



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Foreningens globale porteføljer blev i marts 2013 med-ejer af den garvede amerikanske fødevarerproducent Hormel Foods. Hormel Foods er et yderst veldrevet selskab med en imponerende track record.

### Hormel Foods – en investering med kød på

Selskabet blev etableret i 1891, hvilket placerer Hormel Foods blandt en eksklusiv skare af kvalitetsselskaber, der har mere end 100 år på bagen som f.eks. General Mills og Nestlé, og det må derfor siges, at Hormel Foods har bestået tidens test. Selskabet overlevede de barske økonomiske vilkår under Den Store Depression i 1930'erne, og virksomhedens robusthed illustreres af det faktum, at Hormel Foods siden børsnoteringen i 1928 uden afbrydelser har udbetalt udbytte til aktionærerne. Inklusive det foreslåede udbytte for det seneste årsregnskab (10/2013) er udbyttet desuden blevet hævet hvert år i de seneste 48 år.

Hormel Foods er historien om et lokalt slagteri og kødforarbejder, der succesfuldt har bevæget sig op i værdikæden, og i dag er et veldiversificeret fødevarerelskab med en portefølje af stærke brands, og ikke bare endnu en lavmargin kødforarbejdningsvirksomhed. At Hormel Foods har overlevet i mere end 100 år og samtidig har oplevet en solid vækst kan tilskrives, at virksomheden løbende på fornuftig vis har investeret en del af overskuddet i nye produkter og derved tilpasset sig kundernes ændrede præferencer over tid. I kraft af virksomhedens stærke cash flow har Hormel Foods igennem tiderne ligeledes styrket produktporteføljen ved hjælp af opkøb. Med en samlet markedsværdi på 11,9 milliarder dollars rangerer Hormel Foods i dag som det niende største fødevarerelskab i USA.

Vi tror, at Hormel Foods er godt positioneret til profitabel vækst fremover, og at det på lang sigt vil udmønte sig i et attraktivt afkast til ejerne.

### Hormel Foods opfandt SPAM...

**SPAM**® Lidt uretfærdigt er Hormel Foods nok bedst kendt for sine prisgunstige og ikoniske SPAM produkter, der blev lanceret tilbage i 1937 med stor success, og i mindre grad kendt for sit brede sortiment af fødevarer. SPAM er forkogt svinekød/skinke på dåse, der i dag fås i flere smagsvariationer. Det siges, at SPAM er en forkortelse for »Special Processed American Meat«, men ingen ved det med sikkerhed. Spam har fået et tarveligt image, og er blevet lidt af et skældsord. F.eks. anvendes spam som








en betegnelse for uønskede e-mails, og det er måske inspireret af en Monty Python sketch der udspiller sig på et spisested, hvor alle retter indeholder SPAM og det er fuldstændig umuligt at undgå SPAM, og indtrykket forstærkes yderligere af en gruppe vikinger der råber spam og overdøver de andre i lokalet. På trods af utallige jokes om SPAM så opgav Hormel Foods imidlertid aldrig den mangeårige grundpille SPAM, og produktet lever i dag i bedste velgående og sælger stadig godt i både USA og på flere udenlandske markeder. SPAM er god for en joke, men for Hormel Foods er det en god forretning. Og SPAM behøver ikke være kedeligt. På Hawaii spiser man f.eks. SPAM musubi (grillet SPAM ovenpå ris pakket i tørret tang)!

### ...men Hormel Foods er andet end SPAM

Hormel Foods kerneaktivitet består fortsat i fremstilling og distribution af forædlede kødprodukter primært på det Nordamerikanske marked, men produktsortimentet spænder bredt og omfatter blandt andet svinekød, kalkunkød, røget middagsskinke, kyllingebryst, bacon, kødpålæg, tacos, burritos, pølser, ingredienser og krydderier, diverse færdigretter, m.fl. Produkterne sælges til detailhandelen (Walmart er den største kunde), foodservice operatører, restauranter og andre fødevarerproducenter.

