

Mondelēz



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Foreningen opfatter stærke selskabsbrands som en del af en »bred voldgrav«, der er med til at beskytte en virksomheds langsigtede evne til at tjene penge, og dermed falder brands fint i tråd med Foreningens langsigtede investeringstilgang.

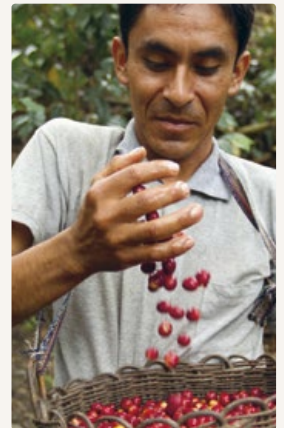
➔ Mondelēz International beskriver sig selv som et globalt "snacking powerhouse" med over 100.000 ansatte samt produkter, der sælges i mere end 165 lande. Ni af selskabets brands har en årlig omsætning på mindst 1 milliard USD. Yderligere 58 brands genererer hver især mere end 100 mio. USD om året i omsætning. Et udpluk af Mondelēz' brands inkluderer Oreo, Chips Ahoy, TUC, LU og BelVita inden for kiskategorien; Milka, Toblerone, Cadbury Dairy Milk og Côte d'Or inden for chokolade samt Trident, Dentyne, Halls og Stride inden for tyggegummi og slik. Herudover har Mondelēz et "kaffe joint venture" med kaffebrands som Jacobs, Carte Noire, Gevalia, Douwe Egberts og Senseo. Samlet har selskabet 49 brands, der alle er mere end 100 år gamle. Markedsmæssigt er Mondelēz globalt set nummer et inden for kiks, chokolade og slik samt nummer 2 inden for tyggegummi. Selskabets egen betegnelse "snacking powerhouse" er derfor en ganske rammende beskrivelse. Mondelēz salgsandel findes især i Europa, hvor 41% af omsætningen skabes, tæt efterfulgt af Emerging Markets med 39%, og de resterende 20% stammer fra Nordamerika. Mondelēz kan derfor ubetinget betegnes som et globalt selskab, om end et lidt atypisk amerikansk selskab af slagsen, da mange amerikanske selskaber oftest har en større hjemmemarkedsandel end Mondelēz' 20%.



Foreningen fik Mondelēz "foræret" i forbindelse med opsplitningen af Kraft Foods. Efterfølgende er beholdningen af Mondelēz aktier øget, da vi ser en meget interessant historie i form af en forbedret driftsindtjening. Derudover ser Foreningen muligheder i en eventuel overtagelse af Mondelēz. I et klima, hvor Kraft Foods Group for nyligt

er blevet foreslået købt af Heinz (efter halvårets afslutning er opkøbet af Kraft Foods Group gennemført), hvor renterne er lave og M&A (fusioner og virksomhedsoverdragelser) aktiviteter er på et nærmest *all time high*, er der grobund for spekulationer. Børsaktivisten Nelson Peltz har ved flere lejligheder således også argumenteret kraftigt for, at PepsiCo burde købe Mondelēz og lægge det sammen med selskabets egne snackaktiviteter. Når Nelson Peltz er interessant, skyldes det, at denne tidligere har været involveret i Mondelēz' historie i relation til M&A. Dette vil vi komme nærmere ind på senere. Allerførst lidt facts omkring snackgenren.

Markedsmæssigt er snackgenren attraktiv, da der er tale om en kæmpe kategori - estimeret til 1.200 milliarder USD. Mondelēz' omsætning på 34 milliarder USD syner således ikke af meget, selvom Mondelēz er blandt de førende inden for flere af kategorierne i snackbranchen. Udover kategoriens størrelse forventes snackgenren fortsat at kunne tilbyde attraktive fremtidige vækstrater. Mondelēz forventer selv en årlig vækst på niveau med BNP-væksten i Emerging Markets, hvilket betyder kraftigere vækst end i udviklede lande, men også en kraftigere vækst end i mange mere modne fødevarer kategorier. En simpel vækstforklaring i relation til Mondelēz kunne være, at de hurtigtvoksende kategorier i det tidligere Kraft Foods blev overført til Mondelēz, mens de mere traditionelle, og langsomt voksende fødevarerprodukter (herunder færdigretter), blev placeret i det fortsættende Kraft Foods selskab.



