

Af Denis Kostyukovich, CFA, Porteføljemanager, ValueInvest Asset Management S.A.

Kerry Group har været en del af ValueInvests tre globale porteføljer siden 2006. En stærk, stabil aktie, som samtidig er modstandsdygtig, når aktiemarkedene generelt falder. Vi har valgt den irske fødevarer- og ingrediens virksomhed ud som en særlig case, fordi netop Kerry-aktien er et godt eksempel på, hvordan vores investeringsproces virker på den lange bane.

Siden købet af Kerry til porteføljerne er aktiekursen fordoblet, og der er løbende leveret en støt stigende dividende betaling til aktionærerne. Det betyder, at aktien siden købet i 2006 og frem til 2012 har performeret bedre end gennemsnittet af sammenlignelige aktier. Det ses i figur 1, hvor det samlede afkast på Kerry-aktien er sammenlignet med MSCI Verden og aktierne i sektoren Stabilt Forbrug. Som det fremgår af fakta-boksen byder Kerry Group på en earnings yield på 6,61% hvilket ligger i den lave ende i forhold andre virksomheder i de tre ValueInvest-afdelinger. Dette nøgletal afspejler markedets tillid til Kerry Group, nemlig evnen til at levere et stabilt resultat. Og det betyder, at jo højere markedsværdien er jo lavere er earnings yield.

Et af hovedelementerne i investeringsprocessen er at beskytte mod kursfald. Kerry-aktien undgik ikke helt det massive brandudsalg, som aktiemarkedet generelt oplevede i perioden 2007-2009. Men vi så i samme periode, at virksomhedens fundamentale drift havde frem-

KERRY GROUP PLC
www.kerrygroup.com

Hjemsted	Irland
Etableringsår	1972
Antal ansatte	24.000
Produkter	Ingredienser og fødevarer
Omsætningen fordelt geografisk	Europa: 59% Nord og Sydamerika: 30% Asien: 11%
Styrker	Teknologisk overlegne ingrediensprodukter, Global afsætning
Svagheder	Fødevarersegmentet har lavere rentabilitet end konkurrenter
Muligheder	Fortsatte opkøb af mindre konkurrenter. Forbedring af Fødevarer segmentet's indtjening
Trusler	Fortsatte råvare prisstigninger
Omsætning 2011	EURO 5.300.000.000 ▲ +6,9% i.f.t 2010
Markedsværdi inkl. gæld	EURO 7.711.200.000
Forventet driftsresultat (EBIT) 2012	EURO 509.670.000
Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed	6,61% (Earnings Yield)
Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾	1,76%
Merafkast for virksomhedsejeren	4,85% 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.

gang og at driftsoverskuddet steg støt. Denne modstandskraft blev belønnet af aktiemarkedet og samlet set har det resulteret i et meget tilfredsstillende afkast set hen over hele ejertiden, som det ses i figur 1 på næste side.

Kerrys opbygning og produkter

Kerry er en international koncern med salg over hele verden. Virksomhedens produkter er fordelt på to brede segmenter:

Fødevarersegmentet - dagligvarer

Indenfor Fødevarersegmentet, der står for 30% af omsætningen, opererer Kerry i fire større afdelinger:

- mejeriprodukter med smør og blandingsprodukter, såsom smøreoste og smørpræparater
- kødprodukter med f.eks. pølser
- køle- og frosne færdigretter
- »food-to-go« med sandwiches og mad solgt fra varebiler.

Kerrys produkter inden for dagligvarer er markedsledere i Irland. Blandt disse er Dairygold (blandingsprodukt), Charleville og Coleraine (oste) og Denny og Shaws (forskellige færdigpakkede kødprodukter). Udover at have en stærk position indenfor kendte produkter, fører Kerry også an i det mere anonyme private-label marked (eget mærke), hvor deres produkter Richmond og Wall's (pølser) og Cheestrings (oste snacks) er førende.

Ingredienser & Essenser

Det mangeartede segment Ingredienser & Essenser står for 70% af omsætningen. Kerry Group fremstiller bl.a. smagsstoffer og stabilisatorer, og andre ingredienser man finder i snacks, kødretter, mejeri-, bageri- og morgenmadsprodukter, slik, desserter og drikkevarer. Kerry Group leverer til majoriteten af verdens top 50 fødevarerproducenter fordelt på 120 lande og har et salg af mere end 9.000 produkter fremstillet på 75 fabrikker og udviklet i 25 research centre. ValueInvest vurderer Kerry Group som en sund virksomhed, opbygget over flere årtier ved organisk vækst og tilkøb af mindre virksomheder.

Givtig sammenhæng mellem Kerrys to hovedområder

Ved traditionel investering opfordres investorer ofte til at søge målrettede virksomheder med ensidigt fokus på et kerneområde og ud fra dette udvælge de bedste til en portefølje. Det er vi enige i, hvis der er tale om aktiviteter uden en reel sammenhæng. Men i Kerry Group er der en givtig sammenhæng mellem de to forretningsområder.