Der er fokus på at give kunderne let tilgængelige produkter, der kan spare forbrugernes tid og kræfter, såsom kalkunburgere, chilli con carne på dåse, snack wraps og færdigretter til mikrobølgeovnen. Færdigretter til mikrobølgeovnen er i øvrigt en kategori i vækst, og her har Hormel Foods en stærk tilstedeværelse med en markedsandel på omkring 38%. Hormel Foods er også lig med sunde proteinholdige fødevarer, og kunderne tilbydes en lang række sunde alternati-

>>

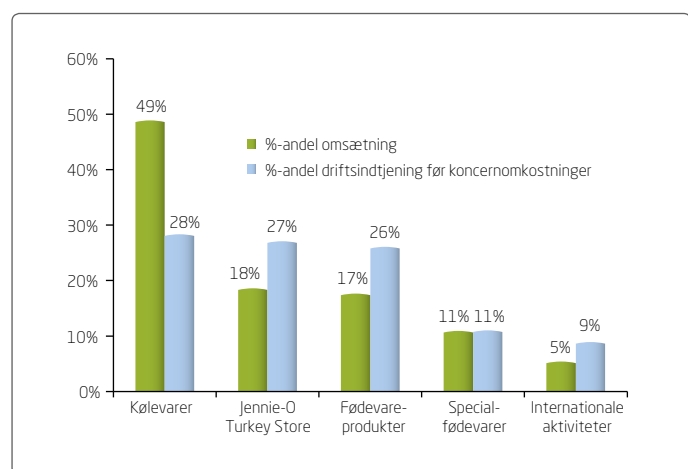
| <b>HORMEL FOODS</b><br><small>www.hormelfoods.com</small>   |   |
|--|---|
| <b>Hjemsted</b><br><b>Etableringsår</b><br><b>Antal ansatte</b><br><b>Produkter</b>  | USA<br>1891<br>19.800<br>Fremstilling og distribution af forædlede kødprodukter samt andre fødevarer.   |
| <b>Omsætningen, geografisk</b><br><b>Styrker</b><br><b>Svagheder</b><br><b>Muligheder</b><br><b>Trusler</b>  | <b>USA 94%</b><br>Resten af verden <b>6%</b><br>Stærk produktudvikling. Fokus på kvalitet i ingredienser.<br>Finansiell styrke og indtjeningstabilitet.<br>Stor afhængighed af det amerikanske marked.<br>Stor koncentration af kunder.<br>Forbrugertrend mod naturlige og organiske fødevarer. Vækst i færdigretter til mikrobølgeovn. Ekspansion på de internationale markeder.<br>Amerikanerne begynder at spise mindre kød.               |
| <b>Omsætning 10/2013</b><br><b>Markedsværdi inkl. gæld</b><br><b>Forventet driftsresultat (EBIT) 10/2014</b><br><b>Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed</b><br><b>Global, vægтет 10 årig statsrente<sup>(1)</sup></b><br><b>Merafkast for virksomhedsejeren</b> | USD 8.751.654.000  6.3% i.f.t 10/2012<br>USD 12.044.126.230<br>USD 924.024.720<br>7,67% (Earnings Yield)<br>2,67%<br>5,00% point   |
| <b>Indtjeningsstabilitet</b>   |      |

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtnings landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.



>> ver under mærket Hormel Natural Choice. Over tid har Hormel Foods opbygget nogle stærke brands og har med succes lanceret innovative produkter der er faldet i forbrugernes smag, hvilket har givet selskabet en stærk markedsposition i USA med 34 brands, der rangerer enten som nr. 1 eller 2 i deres respektive kategorier.

For yderligere at diversificere sig og reducere andelen af kødrelateret salg købte Hormel Foods i 2013 verdens anden største producent af peanut butter; SKIPPY, af Unilever for 700 millioner dollars. Tilføjelsen af SKIPPY løfter profitabiliteten og øger samtidig indtjeningsstabiliteten.



## De fem divisioner kort fortalt

Selskabet opererer gennem fem segmenter, der er opdelt i kølevarerprodukter, Jennie-O Turkey Store, fødevareprodukter, specialfødevarer og internationale aktiviteter. Det største segment målt på omsætning er kølevarerprodukter, der omfatter rå, marinerede og forkogte kødprodukter, der er hurtige og lette at tilberede med brands som Hormel Black Label Bacon, Dan's Prize, Hormel party trays, m.fl. Under Hormel Natural Choice tilbydes produkter (kødpålæg, bacon, pølser, skinke), der er helt naturlige og uden konserveringsmidler, kunstige farver og uden nitrat. Produkterne er desuden også glutenfri. Det er bevis på, at Hormel Foods er positioneret til at profitere fra forbrugernes voksende fokus på sundhed, når de køber ind. Hormel Natural Choice er en af Hormel Foods hurtigst voksende brands.

Fødevareprodukter omfatter alle produkter, der ikke behøver at ligge i køleskab, og udgør 17% af den samlede omsætning, men bidrager med væsentligt mere til indtjeningen på grund af en høj indtjeningsmargin. Fødevareprodukter omfatter blandt andet gamle brands som Dinty Moore gryderetter og SPAM.

