

30. júní 2014

Vara við aukinni samkeppni

Greinandi:
Jóhann Viðar Ívarsson johann@ifs.is

Erfitt að etja raunverulegu kappi við félagið

▪ Hagar skiluðu uppgjöri fyrir 1F rekstrarársins 2014/15 fyrir helgi eins og við höfum fjallað um. Árið fór rólega af stað með 2,8% tekjuvexti en kostnaðarhlutföll voru svipuð og þau hafa verið. Við gerum ráð fyrir að tekjur hækki meira á síðari fjórðungum ársins, m.a. með aukinn neyslu landsmanna og metfjölda ferðamanna. Stjórnendur segja horfur á nýlega höfnu ári vera svipaðar og á hinu síðasta og að 1F hafi verið skv. áætlun. Þeir melda þó að þessu sinni, í fyrsta skipti á næstliðnum árum, að búast megi við aukinni samkeppni á komandi misserum í bæði dagvöru og sérvöru.

▪ Hagar hafa öfundsverða stöðu á dagvörumarkaði og hafa ef eitthvað er styrkt hana á liðnum misserum með framgangi Bónusbúðanna. Að mati IFS er ekki heiglum hent að keppa við félagið í verði vegna mikilla og hagkvæmra innkaupa þess og sterks efnahags. Vænlegra sé fyrir aðra að raða sér í námunda við það í verði.

▪ Við höfum endurmetið virði Haga í ljósi nýjustu upplýsinga. Niðurstaðan er sú að réttmætt virði hlutar í Högum sé nú 45,2 kr. Markgengi eftir 9-12 mánuði setjum við í 48,4 og miðum þá við hvert gengi bréfanna ætti að vera eftir eitt ár skv. þeirri sjóðstreymisáætlun sem við setjum hér fram að óbreyttri ávöxtunarkröfu. Mælum við með að fjárfestar haldi bréfum í félaginu m.v. markaðsgengið 44,8. Í síðasta virðismati fyrir þremur mánuðum var niðurstaðan 44,5 kr. á hlut. Þá mæltum við með að kaupa en markaðsgengið var 42,9.

▪ Rekstrarspáin okkar er lítillega breytt frá síðasta mati. Við gerum nú ráð fyrir eilíflíli hlutfallslækkun í helstu kostnaðarliðum. Byggjum við það á þeim árangri sem náðst hefur hjá félaginu og haldið um nokkurt skeið. Ávöxtunarkrafan hækkar hins vegar um 30p, úr 10,8% í 11,1%, einkum vegna hækkunar á grunnviðmiðum á markaði.

▪ Athugið að aðalfundur samþykkti greiðslu arðs upp á 1 kr. á hlut á aðalfundi nú og var hann greiddur út fyrir helgi. Leiðrétt er fyrir arðgreiðslunni við mat á sjóðstöðu félagsins.

▪ Sjóðstreymisspá og forsendur virðismats má sjá á bls. 2 og samanburð við erlend félög á bls. 3.

Halda

Virðismatsgengi
45.2 ISK

Markgengi eftir 9-12 mánuði

48.4 ISK

Verðmatsgengi á hlut	45.2
Markgengi á hlut	48.4
Hlutir (m)	1,172
Virði félags mv. v. virðismat	52,894

Markaðsgengi	44.80
Verðmatsgengi v.s. markaðsgengi	0.8%
Markgengi v.s. markaðsgengi	7.9%

Kennitölur m.v. virðismat IFS	13-14	14-15S
V/H	13.4	12.5
EV/EBITDA	9.1	8.6
EV/EBIT	10.3	9.7

Rekstur (ISK ma.)	13-14	14-15S
Tekjur	76.2	79.8
- vöxtur	6.1%	4.8%
EBITDA	5.9	6.2
- %	7.7%	7.8%
EBIT	5.2	5.5
- %	6.8%	6.9%
Hagnaður	4.0	4.2
- %	5.2%	5.3%

