

3i 1, 2, 3i, ACTION!



Analist Joep Dikken van Tresor Capital ontleedt de Britse investeringsmaatschappij 3i en vooral haar goudmijn, de retailketen Action. “Zolang de groei krachtig blijft en de cashflows robuust zijn, is er voor 3i weinig noodzaak om afstand te doen van een van de meest waardevolle private ondernemingen van Europa.”

De 3i Group behoort vandaag tot de meest onderscheidende investeringsmaatschappijen van Europa. De wortels van het bedrijf liggen in de naoorlogse wederopbouw van het Verenigd Koninkrijk. Het werd toen opgericht om een hardnekkig kapitaaltekort voor kleinere ondernemingen op te lossen.

Met de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten evolueerde ook 3i. Het bedrijf verschoof van brede kmo-financiering naar meer gerichte private equity-activiteiten in grotere buyouts. Om deze strategische verschuiving te ondersteunen werd besloten om 3i naar de beurs te brengen. De adviseur van deze beursgang was een toen 35-jarige investment banker van Barings Bank, Simon Borrowers. Ruim zeventien jaar later, in 2011, trad hijzelf toe tot 3i als CIO; een jaar later werd hij benoemd tot CEO, een positie die hij tot vandaag de dag nog bekleedt.

Onder Borrowers veranderde de strategische koers fundamenteel. Hij wilde van 3i een private-equityfirma maken die minder afhankelijk was van externe fondsen en een groter deel van het eigen vermogen investeerde. Dat gaf 3i meer flexibiliteit: het bedrijf hoefde niet te verkopen wanneer de markt dat dicteert, maar wanneer het zelf overtuigd is van het juiste moment.

Die flexibiliteit vormt de kern van 3i's huidige karakter. Het investeert substantieel langer dan traditionele private-equityfondsen en voelt geen druk om posities versneld af te bouwen. Met deze langetermijnbenadering lijkt 3i vandaag de dag meer op een investeringsmaatschappij dan op een klassiek private-equityfonds. Het combineert langdurige kernparticipaties met kortere, kleinere deals die sneller rendement opleveren. Door die hybride aanpak is 3i uitgegroeid tot de consistente en onderscheidende speler die het nu is.

De goudmijn genaamd Action

Vandaag de dag krijgt een belegger in 3i vooral één ding: Action. De discount non-food retailer, in Nederland en België inmiddels een cultureel fenomeen, vertegenwoordigt bijna 80% van de totale waarde van 3i Group. Ter vergelijking: in 2015 was dat nog slechts 15%.

Het verhaal van Action vertoont opvallend veel gelijkenissen met dat van Basic-Fit. Beide zijn Nederlandse bedrijven die actief zijn in

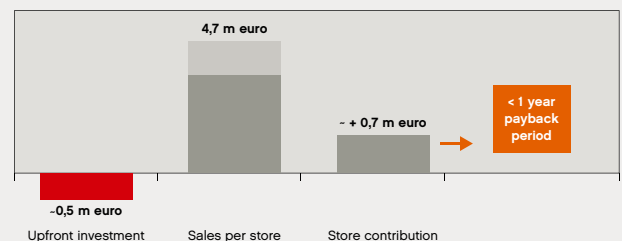
een sector waarin value-for-money, ofwel discount, centraal staat. Ook bij Action stapte 3i rond dezelfde periode in en wist het door een combinatie van scherpe merkpositionering, strikte kostenbeheersing en ambitieuze internationale expansie een exponentiële groei te realiseren. Waar Action destijds bestond uit circa 200 winkels in drie landen met 80 miljoen euro EBITDA, telt de keten vandaag meer dan 3000 winkels in ruim vijftien landen en genereert het meer dan 2,5 miljard EBITDA.

“3i lijkt meer op een investeringsmaatschappij dan op een private-equityfonds.”

Het grote verschil met de Basic-Fit-case is dat Action nog altijd niet beursgenoteerd is. Hoewel een IPO op termijn voor de hand ligt, heeft 3i geen enkele reden om dit proces te versnellen. Action is simpelweg een goudmijn. Zolang de groei krachtig blijft en de cashflows robuust zijn, is er voor 3i weinig noodzaak om afstand te doen van een van de meest waardevolle private ondernemingen van Europa.

