på andre detailformater, online salg, private labels.

Trusler

Konsolidering af konkurrenter, faldende købekraft hos forbrugerne.

Omsætning 2014

Mia. JPY 6039
 7% i.f.t. 2013

Markedsværdi inkl. gæld

Mia. JPY 5.216

Forventet driftsresultat (EBIT) 2015

Mia. JPY 354

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed

6,8% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾

1,9%

Merafkast for virksomhedsejeren

4,9% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.