



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Danone – gør alle de rigtige ting

Danone blev grundlagt i Spanien i 1919 af den spanske forretningsmand Isaac Carasso. Yoghurt, der var selskabets første produkt, blev lanceret under mærket Danone efter sønnens navn Danon. Ti år efter flyttede selskabet til Frankrig, hvor det første produktionsanlæg blev bygget. I starten blev Danone yoghurt solgt i små keramiske krukker, der udelukkende kunne købes på apoteker.

➔ Vejen til det konglomerat, Danone er i dag, har ikke altid været snorlige, lige såvel som produktpaletten heller ikke længere kun byder på farvestrålende yoghurt. I 1960'erne var selskabet en førende aktør inden for produktion af emballageglas under navnet Boussois Souchon Neuvesel (BSN). For at skabe vækst foretog BSN i 1970 en række opkøb inden for føde- og drikkevareindustrien, herunder den berømte ølproducent Kronenbourg og mineralvandsproducenten Evian, som integreredes vertikalt, da begge selskaber allerede var en del af værdikæden og blandt BSNs største kunder. Med disse opkøb sikrede BSN sig en førende position inden for øl, flaskevand og børneernæring på det franske marked.

I 1973 fusionerede BSN med Gervais Danone, der fokuserede på mejeri- og pastaprodukter. Rationalet bag fusionen var fra Danones side ønsket om at ekspandere internationalt. Året efter fusionen ændrede selskabet navn til Danone.

Med frasalget af glasproduktionselskaberne i 1970'erne og 1980'erne ændrede Danone strategi til fokus på salg af føde- og drikkevarer, primært på de vesteuropæiske markeder. Danone blev herefter den tredjestørste føde- og drikkevareproducent i Europa med markedsledende positioner i Frankrig, Italien og Spanien. Danones ekspansion på de internationale markeder udenfor Europa begyndte i

første halvdel af 1990'erne med adskillige opkøb i Asien og Stillehavsområdet, Latinamerika og Østeuropa, men også i udvalgte regioner i Sydafrika og Mellemøsten. Samtidig konsoliderede Danone deres aktiviteter i Vesteuropa fra selskabets første opkøbsrunde, hvilket medførte køb og salg af aktiviteter med henblik på at finjustere synergierne. Således skabte købet af drikkevareproducenten Volvic en endnu større drikkevareenhed i kombination med Evian. I anden halvdel af 1990'erne besluttede Danone atter at ændre fokus, selvom den internationale vækst forblev øverst på dagsordenen. Fokus var nu på friske mejeriprodukter, drikkevarer og kiks, hvorfor de aktiviteter, der ikke passede ind i den nye strategi, blev afhændet.

Med sloganet "*bringing health through food to as many people as possible*" formaliserede Danone deres mission i 2006. Denne beslutning indebar, at Danone frasolgte næsten alle sine aktiviteter inden for kikse- og morgenmadsprodukter og i stedet erhvervede Numico (primært børneernæring), hvilket tilførte divisionerne *Early Life Nutrition* og *Medical Nutrition* til selskabets portefølje, der i forvejen talte divisionerne *Essential Milk* og *Plant based Products and Waters*. Senere opkøbte Danone aktiviteter i Rusland, Kina, Indien og Afrika (primært mejeriaktiviteter) for yderligere at stimulere den internationale ekspansion.



I 2016 overtog Danone for USD 12,5 mia. den amerikanske plantebaserede fødevarerproducent WhiteWave, hvilket gav Danone ny eksponering inden for et hurtigt voksende produktsegment. Overtagelsen medførte endvidere en fordobling af Danones eksponering på det amerikanske marked. Endelig placerede købet af WhiteWave Danones kombinerede amerikanske aktiviteter på USA's top 15 liste over føde- og drikkevareproducenter og gav samtidig selskabet en førende position inden for kølemejerivarer (f.eks. ost) i USA. Efter WhiteWave-købet ser Danones divisioner rent organisatorisk ud som følger (pr. 2. kvartal 2017):

DanoneWave

Danones friske mejeriprodukter og WhiteWaves aktiviteter i USA.