Virðismat

Sjóðstreymisgreining

	2014-15	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
Sala	79,849	83,841	87,614	91,557	95,219	99,028	102,890	106,800	110,751	114,738
EBITDA	6,203	6,089	6,363	6,650	6,916	7,192	7,473	7,757	8,044	8,333
Afskriftir	-661	-831	-860	-889	-915	-927	-939	-952	-964	-977
EBIT	5,542	5,404	5,656	5,919	6,165	6,422	6,683	6,947	7,215	7,487
Tekjuskattur	-1,108	-1,081	-1,131	-1,184	-1,233	-1,284	-1,337	-1,389	-1,443	-1,497
NOPLAT	4,434	4,323	4,524	4,735	4,932	5,138	5,346	5,558	5,772	5,989
Afskriftir	661	831	860	889	915	927	939	952	964	977
Br. í veltufjm.	-86	-120	-113	-118	-110	-114	-119	-124	-113	-117
Fjárfesting	-1,998	-1,006	-1,051	-1,099	-1,047	-1,040	-1,029	-1,015	-997	-975
FCFF	3,011	4,028	4,220	4,408	4,690	4,911	5,138	5,371	5,627	5,874

Núvírði FCFF	2,107	3,384	3,192	3,002	2,876	2,711	2,554	2,404	2,268	2,131
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

WACC	11.1%
Áhættulausir vextir	7.1%
Beta	0.65
Áhættuálag hlutabréfa	6.1%
Sértækt álag	0.5%
Áv öxtunarkrafa eiginfjár	11.5%
Kostnaður lánsfjár eftir skatta	6.6%

Langtímav öxtur FCFF	3.5%
Núvírði FCFF á spátíma	26,628
Núvírði framtíðarrekstrar	29,166
Rekstrarv irði	55,794
Nettó vaxtaberandi skuldir	(1,682)
Arðgreiðsla	(1,172)
Hlutfjárvirði	52,940
Fjöldi hluta	1,172
Sannvirði á hlut	45.2

Nokkrar helstu forsendur mats

- Við gerum í matinu ráð fyrir að Hagar nái að halda að mestu þeim rekstrarbata sem náðst hefur á síðustu árum. Enn er unnið að bætingu svo félagið kann að eiga eitthvað inni, án þess að við viljum reikna með því.
- IFS gerir nú ráð fyrir 4,8% tekjuvexti á núverandi rekstrarári og 5% á því næsta. Tekjuvöxtur lækki síðan í skrefum í 3,6% á rekstrarárinu 2023/24. Langtímavöxtur sjóðstreymis eftir það verði 3,5%.
- Við spáum 24,2% framlegð á núverandi rekstrarári og 24,1% eftir það. Framlegð var 24,3% á nýliðnu ári og að meðaltali 24,4% á sl. sex rekstrarárum, hæst 24,8% og lægst 23,5%.
- Reiknað er með að Hagar haldi hlutfalli launa 8,6% af tekjum á spátíma. Hlutfallið var 8,5% á nýliðnu ári og að meðaltali 8,9% á sl. sex rekstrarárum, hæst 9,5% og lægst 8,5%.

- Í öðrum rekstrarkostnaði reiknum við með 8,1% hlutfalli í ár en 8,4% jafnaðarhlutfalli á spátíma. Hlutfallið var 8,2% á nýliðnu ári og að meðaltali 6,5% á sl. sex rekstrarárum, hæst 8,7% og lægst 4,5%.
- Afleiðingin af ofangreindum forsendum er að gert er ráð fyrir að EBITDA verði um 7,8% af tekjum í ár og um 7,3% á spátímanum. EBITDA% var 7,7% á nýliðnu ári og að meðaltali 6,5% á sl. sex rekstrarárum, hæst 7,7% og lægst 5,3%. 6,9
- Við áætluðum að EBIT verði um 6,9% af tekjum á þessu ári og um 6,5% á spátíma að teknu tilliti til afskrifta vegna nýrrar fjárfestingar í húsnæði Banana ofl. EBIT% var 6,8% á nýliðnu ári og að meðaltali 5,1% á sl. sex rekstrarárum, hæst 6,8% og lægst 3,6%.

