

# The Clorox Company



## Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Den korte historie bag amerikanske Clorox, er selskabet med de nødvendige produkter, som forbrugeren per automatik køber. Som forbruger befinder vi os således i den mere kedelige del af produktsortimentet, og så måske alligevel ikke.

Clorox er fortsat synonym med selskabets Clorox produkter til rengøring/vask, desinficering m.v., produkter ca. 80% af amerikanske husholdninger altid har stående. Clorox var rent faktisk i 56 år et *one product company*, men er i dag bredere funderet. Knap 90% af omsætningen er fra produkter, hvor Clorox i USA enten har en nummer et eller nummer to markedsposition. Med 8 »nummer et« produkter og 6 »nummer to« produkter er Clorox således i dag langt mere diversificeret end tilfældet var ved selskabets start i 1913.

### En interessant historie

Clorox prøvede et par gange siden stiftelsen for 100 år siden at finde på nye produkter, men uden held. I 1957 manglede en af giganterne i branchen, Procter & Gamble, et blegemiddelsprodukt til at supplere dets andre produkter. Procter & Gamble købte derfor Clorox. Problemet var dog, at de amerikanske konkurrencemyndigheder vurderede, at de to selskaber tilsammen ville få et monopol inden for blegemidler. Det tog konkurrencemyndighederne 6 år at nå frem til en dom, og der gik yderligere 4 år, inden højesteret stadfæstede dommen, og Clorox måtte frasælges. Clorox skriver således 1969 før selskabet igen stod på egne ben. Om det var Procter & Gambles midlertidige indflydelse skal stå usagt, men 1969 blev også året, hvor Clorox lancerede sit andet succesfulde produkt, og ændrede således status fra et *one product company* til et *two product company*.

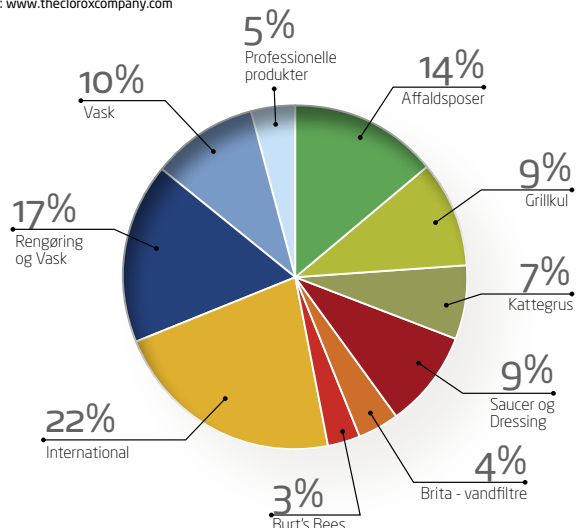
Sagaen med Procter & Gamble og Clorox' nyvundne frihed betød også, at selskabet fremover ønskede at gøre sig mindre sårbar, hvorfor selskabet ændrede strategi. Væksten skulle accelereres via tilkøb af nye produkter, men også opkøb/fusion af hele selskaber blev opprioriteret. Clorox skulle være større for den vej rundt, at vanskeliggøre en overtagelse af selskabet. Og man må sige, at Clorox har været flittige på opkøbsfronten de sidste 40-45 år. Seneste større opkøb fra Clorox'

hånd skete dog tilbage i 2007, hvor selskabet købte Burt's Bees inden for organisk fremstillede hudplejeprodukter. Burt's Bees opkøbet indikerer samtidig, at Clorox ikke længere kun er et selskab inden for artikler til rengøring og vask.

Desuden er Clorox ikke længere kun eksponeret mod det amerikanske marked, men har 20% uden for USA, primært i Mellem- og Sydamerika samt Canada, med små »afstikkere« til Mellemøsten og Asien. Clorox står derfor i dag langt bredere, vurderet på såvel produkter og geografi, end tilfældet var for 100 år siden.