Begge Kerrys segmenter er indenfor fødevarerindustrien og en førstehåndsviden om to forskellige sider i denne industri giver ledelsen en fordel, når vi taler strategi og taktiske beslutninger. Dertil kommer, at begge segmenter er konkurrencedygtige i deres respektive markeder, og hver især er stærke nok til at konkurrere med øvrige globale spillere. I virksomheder med vidt forgrenede forretningsom-

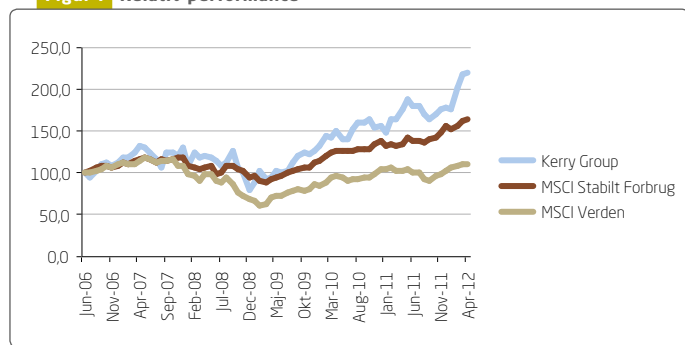
råder ser vi, at svagere segmenter udsuger ressourcer fra de stærke og ikke selvstændigt ville kunne overleve. Det er ikke tilfældet i Kerry - tværtimod. Kerry nyder godt af et teknologisk samarbejde mellem Fødevarerforretningen og Ingrediensforretningen. Derudover vurderer ValueInvest, at netop kombinationen af de to forskellige segmenter, den ene med ansigt mod forbrugeren og den anden mod industrien, gør Kerry til en yderst stabil virksomhed. I fødevarerindustrien ses ofte, at styrkeforholdet mellem producenter af ingredienser, producenter af fødevarer samt detailhandlen skifter over tid. Det skal bemærkes, at Kerry selv sagt ikke er immun overfor sådanne skift, men strukturen i koncernen gør, at Kerry Group er godt sikret mod disse udsving.

Da Kerry-aktien blev købt vurderede Foreningen, at virksomheden gemte på betydelige værdier som markedet endnu ikke havde regnet ind i aktiekursen. Som vist i figur 2 ligger driftsmargin i Kerry lavere end sammenlignelige virksomheder, men det er vigtigt at bemærke, at Kerry, siden køb af aktien første gang, har forbedret rentabiliteten både på absolut basis og sammenlignet med sammenlignelige virksomheder.

Derfor kan Kerry gøre det endnu bedre

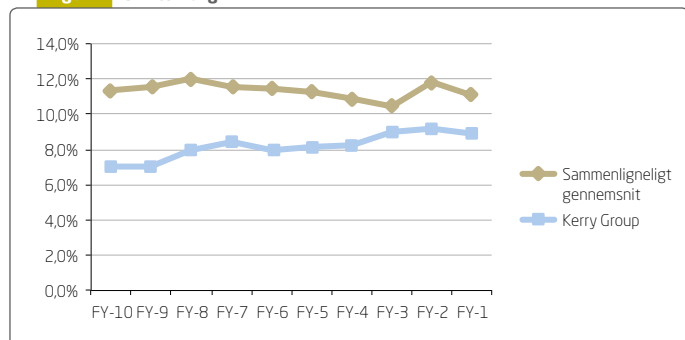
Rentabiliteten i Kerrys Fødevarersegment er lavere sammenlignet med den, vi ser hos de større og mere diversificerede konkurrenter på området. Fødevarersegmentet har haft en driftsmargin på omkring 7%, mens de større konkurrenter har formået at opretholde en margin på 10-15%. Der er flere faktorer, der forklarer denne forskel i forhold til de større konkurrenter. For det første er Kerrys omsætning, der kommer fra fødevarersegmentet, kun en brøkdel sammenlignet med

Figur 1 Relativ performance



Kilde: Bloomberg

Figur 2 Driftsmargin



Kilde: Bloomberg

den som de kæmpestore globale producenter nyder godt af. For det andet er Kerrys fødevarerprodukter ikke verdensomspændende, men har primært fokus mod kunder i Storbritannien og Irland. Denne del af Kerrys forretning afsætter kun en beskedn andel i andre lande. Og netop på disse hjemmemarkeder i Storbritannien og Irland har forbrugere igennem længere tid kæmpet med en tung gældsbyrde - og

>>



» gør det stadig - med et faldende forbrug til følge. Derudover afsættes en markant andel af Kerrys fødevarersegment til virksomheder i mejerisektoren. Netop denne sektor har udfordringer både i form af traditioner men også geografiske restriktioner såsom transport og logistik. En anden vigtig del af Kerrys fødevarersegment ligger inden for det, man kalder færdigpakkede kødprodukter. Et marked hvor selv større konkurrenter blive udfordret af den knivskarpe konkurrence. Og et marked, hvor forbrugerne i stigende grad søger mod sundere kost, selv om der skal betales højere priser. Sidst, men ikke mindst, bliver Kerrys eget mærke, som er en del af Kerrys fødevarerportefølje, solgt billigere sammenlignet med de store mærkevarer.

