

ConAgra Foods

ConAgra
Foods
Food you love

Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Casen i den amerikanske fødevarereproducent ConAgra Foods er ligetil - vi tror på private labels.

Private labels er en form for »kopitankegang«, det billigere alternativ om man vil, hvor en forhandler, eksempelvis et supermarked, køber et produkt fra en producent og sælger/brander det som supermarkedets eget mærke. Private labels er således det stik modsatte af et produkt brand. ConAgra Foods producerer mad, og det i den lidt billigere ende af spektret, nemlig færdigretter, eller som selskabet selv udtrykker det: »ConAgra Foods offers 165 consumer brand meals for \$3 or less«. ConAgra Foods giver Foreningen en solid eksponering til private labels, da selskabet er den største aktør i Nordamerika. 25% af ConAgra Foods omsætning relaterer sig til private labels, hvorfor selskabet ligeledes producerer meget andet inden for mad i form af brandede produkter. Casen her vil tage udgangspunkt i ConAgra Foods private label eksponering.

ConAgra Foods produkter er generelt ukendte i Europa. Måske kender en enkelt læser Hunt's Ketchup eller Fleischmann's, men ofte er det ikke tilfældet. En af grundene hertil er, at ConAgra Foods er fokuseret mod Nordamerika, hvor selskabets produkter til gengæld er massivt repræsenteret. ConAgra Foods produkter findes således i 99% af de amerikanske husholdninger. Selskabet har 27 brands, der er rangeret enten som nummer et eller to inden for sin kategori. Ud af de 27 brands er de 16 private label brands. ConAgra Foods har 23 brands, der hver omsætter for mindst USD 100 mio., spændende fra kategorier som pasta, snacks, sauses, morgenmad, krydderier og brød. Wal-Mart er ConAgra Foods største kunde, hvilket giver et godt billede af produkttyperne ConAgra Foods tilbyder. Udover at være verdens største supermarkedskæde er Wal-Mart kendt for sit prisbillige koncept, nærmest discount.

I relation til ConAgra Foods vurderer Foreningen flere privat label aspekter interessante:

- Højere markedsvækst i private label versus brands
- Økonomiske aspekter for forbrugeren og forhandler
- Større accept af private label
- Lav private label penetration i USA versus Europa

Tendensen har igennem en årrække været hurtigt voksende private labels i USA, og i et markant hurtigere tempo end brandede produkter. I perioden 2009-2013 sås en 4% årlig vækst, eller dobbelt op i forhold til væksten på nationale amerikanske brands. Fra 1998 til 2011

var den årlige vækst 6% mod 3% for brandede produkter. Med andre ord outperformede private labels over en lang årrække brands. Tallene indikerer dog også, at væksttempoet i private labels er faldet en smule, og specielt fra 2013 og frem til i dag har man set en tendens, hvor de brandede producenter er begyndt at indhente private labels, hvilket beskrives nærmere senere i casen.

Hvad private labels succes er vanskeligt entydigt at afgøre. Den oplagte forklaring er naturligvis det økonomiske aspekt fra såvel forbrugers som forhandlerens side.

Et bevidst valg i retning af mere private labels sås således efter den seneste økonomiske krise. En forklaring kunne være, at forbrugeren ikke oplever de store smagsforskelle mellem f.eks. en pastaret fra et brand og et no-name private label produkt. I så fald kunne man forestille sig, at forbrugeren ville vælge produktet ud fra et økonomisk (det billigste) perspektiv. Set fra forhandlerens side, har der generelt været en højere indtjening ved salget af private label produkter kontra brandede produkter, hvilket naturligvis er et stærkt incitament for forhandleren. Samtidig giver private labels et supermarked en langt større frihed over produktet, eksempelvis i relation til prissætning, da produktet er kædens »eget«. Problemet for forhandleren er dog at finde det rigtige mix af brandede og ikke brandede produkter. Brandede produkter benyttes således ofte som »trækplaster«, hvor forhandleren efterfølgende håber på, at forbrugeren kan udvikle en loyalitet mod nogle af private label produkterne.