### Omsætning fordelt på kategorier

Kilde: [www.thecloroxcompany.com](http://www.thecloroxcompany.com)



### Hvad Clorox mangler i størrelse, opvejes af dets aktive valg af produkter

Et af hovedargumenterne fra Foreningens side for at købe sig ind i Clorox er selskabets positionering i branchen. Ingen hemmelighed, at Clorox er en miniput i forhold til de store aktører såsom Procter & Gamble, Colgate-Palmolive, Henkel og Reckitt Benckiser. Selskabets beskrivelse af sig selv er derfor også ganske rammende: »Big Share Player in Mid-sized Categories«. Clorox har således store markedsandele i såkaldt mellem-produktkategorier målt i kroner og øre, kategorier der meget ofte ikke har den store interesse for de store aktører i branchen. Man kan derfor sige, at flere af Clorox' produktkategorier således »flyver lidt under de stores radar«, og Clorox nærmest har nogle af kategorierne for sig selv. Dette er tilfældet for Clorox blegemiddel samt Kingsford grillkul, hvor Clorox har en markedsandel på hhv. 60% og 74%, og ikke skyggen af en »branded« konkurrent i nærheden. Konkurrence kommer således udelukkende fra private label.

Skåret til benet er Clorox' hovedkonkurrent ikke en tysk Henkel eller en amerikansk Reckitt Benckiser, men derimod mange private label producenter.

Naturligvis mærker Clorox en gigant som Kraft Foods inden for dressing & sauces, eller Nestlé med kattegrus, men private label producenten er hovedkonkurrenten på tværs af alle produktkategorier. Total set har Clorox her en markedsandel på 24%, hvor de næste 5 brandede konkurrenter har markedsandele i niveauet 3% til 8% og sammenlagt en markedsandel på 25%. Clorox er således 3 gange så stor som den andenstørste brandede aktør og har samme størrelse som »5-gruppen« af brandede konkurrenter. Markedsandelen for private label producenter er totalt set 19%, hvorfor disse er hovedkonkurrenterne for Clorox, da de 19% i store træk konkurrencemæssigt agerer ens, nemlig med stor fokus på pris.

Det interessante spørgsmål er så, hvad Clorox opnår ved nævnte konkurrencesituation? Indtjeningsstabilitet er ét af svarene. Clorox har haft en gennemsnitlig overskudsgrad på 17,9% i de sidste 10 år, varierende fra 16,5% til 19,8%. Til historien hører, at de 19,8% i overskudsgrad inkluderede en positiv effekt pga. udbrud af svine influenza, mens de 16,5% var i et år med voldsomme råvarestigninger. Stabiliteten er derfor mere udtalt end de umiddelbare tal indikerer. Ser man desuden på effektiviteten, hvormed Clorox forrenter den kapital selskabet har investeret for at skabe sin indtjening, lød denne sidste år på 24%. Både absolut såvel som relativt er det fremragende i lyset af, at ligestillede »kun« forrentede kapitalen med gennemsnitlig 15%. Clorox er dermed indbegrebet af en A-virksomhed – som i Foreningens risikoklassificerings system er den mest indtjeningsstabile kategori.

**CLOROX**  
www.thecloroxcompany.com



Hjemsted	USA
Etableringsår	1913
Antal ansatte	8.400
Produkter	Fremstilling og distribution af husholdningsprodukter m.m.



<b>Omsætningen, geografisk</b>	USA <b>80%</b>
<b>Styrker</b>	Resten af verden <b>20%</b> Indtjeningsstabilitet. Stor fokus på omkostninger. Solide markedspositioner.
<b>Svagheder</b>	Afhængighed af det amerikanske marked. Stor konkurrence i enkelte produktgrupper.
<b>Muligheder</b>	Forbrugertrend mod organiske produkter via bl.a Burt's Bees. Forebyggelse af bakteriespredning.
<b>Trusler</b>	Clorox kun en mellemstor aktør. Private label.