Hormel Foods målbevidste satsning på at tilbyde de stadig mere sundhedsbevidste kunder flere fedtfattige produkter resulterede i, at Hormel i 1986 købte kalkun opdrætter og slagteri Jennie-O Foods, hvilket i dag er fundamentet i Jennie-O Turkey Store. Jennie-O Turkey

Store tilbyder kunderne kalkunprodukter i alle afskygninger lige fra hakket kalkunkød til kalkunbacon. Hormel Foods er i dag en af verdens største forarbejder af kalkunkød og opdrætter størstedelen af de kalkuner, der indgår i produktionen. Denne vertikale integration af forsyningskæden giver Hormel Foods stordriftsfordele i forhold til konkurrenterne.



Specialfødevarer er et interessant segment, og en god diversifikation til de øvrige forretningsområder. Denne division tilbyder blandt andet fødevareprodukter til restauranter, private label samt forskellige ernæringsprodukter, og er »one-stop shop« for andre fødevareproducenter for diverse kødprodukter og forskellige ingredienser.

De internationale aktiviteter er den mindste division, og udgør kun 5% af den samlede omsætning, men har i de seneste år haft en stærk vækst. Datterselskabet Hormel Foods International varetager salg af Hormel Foods brands på de internationale markeder direkte eller igennem datterselskaber, joint ventures, eller udlicensering.

## Innovation og produktudvikling driver salgstallene op

Hormel Foods historie er fuld af eksempler på, hvordan virksomheden løbende har produktudviklet og proaktivt reageret på ændringer i forbrugertrends, såsom sundhed, behov for lettilgængelige færdigretter, etniske fødevarer, mv. Den løbende produktudvikling har været og er, en væsentlig kilde til vækst og et middel til, at differentiere sig i forhold til konkurrenterne i et meget konkurrencebetonet marked.

For at motivere organisationen udstak ledelsen i 2004 et ambitiøst mål om, at nå et salg fra nye produkter lanceret siden 2000 på 1 milliard dollars i regnskabsåret 2009. Strategiplanen var en stor success. Selskabet nåede målet to år før tid drevet af et bredt sortiment af nye produkter spredt over alle foretningseenhederne. I årsregnskabet for 2007 udgjorde salget af nye produkter således mere end 16% af den samlede omsætning. Men ambitionerne stoppede ikke her, og i marts 2008 annoncerede Hormel Foods en ny plan med hensigt, at fordoble salget af nye produkter til 2 milliarder dollars i 2012. Dette mål blev opfyldt takket være succesfulde produktlanceringer inden for brands som Hormel party trays, Hormel Natural Choice skiveskåret delikatess kød, Hormel Compleats færdigretter til mikrobølgeovnen og Jennie-O Turkey Store ovnklare retter. Nu er fokus rettet på at nå et salg fra nye produkter på 3 milliarder dollars i 2016.

## Hormel Foods har en robust og stabil forretningsmodel

Der er mange måder, at anskue hvor effektiv og robust en virksomhed i realiteten er. I Warren Buffetts terminologi er en robust virksomhed en, der har en bred vandgrav – d.v.s. har bæredygtige konkurrencemæssige fordele, der kan holde konkurrenterne på afstand og beskytte indtjeningen. Virksomheders evne til at skabe værdi til sine ejere afhænger af, hvor meget indtjening den investerede kapital i virksom-

heden generer. En virksomhed skaber værdi, når forrentningen overstiger det risikostregerede afkastkrav. Jo mere indtjening virksomheden kan presse ud af den investerede kapital, desto højere er forrentningen af den investerede kapital, og jo bredere er vandgraven. Over de seneste 5 år har Hormel Foods gennemsnitligt forrentet den investerede kapital med 15,4%, hvilket er betydeligt højere end det risikostregerede afkastkrav. Det er en klar indikation på, at Hormel Foods har en effektiv udnyttelse af den investerede kapital, og har en disciplineret investerings- og opkøbsstrategi, hvor man har afholdt sig fra at betale en for høj pris for vækstmuligheder. Også i forhold til andre og større fødevarerproducenter med stordriftsfordele ligger Hormel Foods højt placeret med hensyn til forrentning af den investerede kapital, hvilket ligeledes indikerer, at selskabet har konkurrencemæssige fordele i kraft af sine brands og differentierede produkter.