De indrukwekkende groei van Action is vrijwel volledig te herleiden tot grafiek 1. Hoewel die heel simpel oogt is die veelzeggend. Het laat zien hoe de economie van een nieuwe winkel eruitziet. Een filiaal vraagt bij opening een initiële investering van ongeveer 0,5 miljoen euro, het grootste deel voor de locatie en inrichting. Vervolgens realiseert zo'n winkel in het eerste jaar gemiddeld 4,7 miljoen omzet.

Grafiek 1 De gemiddelde terugverdientijd van een winkel 2020-2023



De groene balk in de grafiek vertegenwoordigt een *store contribution* van ongeveer 0,7 miljoen euro per winkel. Dit is opbrengst die overblijft nadat alle directe winkelkosten betaald zijn. Denk aan personeel, huur, energie en winkeloperatie. Het is echter geen net-

“3i investeert substantieel langer dan traditionele private-equityfondsen.”

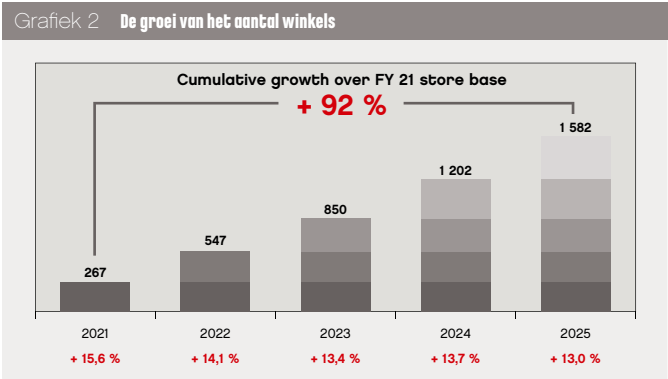
towinst want hier moeten nog de overhead kosten vanaf, maar zelfs dan ligt naar verwachting de terugverdientijd binnen een jaar van de opening van de winkel.

En de echte kracht van het model gaat nog verder dan de snelle winstgevendheid van de winkels. Action werkt namelijk met een structureel negatief werkkapitaal. Klanten rekenen hun aankopen direct af, terwijl Action zijn leveranciers pas zo'n zestig dagen later hoeft te betalen. Daardoor komt er bij iedere nieuwe winkel meteen cash binnen, nog voordat de rekening van de voorraad is voldaan. In de praktijk betekent dit dat de groei zichzelf financiert. Leveranciers leveren zo een belangrijk deel van de financiering, wat het hele vliegwielt nog sneller laat draaien.

“3i combineert langdurige kernparticipaties met kortere, kleinere deals die sneller rendement opleveren.”

Zoals CEO Hajir Hajji ooit zei: “Ik gun iedereen een Action.” En eerlijk gezegd, als je de cijfers zo bekijkt, zou ik er zelf ook wel een-tje willen.

Deze cijfers zijn de kern van de groei van Action. Door deze combinatie van lage initiële investering, snelle terugverdientijd en een werkkapitaalstructuur die cash creëert is het bedrijf in staat om enorm snel veel nieuwe winkels te openen. Dit is dan ook de belangrijkste groeifactor voor Action. Zo heeft het de afgelopen vijf jaar een jaar-op-jaar groei gerealiseerd van nieuwe openingen van 14 % op het totale aantal winkels.



Die expansie is ook in het huidige boekjaar duidelijk zichtbaar. Year-to-date zijn er al 255 winkels geopend, en de verwachting voor het financiële jaar dat loopt tot maart 2026 is bijgesteld naar 380 nieuwe vestigingen, meer dan één winkel per dag. Daarmee komt het totaal uit op ongeveer 3298 winkels. Tijdens het Capital Markets Seminar in maart 2025 benadrukte het management bovendien dat zij in de bestaande markten nog ruimte zien voor circa 4850 extra winkels. Deze zogeheten ‘white spaces’ vormt de belangrijkste reden dat Action nog vele jaren door kan blijven groeien.

De omvang van die groei ruimte wordt vooral zichtbaar wanneer je kijkt naar de geografische verdeling van Action’s huidige winkel-netwerk (zie grafiek 3).