<b>Omsætning 06/2013</b>	USD 5.623.000.000	↑2,8% i.f.t 06/12
<b>Markedsværdi inkl. gæld</b>	USD 14.705.568.984	
<b>Forventet driftsresultat (EBIT) 2013</b>	USD 1.024.850.000	
<b>Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed</b>	6,97% (Earnings Yield)	
<b>Global, vægтет 10 årig statsrente<sup>(1)</sup></b>	2,67%	
<b>Merafkast for virksomhedsejeren</b>	4,30% point	

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

Høj

Mellem

Lav

Meget lav

## Hvad ligger bag indtjeningsstabiliteten?

Dygtig ledelse er det åbenlyse svar, når stabiliteten er så konsistent over en årrække. Det relaterer sig dog også til den klassiske teori omkring »size matters«, dvs. stordriftsfordele i alt fra produktion, distribution over til marketing. Clorox er som nævnt ikke stor globalt set, men de er betydelige inden for deres kategorier, hvilket giver omkostningsfordele. Når Clorox således tilbyder deres kunder »grillpakken« bestående af Kingsford grillkul, KC Masterpiece barbecue sauce, Hidden Valley salat dressing, diverse rengøringsprodukter til efter grill brug inkl. affaldsposer, kan Clorox tilbyde en fifte af sammenhængende produkter, som de færreste private label producenter kan præsentere. Dette er en klar styrke, da detailhandlere ikke ønsker et ubegrænset antal underleverandører, hvilket øger kompleksiteten i deres forretning. Fordelen for Clorox er, udover kundeloyalitet, salgs- og omkostnings synergier i form af potentiale for mersalg, de omkostningsbesparelser der er ved, at tilbyde en samlet »grillpakke« til deres kunder.

Clorox har konstant fokus på omkostninger. Selskabet har hvert år siden 2003 fundet årlige besparelser på USD 100 mio., svarende til 2%-point på overskudsgraden. Besparelserne (nogle af dem) bliver naturligvis reinvesteret i Clorox eller »spist op« af priskonkurrence, råvarestigninger, inflation i visse lande, hvorfor de ikke slår 100% igennem på overskudsgraden. Men det vidner om et selskab med et langsigtet fokus på omkostningsbasen, og vel og mærke et selskab, som fortsat ser stort potentiale for fremtidige omkostningsbesparelser.

Et andet betydende aspekt i relation til Clorox' indtjeningsstabilitet er situationen med private label som hovedkonkurrent. Forsimpelt sagt konkurrerer private label producenter kun på pris. Konkurrencen er derfor forudsigelig, hvilket som udgangspunkt er en fordel. Clorox kender således altid »modstanderens« næste træk, hvorfor det er relativt »let« at have et modtræk klar. Clorox har derfor vænnet sig til priskonkurrencen og tager til tider del i den, mens selskabet andre gange forsøger at distancere eller brande sine produkter i forhold til netop private label.

Private label konkurrencen er derfor mere kontrollerbar, omend nogle gange behård, sammenholdt med en situation med både private label og/eller (udelukkende) konkurrence fra brandede konkurrenter. Konkurrence fra brandede producenter, og specielt de globale spillere, tilføjer nemlig flere usikkerhedselementer, hvor Clorox aldrig helt ved, hvilken form konkurrencen har. Det kan f.eks. være pris, indhold eller marketing, og såfremt flere store spillere inden for samme produktgruppe er indblandet, kan konkurrencen blive fuldstændig uforudsigelig. Stabilitet og forudsigelighed er således at foretrække.

Sidste forhold i relation til indtjeningsstabilitet er Clorox' betydende markedsposition inden for mange produktkategorier. Dette muliggør

(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.

>> (til en vis udstrækning), at Clorox kan »styre« kategorien i den retning, som Clorox ønsker. Eksempelvis i forhold til produktindhold, produktstandarder, prissætning etc., hvilket naturligvis også har indflydelse på forudsigeligheden i relation til konkurrenter, men også i forhold til at »guide« forbrugeren.

### Hvor skal væksten i Clorox komme fra?

80% af Clorox' omsætning relaterer sig til den amerikanske forbruger. I nogle tilfælde er der også tale om mættede produktkategorier, eller kategorier med intens konkurrence, eksempelvis Clorox Blegemiddel. Selskabets nyligt lancerede 2020-strategi lyder på en årlig salgsvækst på 3-5% samt forbedring af overskudsgraden på 25-50 bps om året frem til 2020. I sig selv en ganske aggressiv målsætning for hvad vi rater som et »A-selskab«. Specielt Clorox' salg forventning er Foreningen lidt forbeholdne overfor, i hvert tilfælde den øvre del af det udmeldte interval. Årsagen er Clorox' eksponering mod

Argentina og Venezuela, hvor de sidste par år har været udfordrende, og forventes fortsat at være tilfældet i de kommende år. Dette pga. høj inflation samt diktat fra regeringernes side om, hvor meget Clorox må hæve priserne på deres produkter (eller mangel på samme). Heldigvis udgør de to lande kun 6-7% af Clorox' omsætning med et negativt indtjeningsbidrag på under 2% af Clorox' forventede indtjening i 2013/14. Der er således ikke noget større, som skal »fixes«. Investering i Clorox skal derfor ses som en investering i en stabil indtjenende virksomhed, og derfor også en del af Foreningens mere defensive ben i porteføljen.