Fresh Dairy Products

Danones friske mejeriprodukter i Europa, CIS og ALMA samt WhiteWaves aktiviteter i Europa, Latinamerika og Kina.



Nutrition

Børne- og medicinsk ernæring.

Waters

Flaskevand.



DANONE

- ▶ Næsten samtidig med offentliggørelsen af den nye organisationsstruktur i 2017 blev selskabets mission/slogan ændret til: "Danone, One Planet, One Health" med målet "to unleash the power of food and drink to change our lives and the world".

Brancheperspektiv og vækst

For så vidt angår den historiske indtjeningsstabilitet, har fødevarerbranchen over en hel konjunkturcyklus (10 år) udvist lavere svingninger i indtjeningen end det globale marked (ekskl. Finans). Også med hensyn til den historiske værdiskabelse har fødevarerbranchen en solid track record for at skabe værdi for sine ejere. I de sidste 25 år har branchen leveret et merafkast i forhold til den risikostregerede kapitalomkostning. I de seneste fire perioder hver på fem år har fødevarerbranchen altid leveret et merafkast på mindst 10% og 15% i seneste femårige periode.

Fødevarerbranchens evne til at dække deres kapitalomkostning er endnu en indikation på fødevarerbranchens robusthed. Således viser beregninger herpå for det seneste år, at kun 19% af branchens selskaber ikke evnede at dække deres kapitalomkostning sammenlignet med 43% for selskaberne på det globale marked.

Danone forventer frem til 2020 at kunne øge deres samlede salgsmål med + 5% sammensat af 3-5% vækst inden for friske mejeriprodukter, 7-10% vækst fra børneernæring, 6-8% fra medicinsk ernæring og 7-10% vækst fra flaskevand.

Sammenfatning

Sammenlignet med det globale marked har fødevarerbranchen historisk udvist solid evne til at yde beskyttelse mod downside risiko samt stor grad af stabilitet i indtjening og afkastningsgrad. Ydermere har branchens værdiskabelse, dvs. evnen til at skabe et merafkast på de risikostregerede kapitalomkostninger samt til at forrente den investerede kapital i forhold til markedet, været i top. 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 konjunkturcykluser, at skabe et solidt merafkast i forhold til afkastet på den investerede kapital, hvilket er en medvirkende faktor i relation til lav downside risiko. Branchen er imidlertid stor og diversificeret, herunder er der stor spredning i indtjeningsstabilitet og overskud, hvilket gør aktieudvælgelsen så meget desto mere vigtig. Merafkastet i den seneste 10-årige periode har dog været 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 fremadrettet er i stand til at levere et solidt merafkast og endda bedre på en risikostregeret basis. Eksposering til markeder, der er under udvikling, er afgørende for at opnå højere vækst. Der forventes kun beskeden vækst på udviklede markeder, mens udviklingslandene tilbyder højere strukturel vækst drevet af en voksende befolkning og stigende indkomster. Opskriften på solid

rentabilitet og vækst på de intense konkurrenceprægede 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.

"The way we eat and drink will change radically. It will need its own revolution."

Franck Riboud

Selskabets position i branchen

Gennem årene har Danone opbygget meget solide markedspositioner og er idag global leder inden for friske mejeriprodukter, medicinsk ernæring og plantebaserede produkter, har en anden plads inden for børneernæring samt en tredjeplads inden for flaskevand. Danone står således markedsførende meget stærkt i alle deres større produktkategorier. Disse markedspositioner giver Danone fordele i forhold til mindre spillere, selvom flere af Danones globale konkurrenter generelt set er større aktører.