Grafiek 3 De geografische verdeling van het winkelnetwerk

Stores per m people	Country	Start	# of stores end of 2024	Stores added since 2019
23	Nederland	1993	418	+ 31
19	België	2005	222	+ 40
16	Luxemburg	2015	11	+ 3
13	Oostenrijk	2015	117	+ 63
13	Frankrijk	2012	859	+ 342
11	Polen	2017	387	+ 330
8	Tsjechië	2020	83	+ 83
7	Duitsland	2009	585	+ 238
5	Slovakye	2023	28	+ 28
2	Spanje	2022	66	+ 66
1	Portugal	2024	10	+ 10
	Zwitserland	2025		
	Roemenië	2025		

Wat daarbij meteen opvalt, is het enorme contrast tussen verzadigde en nog vrijwel onbenutte markten. De Benelux vormt duidelijk de meest volwassen regio: Nederland, België en Luxemburg tellen inmiddels 16 tot 23 Actions per miljoen inwoners. In deze landen is het grootste deel van het marktpotentieel al ingevuld, waardoor verdere groei vooral uit like-for-like omzetgroei zal moeten komen in plaats van uit grote aantallen nieuwe winkels. Echter laat het wel zien wat het maximale aantal winkels per miljoen inwoners ongeveer kan zijn wanneer een markt volledig is aangelegd.

Verder valt op dat grote landen zoals Frankrijk en Duitsland, die in absolute aantallen de meeste Action-winkels hebben, nog altijd een relatief lage dichtheid per miljoen inwoners kennen. De contrasten worden nog groter bij de recent toegetreden markten Italië en Spanje, waar de penetratie momenteel vrijwel nihil is. Het onderstreept dat grote delen van Europa eigenlijk nog maar net kennis-maken met Action.

Nog interessanter zijn de twee nieuwste markten, Zwitserland en Roemenië. Zwitserland is Action’s eerste niet-EU-markt, wat waardevolle ervaring oplevert met importheffingen, douaneformaliteiten en grenslogistiek. Hiermee legt Action een fundament voor mogelijke uitbreidingen naar andere niet-EU-landen zoals het Verenigd Koninkrijk of Noorwegen.

“De terugverdientijd van een nieuwe winkel ligt binnen een jaar van de opening.”

Alles bij elkaar ziet het management binnen de huidige onder-zochte markten ruimte voor een netwerk van ongeveer 8000 win-kels. Neem je ook de nog niet onderzochte landen mee, dan loopt het langetermijnpotentieel zelfs op tot 9000 à 10000 winkels.

Wat de groei ruimte nog interessanter maakt, is dat Action in Europa eigenlijk maar één echte concurrent van betekenis heeft: het Duitse TEDI. Deze keten opereert in vergelijkbare segmenten, maar op een wezenlijk andere manier. TEDI heeft inmiddels zo’n 3500 winkels en opent er jaarlijks ruim 400, maar doet dat vooral in klei-nere locaties met compacte winkels en een beperkter assortiment.

Daardoor is de expansiesnelheid hoger, maar de schaalvoordelen en unit economics zijn minder sterk dan bij Action.

De reactie op de recente cijfers

De meest recente cijfers onderstrepen opnieuw de kracht van Action's groeimodel, maar laten tegelijkertijd zien dat niet alle markten in hetzelfde tempo meegaan. In de update over het halfjaar dat eindigt in september rapporteerde 3i opnieuw een forse toename van de intrinsieke waarde, waarbij Action zoals gebruikelijk het grootste deel van de waardeinstijging voor zijn rekening nam.

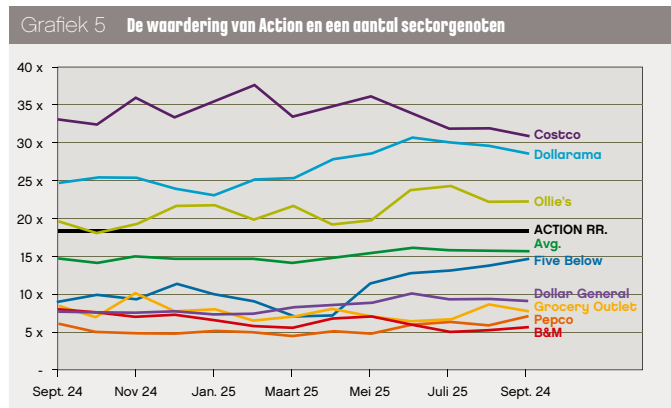
Kijken we naar de prestaties van Action zelf, dan blijft het onderliggende groeipatroon robuust. De organische omzetgroei lag tot eind september op 6,3%, iets boven de eerder afgegeven guidance van 6,1% in maart en dus volledig in de lijn van de verwachtingen. Echter was dit niet de reden dat het aandeel 3i na de publicatie van de cijfers -18% ging. Dit werd veroorzaakt door wat er nog na het kwartaal gebeurde tot eind oktober. Het management liet zien dat in het jaar tot 26 oktober de *like-for-like*-groei was teruggezaakt naar 5,7%.