På trods af Clorox' stabile karakter er der skam vækstlommer i Clorox med stort potentiale. Overordnet ser Clorox selv væksten komme fra to vinkler:

- forebyggelse af bakteriespredning
- fokus på organiske/naturlige produkter

Vækstdriveren mht. bakteriespredning er at forebygge spredning af infektioner på hospitaler, hos læger/tandlæger etc. og ikke mindst, at reducere omkostninger forbundet med efterfølgende »oprydning«, dette målt såvel i kroner og øre såvel som i menneskeliv. Alene på amerikanske hospitaler døde i 2009 næsten 100.000 mennesker som en konsekvens af udbrud af multiresistente stafylokokker (MRSA) og Clostridium difficile (C. diff). Clorox tilbyder specifikke produkter til det nævnte og andre produkter i almindelighed til overfladedesinfektion, håndhygiejne etc. Clorox har således foretaget et par udvalgte opkøb inden for netop dette segment, og ser et betydeligt potentiale i forhold til amerikanske hospitaler, som i dag ikke bruger Clorox produkter eller har mindre

fokus på aspektet end »ønsket« fra Clorox' side. Herudover forventer Clorox synergier over til Spa & Wellness segmentet, som hygiejnemæssigt har nogle af de samme problemstillinger som hospitaler. Sidstnævnte segment forventes derfor også at bidrage til fremtidig vækst.

En anden kilde til fremtidig vækst er Clorox' organiske »ben«, Burt's Bees. En organisk producent, der igennem længere tid har haft tocifrede vækstrater. Bevæggrunden bag opkøbet var, at tage del i den betydelige vækst inden for personlige hudplejeprodukter og i særdeleshed mht. organiske hudplejeprodukter. Flere undersøgelser har påvist, at forbrugerne har en tilbøjelighed til at købe organiske, økologiske, naturlige produkter, såfremt produkterne er organiske eller overvejene naturlige. Fænomenet er ikke kun gældende i relation til hudplejeprodukter, men gælder i lige så høj grad i rengøringsprodukter. Står der således på vasketabsen, at den indeholder noget »naturligt«, så ryger pakken bare lettere ned i indkøbsvognen sammenholdt med et »almindelig« produkt.



Sidste vækstben, som skal nævnes, er emerging markets. Problemet for Clorox er her, at udfordringerne i Argentina og Venezuela lidt overskygger den underliggende udvikling i andre emerging markets. Men faktum er, at Clorox har en 6-7% salgseksponering mod lande som Chile, Peru, Colombia, Panama, Costa Rica og Mexico, hvor markedspositionerne er solide samt udviser flotte vækstrater. Men det er også klart, at det er vanskeligt for Clorox at »sælge« sin emerging markets historie, når Argentina og Venezuela i den grad forstyrrer det overordnede billede. Foreningen har den opfattelse, at den »rette« pris for Clorox' emerging markets salg først bliver en realitet, når Argentina og Venezuela er »på plads« Heldigvis er Foreningen en tålmodig og langsigtet investor.

### En fremadrettet investering

Uden at inddrage den langsigtede målsætning om vækst handles Clorox til en rabat på mere end 40% i forhold til Foreningens beregnede værdi. Selskabet genererer et meget solidt cash flow, og har gjort det igennem mange år. Det direkte udbytte er aktuelt over 3%. Slutteligt skal det nævnes, at Clorox over de sidste 10 år har tilbagekøbt næsten 40% af selskabets aktier. Foreningen er derfor, både i relation til det driftsmæssige og til vækstpotentialet, samt ud fra en shareholder value vinkel, yderst tilfreds med investeringen i Clorox. ■