

# Hornbach Holding AG Konzern

“Es gibt immer was zu tun.”  
(Siempre hay algo que hacer)

# Descripción del negocio

- La empresa HORNBACH fue creada en 1877. Aunque durante buena parte de su existencia se han dedicado a la comercialización de materiales para la construcción, su negocio principal desde 1960 son las tiendas de bricolaje y jardinería (DIY stores). Cotiza en bolsa desde el año 1993 pero la familia Hornbach sigue controlando la empresa tal y como vienen haciendo desde hace 5 generaciones. Están presentes en 9 países europeos con un total de 149 tiendas (a finales de 2015). Su mercado principal es Alemania, con 99 tiendas que proporcionan el 60% de las ventas del grupo.
- Tiene unas ventas de más de 3,5 billones de euros que no han parado de crecer desde sus inicios con un crecimiento anualizado medio de un sólido 13% durante los últimos 25 años.
- Son los terceros por volumen de ventas de ventas en Alemania (11% del mercado) y quintos a nivel europeo.
- El holding está formado por Hornbach Baumarkt (engloba el negocio del bricolaje y tienen 38 de sus tiendas en propiedad), Hornbach Immobilien (la inmobiliaria del grupo que cuenta con 43 tiendas en propiedad) y Hornbach Baustoff Union (mayorista de materiales para la construcción). Estos dos últimos aportan respectivamente 51,5 y 6,5 mill € al EBIT del 2014/2015.

# Competencia

- La competencia en el sector de las tiendas de bricolaje y jardinería es brutal. A día de hoy, hay más de 2.400 tiendas solo en Alemania, lo que supone: una tienda por cada 35.000 habitantes (hace 20 años era de una por cada 70.000). Como resultado de esta terrible competencia, el año pasado cerró definitivamente sus puertas uno de los actores principales: “Praktiker/Max Bahr”.
- Sus principales competidores en la actualidad son OBI y Bauhaus.
- OBI forma parte del grupo de distribución y alimentación Tengelmann (empresa familiar no cotizada). Es el líder alemán con 580 tiendas y unas ventas de más de 6,7 billones de euros que operan bajo un sistema de franquicias.
- Bauhaus es propiedad del empresario Heinz-Georg Baus (tampoco cotiza en bolsa). Poseen 260 tiendas y 5 billones de facturación.
- Hay otros competidores pero de menor tamaño y fortaleza: Hagebaumarkt, Globus Baumarkt, Hellweg, Toom Baumarkt...
- Las tiendas online del tipo Amazon no suponen, ni creo que vayan a suponer, ninguna amenaza dado que apenas el 2% de los consumidores compran online. Además, muchos de los productos necesitan de asesoramiento y verificación en tienda.

# Ventajas competitivas

- Empecemos por lo malo (no todo van a ser buenas noticias):
  1. El sector no tiene barreras de entrada.
  2. No hay costes por cambiar de proveedor (switching costs) ni efecto de red (network effect).
  3. De las economías de escala se benefician también sus más inmediatos competidores que, además, también son empresas familiares con la ventaja de que no cotizan en bolsa (no sufren la presión de los mercados) y, en el caso de Bauhaus, no tiene deuda.
- Ahora lo bueno:
  1. Poseen una fuerte imagen de marca. Son vistos por el público como la que ofrece mejor servicio y calidad con una buena relación calidad-precio. He vivido muchos años en Alemania y nunca he oído a nadie hablar mal de ellos. De hecho, obtienen casi siempre las mejores notas en las diversas evaluaciones llevadas a cabo por programas de televisión, radio, consumidores, etc. Aquí una muestra (en alemán): <https://www.youtube.com/watch?v=Rjt0uID66S0>
  2. El 70% de sus clientes son hombres (por un 55% de su máximo competidor OBI), consumidores habituales que anteponen la calidad del producto, el buen asesoramiento y la buena atmósfera al precio. Esto es algo que no entendió Praktiker/Max Bahr con su política de: “20% de descuento sobre cualquier producto”. Resultado: quiebra y 400 tiendas menos. El mercado alemán valora y mucho la calidad. Valga como curiosidad que en Alemania apenas hay tiendas de chinos del “todo a 100”.
  3. Hace unos años inició una agresiva campaña comercial que le está proporcionando muchos clientes de su competencia que vienen para quedarse. De hecho, durante los últimos 15 años, Hornbach ha pasado de tener una cuota de menos del 5% del mercado alemán a copar ya el 11%. Mientras las ventas del sector (en términos comparables de superficie) se han reducido un 13%, ¡Hornbach las ha aumentado un 33%! Eso es una buena empresa.
- Aquí una muestra de algunos anuncios televisivos bastante divertidos:
  1. <https://www.youtube.com/watch?v=dNVHHIK3k5Y&list=PLwYWy-zfgg1vITpDKcLCeNdAMmMBT3Kdn&index=2>
  2. Y aquí uno sobre su “inigualable” martillo de acero de tanque ruso!!! <https://www.youtube.com/watch?v=1rngcRlvPQ>
- 4. Sus tiendas son muy grandes, la mayoría de más de 10.000m<sup>2</sup> con una media de 11.600m<sup>2</sup> (frente a los 7.500m<sup>2</sup> de OBI) que les permiten ofrecer una mayor variedad de productos (una media de 50.000 artículos).
- 5. Los productos de su propia marca (donde los márgenes son más altos) son de muy buena calidad.