Mange kødforarbejdningsvirksomheder har store udsving i indtjeningen der nærmest minder om en boom-or-bust cyklus. Men det er ikke tilfældet for Hormel Foods, fordi selskabet har bevæget sig op i værdikæden, og har en lang række stærke brands. Over de sidste 20 år har selskabet årligt øget driftsresultatet med 8,4% - d.v.s. indtjeningen er blevet fordoblet hvert 9. år. Kun tre gange i løbet af 20 år er driftsresultatet faldet og sidste gang var i regnskabsåret 2003. At indtjeningstabiliteten har været høj kan illustreres ved, at overskudsgraden kun har svinget med +/- 8% baseret på de seneste 10 år. Det er væsentlig lavere udsving end for det globale aktiemarked, og det placerer således Hormel Foods i den laveste risikokategori i det globale investeringsunivers. Udover en høj grad af stabilitet i indtjeningen, så er virksomheden tillige finansielt velfunderet, og kan i realiteten tilbagebetale nettogælden inklusive pensionsforpligtelser med blot et par måneders indtjening (EBITDA).

### Storaktionær med bestemmende indflydelse - ingen hindring for et godt afkast

I begyndelsen af 1940'erne grundlagde stifteren af Hormel Foods, George A. Hormel, og hans søn den velgørende fond »Hormel Foundation«, som i dag besidder cirka 49% af aktierne og har derfor stemmemajoritet og kontrol over selskabet. Det betyder med andre ord, at Hormel Foods ikke er den oplagte overtagelseskandidat selvom mange konkurrenter sikkert gerne ville have fingrene i dette veldrevne selskab. At dømme ud fra det afkast (inklusive geninvestering af udbytte) en investor ville have opnået ved, at være aktionær i Hormel Foods over de seneste 10 og 20 år på henholdsvis 15% og 13% årligt i dollars, er der intet, der tyder på at fonden som storaktionær har hæmmet afkastet, snarere tværtimod.

Fonden har et langsigtet perspektiv, i princippet uendeligt, og har derfor skærmet Hormel Foods fra det tunge forventningspres, der hviler på de fleste børsnoterede virksomheder om, at levere varen på den korte bane - d.v.s. for meget fokus på den kvartalsvise udvikling. Aktionærkredsen har formentlig givet Hormel Foods mere arbejdsro og

tid til, at gennemføre langsigtede strategiske tiltag (se også artiklen i dette medlemsblad).

### Det lange seje træk driver aktiekursen

Det netop afsluttede regnskabsår (10/2013) var på mange måder et vanskeligt år, men med hjælp fra overtagelsen af SKIPPY præsterede Hormel Foods trods alt en salgsmæssig fremgang på 6% og driftsresultatet steg 5% inklusive indtjening fra associerede selskaber. De nuværende markedsforhold er unægtelig stadig udfordrende med tilbageholdende og meget prisbevidste forbrugere. Men for indeværende regnskabsår får Hormel Foods medvind fra lavere råvarepriser såsom korn, og samtidig bidrager SKIPPY med indtjening for et fuldt regnskabsår. For indeværende regnskabsår (10/2014) forventer vi derfor, at det justerede driftsresultat vil stige med 14%, og baseret på dette handles aktien til en Earnings Yield på 7,7%, hvilket er på niveau med de øvrige fødevarer-selskaber i de globale porteføljer.

Det er Hormel Foods langsigtet målsætning, at øge omsætningen med 5% årligt baseret på en underliggende organisk vækst drevet af den løbende produktudvikling og investering i brands, samt ved hjælp af målrettede bolt-on akquisitioner der også er en integreret del af vækststrategien. På denne baggrund er det Hormel Foods ambition, at kunne øge indtjening per aktie (EPS) med 10% årligt.



Vi er overbeviste om, at Hormel Foods langsigtet vækstpotentiale materialiseres og at det vil være en væsentlig afkastkomponent i de globale porteføljer. I øjeblikket giver aktien et direkte afkast (udbytte pr. aktie i forhold til kursen) på 1,8%, men med den stærke cash flow generering er der potentiale for, at øge udbyttet yderligere og bringe det direkte afkast op på niveau med andre blue chip fødevarerproducenter. Hvis vi antager, at prisfastsættelsen af aktien holdes uændret, og at den historiske vækst i indtjeningen kan gentages samt, at vi også fremover får et direkte afkast på 1,8%, så kan det potentielt givet et afkast på 10% årligt. Udover et solidt afkastpotentiale yder Hormel Foods robuste forretningsmodel og høje stabilitet i indtjeningen også en god beskyttelse mod tab. ■