ConAgra Foods
www.conagrafoods.com

ConAgra Foods
Food you love

Hjemsted USA
Etableringsår 1919
Antal ansatte 36.000
Divisioner Consumer Foods **41%**, Commercial Foods **35%** og Private Brands **24%**

Omsætningen 27 brands, som enten er nummer 1 eller 2 i sin kategori, hvoraf 16 er private label brands. 23 brands, som hver især omsætter for mindst USD 100 mio.

Styrker Største private label producent i Nordamerika. Stærke brands - såvel brandede som private label brands. Tilbyder både det økonomiske såvel som det lidt dyrere alternativ.

Svagheder Størstedel af selskabsaktiviteter i Nordamerika. Igangværende restrukturering.

Muligheder Øget penetration af private label i USA. Fortsatte ekspansionen i Latin Amerika.

Trusler Private label har på det seneste tabt momentum til brandede produkter.

Omsætning 2013/14 USD 17.702.600.000 ↑ 15% i.f.t 2012/13
Markedsværdi inkl. gæld USD 22.371.304.744
Forventet driftsresultat (EBIT) 2014/15 USD 1.757.840.000
Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed 7,9% (Earnings Yield)
Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾ 2,2%
Merafkast for virksomhedsejeren 5,7% point

Indtjeningsstabilitet Meget høj Høj Mellem Lav Meget lav

(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.

» Vanetænkning i forbrugsmønstre spiller også en betydende rolle i private label udviklingen og ikke mindst for den fortsatte succes.

Vanetænkningen tager tid at ændre, da meget mad købes per automatik. En forbruger behøver i så fald overtalelse for at prøve noget nyt. Måske endda mentalt forlige sig med, at den nye private label kaffe smager lige så godt som den brandede kaffe, man har drukket igennem 20 år. Flere forbrugerundersøgelser har testet netop forbrugernes opfattelse af private labels kontra brandede produkter. Således viste en undersøgelse, at 57% af forbrugerne i 2010 mente, at private labels var »as good as« nationale brands. Samme spørgsmål tre år senere, i 2013, gav en svarprocent til fordel for private labels på 71%.

Øget kvalitet, en mere »lækker« indpakning og branding af private labels har medvirket til at modne markedet. Private labels er blevet mere accepterede såvel pris- som kvalitetsmæssigt.



I forhold til Europa kan private label penetrationen synes forholdsvis lav i USA. Ifølge Euromonitor var den ultimo 2012 på blot 18%. Til sammenligning lå den i de fleste europæiske lande betydelig højere, med Schweiz i top med en penetrationsgrad på 44%, efterfulgt af UK, Tyskland, Holland, Spanien og Belgien i niveauerne 31% til 36%. Forskellen i loyaliteten over for brandede produkter kan selvfølgelig påvirke penetrationsgraden af private labels forskelligt imellem USA og Europa. Det forholder sig endvidere ikke længere sådan, at det kun er lav- og mellemindkomsthusholdningerne, der køber private labels, da der også blandt mere high-end husholdninger er set en stigende tendens i retning af private labels.

Med til private label fortællingen i ConAgra Foods hører også, at private label bølgen i USA på det seneste har haft lidt vanskeligere vilkår. ConAgra Foods private label forretning er heller ikke gået ram forbi. Selskabet vurderer således, at private labels generelt set ikke har vundet markedsandele fra de brandede produkter i de sidste 1½ år. Der har snarere været tale om en status quo situation, hvor der aktuelt, især prismæssigt, bliver kæmpet. De brandede producenter har f.eks.

via rabatter på deres produkter formået at indsnævre prisdifferencen mellem private labels og brandede produkter. Private labels er således prismæssigt blevet mindre attraktive. Desuden har man set eksempler på private label producenter, som i takt med stigende accept af deres produkter og især vundne markedsandele, har følt sig fristet til også at hæve prisen.

Fra et branchemæssigt perspektiv har den øgede konkurrence fra de brandede producenter påvirket ConAgra Foods casen negativt. Kursen har dog varieret væsentligt mere end indtjeningen i det seneste år. I særdeleshed i relation til det generelle aktiemarked, hvor aktien har underperformat. Der bliver med rette stillet spørgsmålstegn ved private label konceptet, når det kommer til væksten, markedsandele etc. Med andre ord, alle de klassiske spørgsmål som skal stilles, når ting fra tid til anden udvikler sig anderledes end forventet.

