



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

## General Mills – uelsket og udstødt eller inde i varmen?

Aktien har på det seneste tabt pusten, men for den tålmodige investor er General Mills en interessant investering i fødevarerindustrien. Få selskaber kan fejre 150 års fødselsdag, men General Mills er heriblandt.

➔ For mere end 150 år siden byggede Cadwallader Washburn i 1866 sin første kornmølle på bredden af Mississippi-floden. Da Washburn Crosby Company fusionerede med fire andre møller og således blev til General Mills, blev selskabet samtidig et af verdens største mølleriselskaber. I dag er General Mills en global virksomhed, der er repræsenteret i mere end 100 lande med en bred vifte af velkendte brands som Cheerios, Betty Crocker, Pillsbury, Haagen-Dazs og Cascadian Farm, for blot at nævne nogle få. General Mills har uafbrudt og uden reduktion udbetalt udbytte til sine aktionærer i 117 år, og det vidner om en disciplineret allokering af kapital.

General Mills opererer i mere end 100 lande, men hovedparten af selskabet er dog koncentreret i nogle ganske få lande. General Mills har således en mindre tilstedeværelse i Europa bortset fra i Frankrig og Storbritannien. Kina og Brasilien er selskabets største vækstmarkeder. I regnskabsåret 2017 genererede General Mills en samlet nettoomsætning på USD 15,7 mia. Målt på omsætning er General Mills blandt de 10 største fødevarerelskaber på verdensplan. Globalt set er General Mills fokuseret på fem produktkategorier: mor-

## 117 år

General Mills har uafbrudt og uden reduktion udbetalt udbytte til sine aktionærer i 117 år, og det vidner om en disciplineret allokering af kapital.

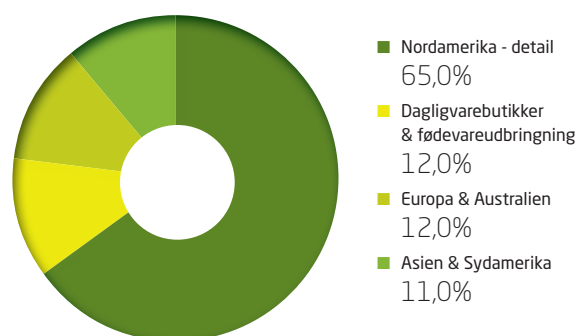
genmadsprodukter, snacks, yoghurt, færdigretter og is. Mere end 75% af selskabets nettoomsætning kan henføres til disse fem platforme.

General Mills har udpeget fire væsentlige hovedtendenser, som påvirker deres forretning:

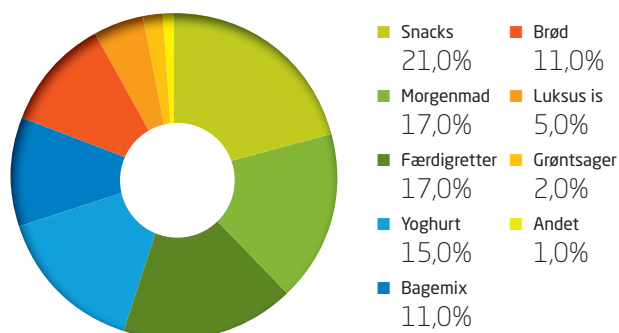
- Forbrugerne efterspørger i stigende grad produkter, der matcher deres personlige definition af sundere mad
- Generation X, Y og Z skaber vækstmuligheder med deres unikke værdisæt og tilgang til forbrug af information
- Dramatisk stigning i snacking (snackspiseri)
- Voksende middelklasse på emerging markets

General Mills har oplevet en faldende aktiekurs, der skal ses i lyset af, at deres forretning er ude i hård modvind, da selskabet lider under vigende efterspørgsel efter deres produkter. Væksten inden for morgenmadsprodukter er forværret gennem de seneste mange år på de udviklede markeder. Derudover er væksten i den amerikanske detailhandel, et vigtigt område for General Mills, faldet væsentligt i løbet

Figur 1 Samlet nettoomsætning pr. segment



Figur 2 Samlet nettoomsætning pr. produktplatform



- af de sidste to år. Selskabets fokus er på morgenmadsprodukter og den accelererende vækst inden for snacks og yoghurt. Forbrugerne konsumerer snacks som aldrig før og spiser tiltagende mængder af yoghurt. Med en forventning om organisk salgsvækst på 0-1% og en justeret driftsmarginal på over 18% i indeværende regnskabsår forsøger General Mills at tage del i denne udvikling.