# Fundamentales

- Ventas de más de 3,5 billones de euros con un margen sobre ventas de un 38%.
- Es el número uno en Alemania en ventas por tienda (23mill € frente a los 19,4 de Bauhaus y 10 de OBI) y por metro cuadrado de superficie (1.970,00€ vs 1.733,00 y 1.340,00€).
- Tienen un EBITDA esperado para este ejercicio de 250 mill € y un EBIT de 170 millones.
- Los gastos generales, de venta y administrativos (SGA), aunque hayan aumentado en el último ejercicio debido en parte a la absorción de 6 tiendas de su ex-rival Praktiker, siguen estando en entornos del 30% (como le gusta a Buffett).
- Tienen un balance muy saneado con una deuda neta de 250 millones € (1,0x EBITDA) y una relación deuda neta/patrimonio neto de 0,20. Además, el grueso de la deuda vence dentro de 5 años, a tipo de interés fijo de aprox. 4%, lo cual les cubre de una, más que posible, subida de intereses.
- Tienen más de 460 millones € en caja con un ratio de liquidez de x 2,23 (más que suficiente para afrontar las obligaciones a c/p.)
- Ratio de retornos: ROCE=8,7%, ROE= 8,8%
- Número de empleados: 17.134
- El capital social está dividido entre 16.000.000 de acciones.

# Valoración

- El precio de cotización de hoy es de 70,79€, con lo cual, si quisiese comprar hoy toda la empresa tendría que desembolsar 1.132 millones de euros.
- Ahora comparamos precio y valor:
- A cambio de esos 1.132 millones obtendría, para empezar, 460 millones de euros que la empresa tiene en caja. Por otro lado, la empresa tiene un beneficio neto de más de 90 millones de euros, lo que implicaría comprar la empresa a un PER x7,5 (x12,20 sino tengo en cuenta la caja).
- La empresa cotiza por debajo de su valor en libros x0,86 lo que nos da un amplio margen de seguridad. Además, no estoy teniendo en cuenta el boom inmobiliario que se está produciendo en Alemania que hará que sus activos inmobiliarios se vean muy revalorizados.
- Teniendo en cuenta su cotización histórica a x15 beneficios, nos daría una horquilla de valoración de entre 110 y 120€ precio/acción con un potencial de revalorización de aprox. 60%, crecimiento futuro de la empresa de regalo.
- Hay dos tipos de acciones, las del holding (HBH3) y las del negocio principal (HBM). El derecho a voto no tiene relevancia porque la familia Hornbach controla la empresa. Las acciones del holding cotizan con un ligero descuento del 8%, en cambio, el dividend yield de HBM es mayor (1,77% vs 1,10%) pero teniendo en cuenta la evolución del precio de las 2 acciones (ver gráfico) y que la familia posee las del tipo HBH3, me decanto por éstas últimas. La liquidez se ha visto aumentada desde la salida del grupo británico Kingfisher (propietario entre otros de Brico Depot), en la actualidad, la liquidez es de 6.230 acciones al día para las HBH3 y 110.476 acciones al día las de HBM.

## Comparables:

Dado que sus inmediatos competidores no cotizan en bolsa, solo tenemos como referencia a Kingfisher PLC que cotiza a x1.4 veces valor en libros y P/E = 14,2 con peores márgenes y sin crecimiento constante.



# Riesgos y catalizadores

- El riesgo cero no existe, pero los posibles riesgos son principalmente operativos y de negocio. Que la competencia se intensifique, que los consumidores dejen de consumir tanto, que la imagen de la empresa se vea dañada, etc.
- El riesgo financiero es muy bajo (balance saneado), riesgo de moneda bajísimo (vende y compra principalmente en euros), se ha comportado bien durante la crisis financiera. No parece que pueda verse afectados por desastres naturales, marco regulatorio estable (no es una industria problemática), management sólido (empresa familiar), etc.
- Los climas fríos merman los importantes ingresos de la división de jardinería. Este año ha sido bueno pero nada asegura que los siguientes también lo sean.
- Catalizadores:
- Buenas perspectivas para el sector de la construcción en Alemania donde se construyen unas 285.000 viviendas al año con una demanda estimada de 400.000 (o incluso más dada la enorme avalancha de refugiados que están recibiendo).
- El 75% de las viviendas en Alemania tiene más de 30 años y necesitan modernización y reformas.
- Alemania está decidida a mejorar su eficiencia energética y las casas son un punto central. Se buscan construcciones eco-friendly.

# Conclusiones

Hornbach es una muy buena empresa en un negocio algo saturado, pero estable, entendible y la empresa está bien gestionada. Cuenta con una muy buena reputación, tiene buenas expectativas a largo plazo y en cuanto a la valoración, no es que nos estén regalando la empresa, pero con un potencial del 60-65% opino que en una cartera compuesta por 30-40 valores, esta acción es una buena alternativa.

## NOTA:

No he mantenido ni mantengo en la actualidad ninguna relación contractual con esta compañía. Sí mantengo una posición accionarial en esta compañía compradas a 70,00€



# JPMontes

c/ San Lamberto 11, local 1

28017 Madrid

Telf.: +34 646868912

e-mail: [jorgepm@web.de](mailto:jorgepm@web.de)

Responsable de los contenidos : Jorge Pérez Montes.

Todos los nombres y marcas nombrados son propiedad de sus respectivos dueños.

Todos los derechos reservados.