En anden vigtig rolle i Danone casen er selskabets portefølje af sunde produkter sammenlignet med andre aktører inden for samme branche. I betragtning af det øgede fokus på fødevarerikkerhed og især på

Friske mejeriprodukter

Dette segment forventes at vokse 1,7% om året i Nordamerika, hvilket er tæt på de 1,9%, som Danone realiserede i 2016. Salg af yoghurt i Nordamerika er vokset 5,3% i gennemsnit over de sidste 10 år, selvom væksten er faldet på det seneste, hvor kategorien har været en smule udfordret. Globalt set er der dog en relativt sund underliggende forventet vækst i relation til mejeriprodukter. Bl.a. peger et voksende befolkningstal på øget volumen. En voksende middelklasse forventes at øge værdien. Der er fokus på fødevarer for at opnå et godt helbred, hvilket også er en positiv faktor. Der er et lavt, men voksende forbrug af mælkeprodukter pr. indbygger i mange lande, hvilket også taler for en væksthistorie. Faktorer, der taler imod mejeriprodukter, er disse produkters høje sukkerindhold og clean labelling (varedeklarationer), det øgede fokus på landbrugspraksis, anti-mejerikampagner og endelig segmentets høje fremstillingsomkostninger, herunder til tider meget volatile inputpriser såsom mælk.

Børneernæring

I Nordamerika er dette segment i de sidste 10 år steget 7-8% om året. En voksende befolkning og middelklasse på globalt plan (herunder især Kina) kan være med til at holde væksten, da velstand og fokus på sundhed ofte går hånd i hånd.

Medicinsk ernæring

Den største drivkraft bag væksten i dette segment er den voksende middelklasse og øget fokus på sundhed og ikke mindst forebyggelse af sygdomme. På negativsiden tæller det faktum, at der i mange lande ikke ydes offentligt tilskud til produkterne. Imidlertid forventes den aldrende befolkning at understøtte væksten fremover, idet det også ofte her gælder, at jo ældre og rigere, jo mere fokus på sundhed.

Flaskevand

Dette segment forventes at vokse 4% om året i de næste fem år globalt set, hvor i særdeleshed væksten inden for vand i forskellige afskygninger og smage forventes at være højere end væksten for traditionelt vand. Flaskevand og andre mineralvandsprodukter tager markedsandele fra brusvand, hvilket er en tendens, der forventes at fortsætte i de kommende år.

fødevarers sundhedsmæssige værdi er Danone med sin portefølje vel positioneret i forhold til det gennemsnitlige selskab inden for fødevarerbranchen. Danone møder således ikke samme skepsis rent produktmæssigt som producenter af eksempelvis chokoladebarer, færdigretter til én dollar, etc.

I dag opererer Danone under meget stærke og globale mærker, herunder Actimel, Oikos, Activia og Danone i divisionen *Fresh Dairy Products*. Dumex, Aptamil og Nutrilon er mærker inden for *Early Life Nutrition*, mens Fortimel, Nutison, Nutrini, Nutilis, Neocate og Anamix alle falder under *Advanced Medical Nutrition*. Evian, Bonafont, Volvic, Badoit og Mizone tilhører divisionen *Waters*. Mærkerne Silk, So Delicious, Alpro, Horizon Organic, Wallaby Organic, Earthbound Farm, Vega og Delight blev tilføjet i forbindelse med købet af WhiteWave.

Investeringsrationale

Danone er en case om et selskab, der er repræsenteret i alle de rigtige produktkategorier, gør alle de rigtige ting, men som stadig mangler at levere varen. Selskabet har således ikke formået at klare sig godt inden for alle områder på samme tid og ej heller været i stand til at overvinde mindre problemer, der forstyrrer det overordnede billede af den underliggende forretning. Danone har således oplevet problemer i mejerieksporeringen på grund af et generelt dyk i dette segments vækst, men også i forbindelse med visse landeeksponeringer inden for mælke- og yoghurtprodukter efter, at finanskrisen satte en stopper for væksten. Herefter blev divisionen for børneernæring ramt af problemer med en leverandør af det pulver, der indgår i fremstillingen af Danones mælkepulverprodukt. Danone er endelig kommet disse uforlydte problemer til livs, men salg, indtjening og ikke mindst Danones omdømme i hovedsagelig Kina led skade undervejs. Problemerne på det kinesiske marked fordrede således også en helt ny strategi i Kina i relation til mælkepulver – en strategi, som idag har stor succes.