De oorzaak hiervan ligt vrijwel volledig in Frankrijk, een markt die goed is voor ongeveer een derde van de totale omzet van Action. Volgens het management is het op zich al opmerkelijk dat Frankrijk nog positieve cijfers laat optekenen; de meeste Franse sectorgenoten rapporteren namelijk een veel scherpere daling. Toch waarschuwt ceo Simon Borrows dat de zwakte waarschijnlijk ook in het komende kwartaal voelbaar blijft, waardoor de totale LFL-groei over 2025 onder de eerder opgegeven 6,1% kan uitkomen.

Waardering

De waardering die 3i hanteert voor Action is al jaren erg voorzichtig. In de meest recente update waardeert het management Action op een ondernemingswaarde van 46,9 miljard euro, gebaseerd op een multiple van 18,5x EBITDA. In vergelijking met internationale sectorgenoten ligt dit juist aan de onderkant van het spectrum. Bedrijven als Costco, Dollarama en Ollie's worden structureel gewaardeerd op veel hogere multiples, variërend van 22x tot ruim boven de 30x EBITDA.

"In de bestaande markten ziet Action nog ruimte voor circa 4 850 extra winkels."



Wanneer je kijkt naar de kwaliteiten van Action, de uitzonderlijk snelle terugverdientijd van nieuwe winkels, het structureel bovengemiddelde groeitempo en een expansiemodel dat al meer dan tien jaar elke verwachting overtreft, ligt het voor de hand dat de markt, als het bedrijf morgen naar de beurs zou gaan, een waarderingsniveau zou hanteren dat aansluit bij het hogere segment van vergelijkbare spelers. Zelfs een voorzichtige 25x EBITDA (nog altijd ruim onder het niveau van een Costco) zou betekenen dat Action vandaag de dag eerder richting 63 miljard gewaardeerd zou worden.

"Grote delen van Europa maken eigenlijk nog maar net kennis met Action."

Het andere, minstens zo realistische scenario is dat Action de komende vijf jaar juist níet naar de beurs gaat. In dat geval blijft de waardering waarschijnlijk kunstmatig laag gehouden door het management. Zelfs onder die conservatieve aanname ontstaat echter een vergelijkbaar beeld. Neem een EBITDA-multiple van 18,5x, veronderstel een gematigde jaarlijkse groei van 14% (10% winkeluitbreiding en 4% *like-for-like*) en hanteer een stevige rendementseis van 10%: dan nog kom je uit op een waarde van ongeveer €61 miljard vandaag.

In beide scenario's is de impliciete waarde van 3i's belang in Action goed voor vrijwel de gehele beurswaarde van 3i Group zelf en krijg je dus de rest van de portefeuille voor niets, een portefeuille die doorgaand uitstekende deals levert van minimaal 20% IRR.

Dat de koersdaling overdreven was, past in een breder patroon dat we de laatste tijd veel zien: een markt die extreem kort op de bal speelt en cijfers meteen vertaalt in buitenproportionele koersbewegingen. Die visie werd ook binnen het bedrijf gedeeld. Ceo Simon Borrows kocht voor het eerst sinds 2013 weer aandelen bij. Zijn aankoop van 30 000 aandelen, goed voor ongeveer 1 miljoen pond, is voor iemand met zijn vermogen vooral symbolisch, maar het signaal is duidelijk, want onthoud zoals Peter Lynch ooit zei "Insiders kunnen hun aandelen om allerlei redenen verkopen, maar ze kopen ze maar om één reden: ze denken dat de koers zal stijgen." ■

Voor meer analyses, kijk op [Tresorcapitalnieuws.nl](https://www.tresorcapitalnieuws.nl)