Marginhistorien

At der findes en marginhistorie i et selskab, dvs. en mulighed for forbedring af overskudsgraden (driftsindtjening i % af omsætning), er ikke unormalt. De fleste selskaber kan "trimmes" i et eller andet omfang. Når det i særdeleshed gælder Mondelēz, er årsagen, at selskabet er et resultat af diverse opkøb/spin-offs/frasalg af divisioner, dvs. mange sammenbragte, men også efterfølgende opsplittede, organisationer. Sådan en historie kan komplicere organisationsstrukturen i et selskab. Mondelēz lægger således heller ikke skjul på, at opkøb gennem de seneste 25 år har sat sine spor. Det har betydet stigende kompleksitet i det logistiske set-up (supply chain) via for mange varenumre, formater, formler og underleverandører. Det har også haft negativ betydning i relation til for mange produktionsenheder med for lav

>>

>> produktivitet. Mondelēz er derfor aktuelt i en proces, der bedst kan beskrives som en "hovedrengøring" - og vi ved alle, at en hovedrengøring kan være yderst omfattende.

Overordnet er målet for Mondelēz, i perioden 2014-2018, på årsbasis at skære omkostninger for 1,5 milliarder USD. I 2014 lå driftsindtjeningen på 4 milliarder USD, hvorfor det ikke er småpenge det drejer sig om. Omkostningsbesparelserne slår dog ikke 100% igennem på driftsindtjening, da Mondelēz vil bruge nogle af besparelserne til vækstinvesteringer. Selskabet har meldt ud, at overskudsgraden forventes at ramme 14% i 2015, 15-16% i 2016 med mulighed for yderligere margineksponering efter 2016. Mondelēz kommer fra 12,1% i 2013 og 12,9% i 2014. Selskabet har dertil udtalt, at 15-16% målet i 2016 i store træk kan realiseres ved at kontrollere interne forhold og dermed kan opnås uden den helt store medvind fra markedsvækst (dvs. omsætning).



Det ene ben af Mondelēz' marginforbedring skal komme fra et kig på de faste omkostninger. Her menes især udgifter til IT, rejser, bygninger, konsulenter, firmabiler, juridisk bistand, outsourcing, mere selektiv og fokuseret salg og marketing, sponsorships etc. Samtidig vil flere områder blive centraliseret, eksempelvis store dele af indkøb. For at give en fornemmelse af potentialet i tiltagene eller måske snarere realisme/dybden i målsætningen på 1,5 milliarder USD i sparede omkostninger, kan det nævnes, at Mondelēz eksempelvis forventer en besparelse på 45% i relation til rejseomkostninger, 35% besparelse inden for IT-systemer samt en 25% reduktion i selskabets brug af konsulenter og andre contractors.

Det andet ben af marginforbedringen ligger i supply chain management samt øget produktivitet i produktionen. Det drejer sig her om en bedre styring af underleverandører og bedre aftaler med disse, eksempelvis ved at kunne tilbyde større volumen via en reduktion i

antallet af underleverandører. Det drejer sig ligeledes om færre produkter, hvorfor flere "low margin" produkter allerede er frasolgt og flere vil blive det. Antallet af distributionscentre vil også blive reduceret samt ændret rent geografisk, da mange centre i dag ikke længere har en tidssvarende placering. Herudover vil der være stort fokus på produktionen og produktionslinier generelt. Mondelēz har haft en overvægt af produktionslinier, der alle er 60 år eller ældre, hvorfor der siden 2012 og frem til i dag er investeret 1,5 milliarder USD i opgradering af flere af disse linier. Samtidig er antallet af produktionslinier blevet reduceret, for til gengæld at tilføje nye med større kapacitet. Mondelēz forventer i 2016-2018 en gennemsnitlig omsætning per anlæg på over 300 millioner USD sammenholdt med cirka 200 millioner USD i 2012. For at give en illustration af forbedringen på bruttomargin niveauet (ej overskudsgraden) nævner Mondelēz specifikt et netop nyopført anlæg i Salinas i Mexico, som giver en 10% højere bruttomargin sammenholdt med de linier som det erstattede. Spørgsmålet er således, om Mondelēz indtil videre har leveret varen omkring en forbedring af overskudsgraden. Det korte svar er ja. Overskudsgraden i årets første kvartal af 2015 var 13,8% mod 12,2% samme kvartal sidste år. Selskabet tilskriver marginfremgangen på 1,6%-point øget

produktivitet, reducerede faste omkostninger, men dog også en effekt fra salgsvækst via øget pricing power i de største brands, hvilket i særdeleshed kommer til udtryk i *Emerging Markets*.