Den 23. februar 2018 overraskede General Mills markedet med meddelelsen om, at de havde indgået endelig aftale om at købe Blue Buffalo (producent af sunde naturlige foderalternativer til kæledyr)

for USD 8 mia. Købet tilfører først og fremmest vækst. I den seneste 10-årige periode er det amerikanske marked for foder til kæledyr vokset med ca. 5%, hvor den stærkeste vækst er set inden for sundt og naturligt kæledyrsfoder. Her er Blue Buffalo markedsleder og fire gange så stor som den næststørste producent inden for naturlige foderprodukter til kæledyr. Blue Buffalo, der tilføjer 7% til koncernens salg, har været i rivende udvikling med et stigende salg fra kun USD 190 mio. i 2010 til USD 1.275 mio. i 2017. General Mills betalte dog en rela-

General Mills producerer og markedsfører mere end 100 brands i mere end 100 lande på seks kontinenter.



tivt høj pris for denne væksterhvervelse, som har forgældet selskabet i betydelig grad, idet nettogælden nu er på 4,2 x EBITDA, hvilket selskabet dog forventer at kunne reducere til 3,5 x inden 2020. Aktietilbagekøbsprogrammet er suspenderet, men General Mills forventer at opretholde udbyttebetalingen.

### Brancheperspektiv og vækst

Den historiske indtjeningsstabilitet i fødevarerbranchen har over en hel konjunkturcyklus (10 år) været højere end det globale marked (ekskl. Finans). Også med hensyn til den historiske værdiskabelse har fødevarerbranchen en solid track record. I de sidste 10 år har branchen i gennemsnit leveret et merafkast på den investerede kapital i forhold til den risikostregerede kapitalomkostning på 5,7%. Fødevarer-selskabernes evne til at dække deres kapitalomkostning er endnu en indikation på branchens robusthed. Beregninger for det seneste år viser, at det

kun var 19% af branchens selskaber, der ikke evnede at skabe et merafkast på deres investeringer udover kapitalomkostninger sammenlignet med 39% for selskaberne på det globale marked.

### Vækstbillede

Den langsigtede globale strukturelle vækst i fødevarerindustrien er drevet af den underliggende befolkningstilvækst på trods af langsom vækst og faldende befolkningstal i dele af verden, hovedsagelig i de udviklede lande. Der er bred konsensus om, at verdenens befolkningstal går imod 10 mia. i 2050, svarende til en årlig befolkningstilvækst på 0,8%. Den stigende levestandard og indkomstniveauer, som giver inspiration til nye forbrugsvaner, er drivkraften bag den globale efterspørgsel efter fødevarer.

Ændret forbrugeradfærd og præferencer skaber nye vækstmuligheder for fødevarerproducenterne. Vækstområder findes inden for områder som to-go produkter, private label brands, kvalitetsvarer det være sig frosne såvel som friske, sunde som økologiske, snacks, morgenmadsprodukter, yoghurt, luksus is, internationale og multikulturelle fødevarer, som alle forventes at forblive vækstområder for fødevarerindustrien i de kommende år. Med stigningen i antallet af mindre husholdninger forventes salget af mindre pakningsstørrelser af fødevarer også fortsat at stige.

Vi ser med andre ord et positivt vækstscenarie for de globale fødevarerproducenter, der proaktivt formår at udvikle og tilpasse fødevarer til de ændrede præferencer (sundhed, organisk), og som tager hensyn til "affordability" (specielt vigtigt i emerging markets).

### Sammenfatning

Sammenlignet med det globale marked har fødevarerbranchen historisk udvist større grad af stabilitet i indtjening og afkast på den investerede kapital. Disse egenskaber medfører en bedre kapitalbeskyttelse i svære tider på aktiemarkedet. Fødevarerbranchen har vist sig robust under økonomiske nedgangstider som følge af en høj grad af tilbagevendende salg, der har gjort det muligt for branchen, konsekvent over flere konjunkturcyklusser, at skabe et relativt stabilt merafkast på den investerede kapital i forhold til de risikostregerede kapitalomkostninger. Branchen er imidlertid stor og diversificeret, og der er stor spredning i indtjeningsstabilitet og kvalitet, hvilket gør aktieudvælgelsen så meget desto mere vigtig. Merafkastet i den seneste 10-årige periode har dog været marginalt faldende, hvilket sandsynligvis kan være et resultat af en relativ stor M&A aktivitet på høje prisniveauer. Når det er sagt, er vi overbeviste om, at branchen også fremadrettet er i stand til at levere et solidt merafkast på den investerede kapital. Eksponering til markeder, der er under udvikling, er betydende for at opnå højere vækst. Der forventes kun beskeden vækst på de udviklede markeder, mens udviklingslandene som nævnt tilbyder højere strukturel vækst drevet af en voksende befolkning og stigende indkomster. Opskriften på solid rentabilitet og vækst på kon-



kurrenceprægede markeder afhænger af evnen til at differentiere sig og udvikle produkter, som opfylder forbrugernes skiftende præferencer og krav til praktisk komfort og sund kost til den rette pris.

### Selskabets position i branchen

Målt på afkast af den investere-

de kapital har General Mills historisk set haft en enestående track record sammenlignet med konkurrenterne, idet selskabet har leveret årlig salgsvækst og merafkast som % af omsætningen år efter år i de seneste 15 år. De seneste par år har dog være præget af fald i omsætningen. En lang tradition hos General Mills har været at tilbagelevere sit stærke cash flow til aktionærerne. I de seneste fem år har omregningen af nettoindtjening til frit cash flow været gennemsnitlig 97%, ifølge General Mills. I løbet af de seneste syv år har General Mills tilbageleveret over 90% af sin frie cash flow generering.

