



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

## Nærbutikskoncept i rask fart

Lawson driver en kæde af nærbutikker i og udenfor Japan, herunder Kina, Thailand, Indonesien og Filippinerne, hvorfra selskabet sælger fødevarer, fastfood, drikkevarer, snacks, magasiner, aviser og diverse andre varer.

➔ Hvis man synes, at bogstavet W i Lawson ligner noget fra "det vilde vesten", tager man ikke meget fejl. Lawson blev grundlagt i 1939, hvor J.J. Lawson åbnede en mælkebutik i Ohio (lidt øst for "det vilde vesten"). Mælkeflasken på Lawsons nuværende logo stammer helt tilbage herfra. I 1959 blev Lawson en del af Consolidated Foods og begyndte i 1975 at drive virksomhed i Japan. De første butikker var tro mod Lawsons amerikansk rødder og således helt anderledes end butikkerne i dag. Så sent som i 1996 åbnede Lawson deres første butikker udenfor Japan i Shanghai, og i 1997 var selskabet repræsenteret i alle Japans 47 regioner.

Lawson har åbnet ca. 1.600 butikker i Japan i de seneste to år. Herudover vokser kæden i Kina, hvor selskabet drager fordel af stigende disponible indkomster her og i andre lande i Asien-Stillehavsområdet. Lawsons ærkerival, japanske Seven & I Holdings Co. (7-Eleven), ekspanderer også voldsomt i Kina. Lawson åbnede deres første nærbutikker i Indonesien i 2011 med fokus på Jakarta-området. Selskabet overvejer endvidere at gå ind på markederne i Myanmar, Vietnam og Indien. Pr. marts 2017 omfattede Lawson hhv. mere end 13.000 butikker i Japan og ca. 1.200 udenfor Japan. Den samlede butiksvækst i Japan har siden 2012 udgjort 24%.

Lawson er den eneste tilbageværende store nærbutikskæde i Japan efter, at Family Mart gik ind i stormagasinssegmentet efter overtagelsen af UNY. Lawsons mål er at drive forretning og vokse ved at udnytte de muligheder, der ligger i Japans ændrede demografi samt ved at ekspandere i udlandet og således opfange den vækst, som den tilsvarende urbaniseringsudvikling i andre asiatiske lande byder på. Selskabet mener, at det med de erfaringer, det har akkumuleret i det

hurtigst aldrende samfund i verden, kan eksportere butikskonceptet fra Japan til andre dele af Asien. Vi mener, at selskabet har en pointe, da ekspansionen i Kina sker på et marked, der har samme karakteristika som Japan, hvad angår aldrende befolkning og urbanisering.

Lawsons nærbutikker drives under følgende brands: Lawson, Natural Lawson og Lawson store 100. Butiksformen er primært franchise, hvor ca. to tredjedele af bruttoindtjeningen hidrører fra franchiseprovisioner. En opdeling af Lawsons salg viser, at 50% + stammer fra forarbejdede fødevarer, ca. 25% fra fastfood, 10% + fra fødevarerudbringning og ca. 10% fra non-food.

### Brancheperspektiv

I et globalt perspektiv har sektoren Fødevarerbutikker over den seneste 10-års periode udvist lidt højere udsving i indtjeningen end det globale marked (ekskl. Finans). Det vil sige, at sektoren på overfladen ser ud til at være lidt mere konjunkturfølsom end det samlede aktiemarked. Markedet er dog stærkt påvirket af, at britiske Tesco og Morrisons i 2015 led store tab, som havde en betydelig indvirkning på branchens tal. Når der korrigeres for disse én-gangs effekter, viser

branchen en bedre stabilitet end det generelle marked. Fødevarerbutikker har også vist en solid track record for at skabe merværdi for deres ejere. I de seneste 20 år har merafkastet over de risikostjerede kapitalomkostninger været meget stabilt for branchen generelt, og hverken IT-boblen eller finanskrisen har haft nogen betydende indvirkning herpå.

I den seneste 20-års periode var det kun i 2015, at branchen ikke kunne tjene dens risikostjerede kapitalomkostninger, igen stærkt påvirket af Tesco og Morrisons. De seneste beregninger fra 2016 på fødevarerbutikkernes evne til at dække deres kapi-

talomkostninger i de sidste 30 år viser, at kun 12% af branchens selskaber ikke opfyldte denne målsætning sammenlignet med 43% af selskaberne på det globale marked.

Med udbredelsen af internettet og de sociale medier er de traditionelle distributionsplatforme blevet ramt af effekten af Amazon og lignende selskaber. Den økologiske sundhedsbølge, vi oplever idag, skaber nye distributionskanaler fra lokale producenter til lokale forbrugere. For at fastholde forbrugerne må de traditionelle fødevarerbutikker hurtigt kunne tilpasse sig de stadigt mere velinformerede forbrugeres evigt skiftende behov og krav.