På trods af disse udfordringer er Kerrys produkter på en række områder teknologisk overlegne og ydermere er produkterne spredt over mange typer. Det er en styrke, der giver virksomheden mulighed for at reagere på markedsændringer og modstå pres fra konkurrenter, leverandører og forbrugere. Kerry er stærk nok til at konfrontere både betydelige multinationale kunder og store lokale spillere i de regionale markeder. Derfor vurderer vi, at Kerry kan få yderligere medvind i de nærmeste år. Blandt andet fordi økonomisk hårdt pressede konkurrenter inden for ingrediensindustrien kan få vanskeligheder.

VIRKSOMHEDEN FORUDSIGER EN VÆKST PÅ 7-10% I INDTJENINGEN PR. AKTIE FOR 2012

En eventuel fortsat stigning i råvarepriserne kan presse svagere konkurrenter uden den fornødne pricing-power til frasalg af aktiver. Der er tegn på, at dette allerede er begyndt for nogle virksomheder. Kerry har vist, at de er i stand til at opsamle disse aktiver. Disse faktorer kan alle være med til at Kerry Group kan udbygge deres Ingredienser & Essenser på den lange bane.

I segmentet Fødevarer, det svagere segment, er det dog muligt for Kerry at drage fordel af virksomhedens stærke sider. Og det er den ekstra fleksibilitet, som blandingen af mærkevarer/private label giver. I gode tider, vil kunderne betale for de dyrere mærkevarer. I dårlige tider har kunderne mulighed for at vælge virksomhedens billigere private label produkter. Markedsindtrængningen af private-label produkter i Storbritannien er tæt på 40%, da selv mere velhavende forbrugere nu vælger det billigere produkt.

Hvis det økonomiske sortsyn bliver hængende over Storbritannien, er det muligt at Kerry kan 'stjæle' volumen fra andre, mindre fleksible rivaler. Storbritanniens ultra-konkurrenceprægede detailhandel kan også vise sig at være fordelagtig for Kerry, da virksomheden har et godt samarbejde med flere af de store kæder, såsom Tesco, Marks & Spencer, Morrisons og Sainsbury.

Kerry robust i et svært 2011

I år har kursstigningerne på Kerry været drevet af de solide resultater for 2011. Derudover er dividenden forhøjet og investorerne har generelt tillid til ledelsens evner til at navigere i de nuværende svære tider. Med en organisk vækst på 6% i 2011, har Kerry vist en misundelsesværdig kunnen til at balancere volumen og prisstigninger, hvilke begge var på 3%. På trods af, at den generelle købeevne hos forbrugeren er under pres, ser vi stadig en vækst inden for nyudviklede og helsespecifikke fødevarer. Denne trend har været specielt fordelagtig for Kerrys Ingredienser & Essenser segment, hvor de har formået at levere de rigtige (påkrævede) produkter til deres fødevarerproducerende kunder.

Fødevarersegmentet har helt sikkert haft det sværere i et miljø med en presset irsk og engelsk forbruger. Omkostningerne for råvarer er steget med mere end 8% i 2011, dog med en mere moderat stigning i andet halvår. Men stigningen i 2011 er den kraftigste stigning set de seneste 5 år. Det er imponerende at Kerry har formået at begrænse tilbagegangen i rentabiliteten i dette ugunstige miljø. Det kan delvis tilskrives deres omfattende 7-års optimeringsprogram kaldet Kerry-connect. Dertil kommer at Kerry har været i stand til at bibeholde et relativt højt investeringsniveau i nye lovende områder. Virksomheden forudsiger en vækst på 7-10% i indtjeningen pr. aktie for 2012, mens Kerry på flerårs sigt tror på yderligere volumenvækst og forbedring i rentabilitet. Kerry er prisfastsat til 54% af Fair Value med en, af Foreningen, forventet indtjeningsvækst på 5% i 2012. Nettogæld/ EBIT-DA ratio er 2,6x - godt under vores målsætning på maksimum 5x.

Vi tror stadig på Kerry

Hvis den økonomiske situation forværres, volumen skrumper og kunderne ikke kan eller vil acceptere prisstigninger, er det muligt, at vi vil se Kerrys rentabilitet komme under pres, også selvom vi har set en god modstandsdygtighed i nedgangsperioden 2007-2009, hvor lønsomheden rent faktisk steg.

Men Kerry har faktisk mere at byde på på omkostningssiden. Der kan således forventes yderligere, betydelige besparelser, da Kerrys omfattende optimeringsprogram endnu ikke er afsluttet. Samtidig er flere områder i koncernen i gang med en evaluering og reorganisation, og det vil alt andet lige også kunne medføre forbedring af lønsomheden.

ValueInvest betragter Kerry som en kvalitetsaktie, og det er selvfølgelig altid udfordrende at gøre en stærk, god og stabil virksomhed endnu bedre, men Foreningen er fortsat optimistisk omkring Kerrys fremtidsudsigter og dermed kursdannelsen. Aktien er den højeste prisfastsatte aktie i risikokategori A (laveste risiko) i de globale porteføljer, hvorfor en forøgelse af vægtningen i porteføljerne ikke ligger lige om hjørnet. ■