Foreningen konstaterer, at ConAgra Foods heller ikke ligefrem har gjort tingene nemmere for sig selv. Selskabet nedjusterede således i februar og juni indtjeningsforventningerne til såvel indeværende regnskabsår men også for de efterfølgende regnskabsår. Hovedårsagen til nedjusteringerne kan henføres til ConAgra Foods opkøb af private label producenten Ralcorp i januar 2013. ConAgra Foods har i den sammenhæng erkendt, at de efter overtagelsen ikke reagerede hurtigt nok på de ændringer, som ConAgra Foods gerne ville have gennemført. Meget specifikke tiltag har nu rettet op på dette.

De to nedjusteringer fra ConAgra Foods kan lyde som store og uovervindelige problemer, men i det større perspektiv, vurderet på Foreningens værdiansættelsesmodel, betød nedjusteringerne, at den toårige vækstforventning til selskabets driftsindtjening sænkedes fra 24% til 12%. »Oversat« til pris i forhold til Fair Value på aktien havde det ændrede vækstscenario dog kun marginal betydning. Aktuelt handles aktien til pris i forhold til Fair Value på 39% med en 12% vækst, hvor en 24% vækst svarer til pris i forhold til Fair Value på 34%. Om en aktie handles til 34% af Fair Value eller 39% af Fair Value er ikke alene afgørende for Foreningens holdning til en aktie. ConAgra Foods aktien var, og er fortsat, blandt de absolut billigste i porteføljen – og kan købes med en stor rabat til den beregnede Fair Value.

Når Foreningen skriver, at pris i forhold til Fair Value på enten 34% eller 39% ikke er altafgørende, skyldes det, at en værdiansættelse af en aktie aldrig kun må basere sig på et enkelt tal. ConAgra Foods casen er ingen undtagelse. Foreningen køber således fortsat ind i argumentet om, at private labels er kommet for at blive.

Risikoen i ConAgra Foods aktien er øget en smule grundet nedjusteringerne. Nedjusteringerne relaterede sig dog også til andre forhold uden for private label segmentet, hvoraf visse ikke kan lastes ledelsen, såsom en dårlig kartoffelhøst pga. vejret. Foreningen ser således ingen grund til ændret risikoklassificering af ConAgra Foods. Selska-

bet forbliver et A-selskab, dvs. tilhørende gruppen af selskaber med den højeste indtjeningsstabilitet.

Private label branchen i USA er fragmenteret med mange små og mellemstore spillere. Hvad ConAgra Foods kan tilbyde eksempelvis supermarkeder fremadrettet er »størrelse«, dvs. »one-stop shopping« på tværs af USA. ConAgra Foods størrelse giver dem også en stor fordel, i forhold til de små- og mellemstore private label producenter, i form af »leverage« i indkøb, salg, distribution, administration etc. Herudover kan ConAgra Foods tilbyde kunder a la Wal-Mart kombinationen af private label og brands. Som indledningsvist nævnt er kun 25% af omsætningen i ConAgra Foods inden for private label. De resterende 75% af omsætningen udgøres af brands. Et supermarked kan således i princippet nøjes med én leverandør af ConAgra Foods produkter, omend supermarkeder som Wal-Mart naturligvis har mange leverandører. Slutteligt er det også Foreningens opfattelse, at fødevarerikkerhed vil komme mere på agendaen fremadrettet, hvilket traditionelt er forbundet med administrative byrder, compliance etc. Igen vil ConAgra Foods her, som den store organisation, stå markant stærkere sammenholdt med mindre aktører.

Foreningen har en stærk tro på den fremadrettede udvikling i ConAgra Foods, idet forudsætningerne ubetinget er til stede. Vi forventer også, at aktiemarkedet på ét eller andet tidspunkt belønner selskabet for sin store nordamerikanske private label eksponering. Det står dog også klart, at når et selskab flere gange skuffer aktiemarkedet, som var tilfældet med ConAgra, tager det tid at genopbygge tilliden til aktiemarkedet. Den bedste måde hvorpå tillid kan genoprettes, er derfor ved at levere et bedre resultat end det selskabet hidtil har præsteret i 2014. ■



our
recipe
for
growth

ConAgra
Foods
Food you love