For at imødekomme de stigende krav har fødevarerbutikkerne mange værktøjer til deres rådighed, f.eks. automatisering af rutineaktiviteter og anvendelse af butiks data (big data) til styring af hyldeplads og produkter. Endvidere udnyttes information fra loyalitetskort og for-

Forventet driftsresultat 2017  
**¥ 70 mia.**  
Antal butikker  
**> 14.000**  
Kunder pr. dag  
**> 10 mio.**

brugerundersøgelser for at opnå viden om forbrugernes præferencer og indkøbsadfærd. De butikker, som forstår at investere i de nødvendige værktøjer, har en god chance for at forblive relevante og konkurrencedygtige.

### Vækstudsigter

I en gruppe bestående af 14 sammenlignelige brancher er fødevarerbutikker relativt stor med hensyn til både omsætning og indtjening, som udgør hhv. 13% og 20%. I de seneste 10 år er omsætningen steget med 3,3% om året, mens indtjeningen er forblevet næsten flad med en stigning på 0,3%. Tager man imidlertid højde for de to britiske fødevarer kæder, Tesco og Morrisons, og eliminerer den negative indvirkning fra begge selskabers tab i 2015, er indtjeningen rent faktisk steget 2% årligt i gruppen af de sammenlignelige brancher.

### Sammenfatning

Dikteret af forbrugernes skiftende præferencer forventes fødevarerbutikkerne fortsat opleve store forandringer. I fremtiden vil generation X, Y & Z have stor indflydelse på udviklingen, idet disse generationer er vokset op med internettet, altid er online og helt fortrolige med "click'n'buy". Den demografiske udvikling kommer også til at spille en rolle. Japan, der allerede nu oplever en aldrende befolkning, kan måske vise vejen frem. Eksterne analyser peger på skiftende koncepter, hvilket betyder, at butikkerne enten er store eller små og fleksible. Nærbutikskonceptet har allerede vist sin styrke i Japan og forventes i en eller anden form også blive det førende koncept i Europa og USA.

I Europa og USA er det traditionelle store indkøb af varer dog meget mere almindeligt end på alle andre markeder. Det må derfor forventes, at nogle af de eksisterende butikskoncepter vil udvikle sig i retning af de japanske. Endvidere forventes etablerede fødevarerbutikker, i deres bestræbelse på at opnå højere fleksibilitet, at udvikle nye koncepter, der langt mere effektivt kan tilpasses forbrugernes hurtigt skiftende præferencer.

### Selskabets position i branchen

I det seneste årti har Lawson udvist en faldende tendens i merafkastet på deres investerede kapital. Lawson præsterer dog stadig næsten et dobbeltcifret merafkast på 9,4% sammenlignet med branchens 3,9% for det seneste år.

Ændringerne i samfundet er dybt forankret i Lawsons forretningsmodel, der bygger på det mindre butikskoncept. I en treårig periode, der begyndte i 2016, er det Lawsons mål at udvikle sig iht. "Manufacturing Based on a Small Commercial Area Model" med henblik på at forbedre butikkernes produktivitet. Bestyrelsesformand Tamatsuka udtaler, at selvom ledelsen i Lawson mener, at de har opbygget en solid strategi, hvormed de vil føre Lawson frem til "Next Generation Convenience Store Model", er det virksomhedskulturen, der, dybt forankret i koncernens medarbejdere, skal bære ændringerne igennem. Det er ude i de tusindvis af nærbutikker, at kampen skal vindes af hver af koncernens ca. 200.000 medarbejdere.

Ledelsen i Lawson mener, at de har opbygget en solid strategi, hvormed de vil føre Lawson frem til "Next Generation Convenience Store Model". Tusindvis af nærbutikker og ca. 200.000 medarbejdere skal vinde kampen.

Lawson tilstræber at spille en vigtig rolle i samfundet. Hvordan? Den aldrende befolkning og flere kvindelige kunder er velkendte fokusområder. Nu handler det langt mere om levering af endnu friskere fødevarer og et generelt bredere udbud af dagligvarer så som vaskemidler, køkkenredskaber og skønhedsprodukter. Da befolkningen i stigende grad bruger nærbutikkerne som opsamlingssted for E-handelsleverancer, fremmer denne service nye produkttyper og -tjenester, såsom vareudbringning, herunder levering af færdigttilberedte måltider. ▶



## Nøglepunkter

- Generelt fald i merafkastet over de risikojusterede kapitalomkostninger i sektoren for fødevarerbutikker, selvom dette synes at være fladet ud
- Lawson har i de seneste 10 år leveret et merafkast, der er markant højere end branchens
- Lawsons balance udviser ca. 50% gældsudnyttelse i vores beregningsmodel og er således godt rustet til at udnytte mulighederne i det asiatiske nærbutiksmarked
- Markedet for fødevarerbutikker i Asien anslås at stige 6% om året indtil 2021
- Asiens fødevarermarked er det største i verden og forventes at omsætte for USD 4,8 billioner i 2021, svarende til Europas og Nordamerikas markeder samlet set
- Indonesien, Filippinerne og Vietnam forventes at udvise den hurtigste samlede årlige vækst (kilde: IGD)
- Det japanske fødevarermarked forventes at vokse med omkring 5% indtil 2021 (kilde: IGD)
- Lawson er allerede repræsenteret i høj-vækst områderne, herunder Filippinerne og Indonesien, og er naturligvis en stor aktør på hjemmemarkedet

- De to største konkurrenter i Japan er Seven & I og Family Mart UNY. Inklusive Lawson er alle tre selskaber meget indtjeningsstabile med et 10-årigt risikojusteret merafkast af den investerede kapital i den øverste tredjedel af alle fødevarerbutikker globalt. Vi mener, at Lawson som ren nærbutik er specielt velpositioneret til at udnytte de muligheder, der ligger i den fortsatte udvikling i det demografiske landskab i Japan, et tilsvarende mønster i Kina og væksten generelt i Asien.