Virðismat

Verðkennitölur m.v. virðismat IFS og samanburðarfélög Tölur fyrir Haga IFS, fyrir erlend félög Bloomberg

Félag	Land	% br. á árinu	V/I	V/H 12m	V/H 14/15	EV/EBITDA 12m	EV/EBITDA 14/15	EV/EBIT 12m	EV/EBIT 14/15
KONINKLIJKE AHOLD NV	Holland	6.1	2.6	15.7	15.0	6.5	6.3	11.0	10.4
CARREFOUR SA	Frakkland	-6.7	2.5	19.6	17.1	6.0	6.3	13.7	10.3
CASINO GUICHARD PERRACHON	Frakkland	15.4	1.4	12.5	17.4	6.7	4.8	9.7	6.9
COLRUYT SA	Belgía	-8.9	2.9	16.5	16.0	8.3	7.4	11.6	10.4
DELHAIZE GROUP	Belgía	14.4	1.0	23.6	12.0	6.5	4.9	14.5	9.1
JERONIMO MARTINS	Portúgal	-15.6	5.2	20.4	18.3	10.9	9.9	16.4	14.7
MARKS & SPENCER GROUP PLC	Bretland	-1.3	2.6	13.1	12.6	7.2	6.7	11.7	11.2
MARKS & SPENCER GROUP PLC	Býskaland	-9.5	2.0	-	18.0	-	5.6	-	9.4
WM MORRISON SUPERMARKETS	Bretland	-29.5	0.9	-	12.8	7.0	7.8	10.4	12.5
SAINSBURY (J) PLC	Bretland	-13.3	1.0	8.4	10.6	4.9	5.2	7.8	8.6
TESCO PLC	Bretland	-14.8	1.6	12.0	10.9	7.8	6.9	12.0	10.2
TARGET CORP	Bandaríkin	-8.1	2.2	16.6	15.8	8.9	7.6	14.5	11.7
AXFOOD AB	Svíþjóð	12.4	6.0	19.5	18.3	10.0	9.6	15.0	14.5
KESKO OYJ-B SHS	Finnland	7.4	1.3	18.8	16.9	9.3	8.0	16.0	13.6
WAL-MART STORES INC	Bandaríkin	-4.3	3.3	15.6	14.6	8.8	8.0	11.7	10.7
Haga m.v. virðismat IFS		16.7	4.1	13.1	12.5	8.6	8.2	9.7	9.2
Meðaltal		-3.7	2.4	16.3	15.1	7.8	7.0	12.6	10.9
Miðgildi		-6.7	2.2	16.5	15.8	7.5	6.9	11.8	10.4
Haga m.v. meðaltal			67%	-20%	-17%	11%	18%	-23%	-16%
Haga m.v. miðgildi			82%	-21%	-21%	15%	20%	-18%	-12%

Research Disclaimer

The opinions and projections included in this report are based on general information which IFS research has gathered when this report is written. Sources mainly used are annual reports, earnings' meetings and stockholders' meetings among other public information which have been published in the media and on other scenes. Information in this report is only published for informative purposes and should thus not be viewed as an offer of any kind. Opinions and projections can change without notice. Although particular care is taken that the information is correct and precise when it is put forward, IFS research or its employees cannot be held responsible for faults. IFS research and its employees are not responsible if the price of shares, in which the company recommends a buy, might go down.

IFS research, its employees, board members, or others in any manner related to IFS research, might hold interests in specific companies which the IFS research analyses discuss at each time. These interest might be as shareholders, consultants in specific companies or may refer to interests connected to other services provided.

© Copyright 2014 by IFS.
All rights reserved.

The entire contents of this document is subject to copyright with all rights reserved. All copyrightable text and graphics, the selection, arrangement and presentation of all information and the overall design of the document are the sole and exclusive property of IFS.