I dag efterspørger forbrugerne flere produkter med mere protein, større mætte-evne såvel som glutenfri alternativer. Havregrød til morgenmad er vokset i popularitet de seneste år, drevet af forbrugernes interesse i simple ingredienser, fuldkornsprodukter og mættende fødevarer, der således kan bidrage til forbrugernes egen vægtkontrol.

General Mills imødegår denne udvikling ved at sætte fokus på morgenmadsprodukter, yoghurt og sunde snacks. Selskabet erstatter da også tilsætningsstoffet aspartam med sucralose i Yoplait Light i annoncen "We are taking the aspartame out of life". Ifølge General Mills er det ikke svært at tilsætte protein (eller fiber) til et produkt. Det vanskelige i opgaven ligger snarere i at tilsætte protein til et produkt og samtidig få det til at smage godt.

### Investeringsrationale

General Mills er en interessant investering i fødevarerektoren. Selskabet er langt mere stabilt end den gennemsnitlige konkurrent i sektoren. Endelig har General Mills tradition for at sende overskydende likviditet, der ikke reinvesteres i selskabet, retur til ejerne.

### Nøglepunkter

- General Mills har en lang og stærk markedserfaring som en fødevareproducent, der er vedholdende, og som kan modstå vanskelige tider
- Selskabets nye ledelse med CEO Jefferey L. Harmening i front er klar til at møde de nye udfordringer, som ændringer i forbrugernes vaner og adfærd byder på
- På trods af selskabets fornyede fokus på at tilpasse sine produktprofiler, så de appellerer til forbrugernes ændrede vaner og adfærd, kan selskabet udnytte sit veletablerede stærke produktions-, samplings- og distributionsnetværk

### Værdiansættelse

General Mills handler i dag til en rabat i forhold til globale fødevarereselskaber, eftersom aktiemarkedet har mistet tillid til selskabet efter en periode med faldende omsætning, fordi General Mills har været ude af trit med forbrugerne. Der er pt. ingen tiltro til, at General Mills kan komme tilbage på vækstsporet. Vi er knap så pessimistiske og tror på, at General Mills kan puste nyt liv i forretningen og langsomt, men sikkert begynde at vækste forretningen igen. De seneste kvartaler giver basis for optimisme, idet både morgenmadsprodukter og yoghurt viser bedre takter, og samtidig har General Mills øget markedsandelen for flere af deres førende produktkategorier i Nordamerika. Vi er af den opfattelse, at den nuværende aktiekurs er præget af rigtig mange dårlige nyheder. Baseret på konsensusforventninger til indeværende regnskabsår hand-

les General Mills til en P/E på kun 14,6x. Aktien giver et attraktivt udbytte på 4,4% understøttet af en solid cash flow generering.

Forudsat at indtjeningen kan vokse mellem 2% og 4% på langt sigt, vil det årlige samlede afkast andrage 6,6% til 8,6% med en uændret P/E-multipel. Når General Mills igen udviser vækst, forventer vi at se en revurdering af aktiekursen og dermed en forhøjelse af afkastet.

# 4,4%

Aktien giver et attraktivt udbytte på 4,4% understøttet af en solid cash flow generering.

General Mills		www.generalmills.com
<b>Hjemsted</b> USA		<b>Omsætning 2016/17</b> USD 15.619.800.000 -5,7% i forhold til 2015/16
<b>Etableringsår</b> 1866		<b>Markedsværdi inkl. gæld</b> USD 44.218.159.592
<b>Produkter</b> Cheerios, Häagen-Dazs, Annie's, Old El Paso, Lärabar, Blue Buffalo Pet Food, Bugles, Nature Valley, Progresso, Yoplait Yoghurt, Muir Glen, Betty Crocker, Pillsbury Bake-off, Wheaties.	<b>Styrker</b> Stærke og mange brands. Markedsledende i store produktkategorier som morgenmad, yoghurt, snacks, organisk dyrefoder (petfood).	<b>Forventet driftsresultat (EBIT) 2017/18</b> USD 3.007.984.000
<b>Antal ansatte</b> Ca. 38.000	<b>Svagheder</b> Stor eksponering til USA. I en transformationsfase og kom lidt sent med på den sunde/organiske bølge og ændrede forbrugerpræferencer.	<b>Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfri virksomhed</b> 6,8% (Earnings Yield)
<b>Omsætningen fordelt geografisk</b> Mere end 75% af omsætning genereres i Nordamerika, men er desuden tilstede i mere end 100 markeder uden for Nordamerika. Snacks, morgenmadsprodukter, færdigretter og yoghurt er de 4 største produktkategorier udgørende 70% af omsætningen.	<b>Muligheder</b> Flere sunde produktalternativer. Flere (mindre) opkøb ala Annie's (organisk). International ekspansion.	<b>Global, vægтет 10 årig statsrente<sup>(1)</sup></b> 2,0%
	<b>Trusler</b> Stigende gæld. Integration af Blue Buffalo (opkøb til USD 8 mia). Stigende råvarerpriser.	<b>Merafkast for virksomhedsejeren</b> 4,8% point
<b>Indtjeningsstabilitet</b>		<b>Meget høj</b>

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