## Investeringsrationale

Efter at Family Mart UNY er gået ind i stormarkedssegmentet, er Lawson den eneste tilbageværende rene nærbutikskæde. Bekvemmeligheden ved nærbutikkerne forventes fortsat at være attraktiv for forbrugerne i de asiatiske lande. Som følge af urbanisering og den demografiske udvikling, der svarer til Japans aldrende befolkning, vil nærbutikskonceptet derfor fortsat være at foretrække fremfor stormarkedskonceptet. Endelig forventes nærbutikskonceptet at finde yderligere fodfæste, efterhånden som nye tiltag så som vareudbringning og etablering af opsamlingssteder for E-handelsleverancer vinder indpas.

I en branche, der fortsat er fragmenteret, er Lawson rimeligt prissat i midten af dennes værdiansættelse med en Earnings Yield på omkring 7%, hvilket er lavere end sektorgennemsnittet. Når vi imidlertid tager

højde for selskabets kvalitetsdimension, idet Lawson har risikopræmie under gennemsnittet og leverer et merafkast på den investerede kapital på over gennemsnittet for sektoren, er Lawson et interessant selskab at eje, da vi mener af få kvalitet for den marginale overpris, vi betaler i forhold til sektoren.

Den forventede vækst på > 5% i Japan, kombineret med den forventede solide tocifrede vækst i andre asiatiske lande, tegner godt for indtjeningsvæksten

Efter flere års råvaredeflation i fødevarerbranchen er der risiko for, at inflationen vender tilbage og medfører højere fremstillingsomkostninger, som muligvis ikke kan overvælttes på forbrugerne. En mere grundlæggende ændring i den traditionelle distribution af føde- og dagligvarer, hvor nye distributionskanaler erstatter de gamle murstensbutikker, ser ikke ud til at gælde for nærbutiksegmentet, der i rask fart åbner butikker i økonomiske vækstområder.

## Værdiansættelse

Den nuværende værdiansættelse ligger lidt over branchens, men Lawsons kvalitet og indtjeningsstabilitet ligger over gennemsnittet og er fundamentet for Lawson casen, idet der ikke er andre umiddelbare og åbenbare katalysatorer. Den forventede vækst i det asiatiske butiksmarked er en faktor, som skulle betyde, at Lawson har et voksende marked at udfolde sig på. Den forventede vækst på > 5% i Japan, kombineret med den forventede solide tocifrede vækst i andre asiatiske lande, tegner således godt for indtjeningsvæksten. ●

Lawson		www.lawson.jp/en
<b>Hjemsted</b> Japan		nødenheder til den japanske forbruger.
<b>Etableringsår</b> 1975		<b>Svagheder</b> Hurtig ændring i kundeadfærden i retning af meget mere online shopping vil gøre det vanskeligt at tilpasse det store butiksnærværk i samme takt.
<b>Antal ansatte</b> 9.403 (eksklusive ansatte i franchisebutikker)		<b>Muligheder</b> Software til brug for BIG DATA er let tilgængeligt. Omkostningsstyring via automatisering af forskellige rutiner som f.eks. hyldepåfyldning, pakning af online ordrer mv. Udvidelse af salgsnet i Asien, som forventes at udvise en stærk vækst i fødevarerhandel i de kommende år.
<b>Omsætningen geografisk</b> Hovedsagligt Japan, hvor ca. 50% + stammer fra forarbejdede fødevarer, ca. 25% fra fastfood, 10% + fra fødevarerudbringning og ca. 10% fra non-food.		<b>Trusler</b> Overekspansion i andre asiatiske lande.
<b>Produkter</b> Nærbutikker		<b>Indtjeningsstabilitet</b> <b>Høj</b>
<b>Styrker</b> Andenstørste nærbutikskæde i Japan er lig med stordrift og stærkt distributions- og salgsnetværk. Øget "store traffic" pga. pakkeservices giver mersalg i butikkerne. Leverer de fleste daglige for-		<b>Økonomier</b> uden tilstrækkelig momentum på disse markeder med udvanding af marginer til følge.
		<b>Omsætning 2016</b> JPY 631.288.000.000 +8,2% i forhold til 2015
		<b>Markedsværdi inkl. gæld</b> JPY 984.786.919.410
		<b>Forventet driftsresultat (EBIT) 2017</b> JPY 70.278.240.000
		<b>Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed</b> 7,14% (Earnings Yield)
		<b>Global, vægтет 10-årig statsrente<sup>(1)</sup></b> 1,70%
		<b>Merafkast for virksomhedsejeren</b> 5,43% point

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landfordelingen i MSCI Verden.