I de næste par år vil opkøbet af WhiteWave selvfølgelig i nogen grad påvirke indtjeningen i Danone. Danone har dog indset behovet for mere struktur i koncernen (og en knap så holistisk tilgang) for at forbedre driftsoverskuddet, men selvfølgelig også for at overbevise investorerne om kvaliteterne i selskabet og det indtjeningspotentiale, der endnu er uforløst. De senest annoncerede omkostningsbesparelser i den sammenhæng er vigtige skridt i retning af bedre lønsomhed, hvor Danone frem til år 2020 vil finde omkostningsbesparelser i niveauet 1 mia. EUR samt yderligere 300 mio. EUR, hvor sidstnævnte er relateret til synergier i forbindelse med integreringen af WhiteWave. Hvis blot 50% af disse samlede 1,3 mia. EUR i forventede omkostningsbesparelser rammer indtjeningsniveauet i Danone, vil det medføre en væsentlig forbedring af indtjeningen over tid.

Udover effekten fra større fokus på omkostningsbasen skal en indtjeningsforbedring også ses i forbindelse med Danones evne til at sælge deres produkter. Danone har adgang til produktkategorier, der i for-



hold til branchen generelt har højere vækstpotentiale, hvilket da også afspejles i Danones mål for 2020 og årene fremefter om en årlig vækst i salget på 5%.

Værdiansættelse

Sammenlignet med den Globale portefølje er Danones Earnings Yield en smule mindre, dvs. 5,8% for Danone mod 6,9% for porteføljen under ét. Umiddelbart vurderet er Danone således i den mere dyre ende af porteføljens selskaber. Det lidt specielle ved Danone casen ifølge Foreningen er dog, at selskabet har et markant uforløst indtjeningspotentiale på den lange bane. Som nævnt har Danone gjort mange af de rigtige ting gennem tiderne, er i de rigtige kategorier, herunder de sunde kategorier, men har på trods heraf ikke rigtig evnet at levere en form for synkront opsving inden for koncernen. Der har altid været én eller flere divisioner, som af den ene eller anden grund ikke helt har levet op til forventningerne på samme tid, herunder også været påvirket negativt af forhold, som Danone ikke selv har været herre over.

Året 2020 bliver en slags status år, hvor en streg skal slås i sandet for at se, hvor langt Danone er kommet mht. selskabets eksekvering af deres strategi. Har de leveret EUR 1,3 mia. i omkostningssynergier, og er forretningen trimmet til en årlig omsætningsvækst i niveauet 5%, så taler vi om en helt anden prisfastsættelse grundet en markant højere indtjeningsbase, end tilfældet er i dag. Alt sammen forhold, som Foreningen (og markedet) på ingen måde har taget højde for i dag i værdiansættelsen af Danone. ●

Danone

www.danone.com

Hjemsted

Frankrig

Etableringsår

1919

Produkter

Friske mejeriprodukter, herunder plantebaserede produkter, børneernæring, medicinsk ernæring og vand på flasker.

Antal ansatte

Ca. 100.000 (2016)

Omsætningen fordelt geografisk

Europa (35%), ALMA (35%), Nordamerika (25%) samt CIS (6% - primært Rusland). Største enkeltlandeeksponering: USA, Frankrig, Kina, Rusland og Indonesien.

Styrker

Stræke brands. Sunde brands. Markedsledende positioner i alle hovedproduktsegmenter.



Vækstkategorier. Stor emerging markets eksponering.

Svagheder

Kapitalstærke store konkurrenter. Til tider volatilitet i emerging markets lande. Inputinflation eks. mælk.

Muligheder

Effekt fra omkostningsreduktioner. Øge markedsandel i udviklingslande. Lavt forbrug af yoghurt i en række lande. Aldrende befolkning øger behov for medicinsk ernæring. Sundhedstrend.

Trusler

Stigende råvarepriser (eks. mælk). Opkøb kan fejle. Øget fokus på knaphed af ressourcer (eks. vand).

Omsætning 2016

EUR 21.944.000.000

↓ -2,1% i forhold til 2015

Markedsværdi inkl. gæld

EUR 62.745.041.362

Forventet driftsresultat (EBIT) 2018

EUR 3.654.330.000

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældsfrie virksomhed

5,82% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾

1,70%

Merfakast for virksomhedsejeren

4,12% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

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