Yderligere var specielt en forbedring på 4%-point i overskudsgrad i Nordamerika samt en næsten 2%-point forbedring i Europa med til at øge den positive udvikling i kvartalet. Netop de to regioner har indtil videre stået først for mht. omkostningsfokuseringen, hvilket naturligvis lover godt i takt med udrulning af konceptet til øvrige regi-

oner i *Emerging Markets*. Holder Mondelēz kadencen fra 1. kvartal til årets efterfølgende kvartaler, vil selskabet kunne realisere en margin på noget over de lovede 14%, omend man skal være varsom med sådanne forudsigelser så tidligt på året, herunder ikke mindst at valuta indtil videre i år ikke har udviklet sig i Mondelēz' favør.

Valuta ændrer dog ikke ved den overordnede konklusion i relation til Mondelēz om, at færre men større og mere effektive produktionslinier, fokus på faste omkostninger, en mere simpel og fokuseret forretning med færre produkter, samt selektiv marketing af udvalgte produkter ser ud til at virke for Mondelēz.

En overtagelse af Mondelēz

Overtagelsesrygter med Mondelēz i hovedrollen har flere gange været fremme, siden selskabet i 2012 blev udskilt fra Kraft Foods og således af børsmarkedet opfattet som en mere ren og lettere tilgængelig børsstørrelse. Børsaktivisten Nelson Peltz og dennes Trian Fund har meget ofte været en del af disse rygter, primært fordi rygterne



Værdiansættelsesmæssigt hører Mondelēz ikke til blandt porteføljens billigste aktier, men virksomheden byder sig alligevel til med et **stigningspotentiale på 30%** i forhold til den beregnede Fair Value på selskabet.

er startet af manden selv. I særdeleshed har Nelson Peltz brugt stor energi på at fremme en PepsiCo overtagelse af Mondelēz. Tesen har været en opsplitning af PepsiCo i to selvstændige divisioner, hvorefter PepsiCo's aktiviteter inden for *snacking* skulle sammenlægges med Mondelēz. Den nye og større enhed skulle i endnu højere grad bruge sine nu større muskler mod eksempelvis underleverandører og på den måde forbedre indtjeningen i selskabet.

Når Nelson Peltz er interessant i Mondelēz-sammenhæng, og andet end bare en "rygemager", skyldes det, at Peltz ved flere tidligere lejligheder har krydset "klinger" med Mondelēz' nuværende CEO, Irene Rosenfeld. Peltz var således i 2007 fortaler for, at det daværende Kraft Foods, hvor Irene Rosenfeld ligeledes var CEO, frasolgte Post division (morgenmadsprodukter etc), da han var af den opfattelse, at divisionen ikke leverede varen rent indtjeningsmæssigt. I 2010 købte

Kraft Foods engelske Cadbury, hvor Nelson Peltz et par år tidligere havde arbejdet for en opsplitning af Cadbury i to divisioner. Nelson Peltz var fortsat aktionær i Cadbury ved Krafts Foods overtagelse. Da Cadbury handlen var faldet på plads for Kraft Foods, fortsatte Peltz med at lægge pres på Rosenfeldt. Denne gang for en opsplitning af Kraft Foods.

Næring til en potentiel overtagelse af Mondelēz blev ydermere stimuleret af den nylige foreslåede overtagelse af Kraft Foods Group, hvor ketchupproducenten Heinz og ikke mindst "bagmændene" bag Heinz (3G, Warren Buffet) valgte at foreslå en overtagelse af Kraft Foods Group. Ud fra en investorbetragtning er tankegangen selvsagt den, at når den ene halvdel af et opsplittet selskab bliver overtaget til en ikke ubetydelig præmie, kunne dette ligeledes ske for den anden halvdel, her Mondelēz. De stammer netop fra samme tidligere selskab, og er selskaber inden for samme industri.

Mondelēz International

www.mondelezinternational.com

Hjemsted
USA

Etableringsår
1923

Antal ansatte
>100.000

Produkter

Oreo, Chips Ahoy, TUC, LU, BelVita, Milka, Toblerone, Cadbury Dairy Milk, Côte d'Or, Trident, Dentyne, Halls, Stride, Jacobs, Carte Noire, Gevalia, Senseo, Douwe Egberts

Omsætningen geografisk
Europa (41%), Emerging Markets (39%) og Nordamerika (20%)

Styrker

Mange og stærke globale brands. 9 brands med omsætning > 1 mia. USD. Stærk position i Emerging Markets.



Global nummer 1 position indenfor kiks, chokolade og slik samt nummer 2 markedsposition inden for tyggegummi. Snacks er en vækstkategori.

Svagheder

Ugunstig valutapåvirkning i indværende år. I en oprydningssfasen.

Muligheder

Forbedring af indtjening via "oprydning" i omkostningsbase. Potentielt overtagelse af selskabet.

Trusler

"Health concerns". Snacks er "nice to have", men ikke "need to have".

Omsætning 2014
USD 34.244.000.000
-3% i.f.t 2013

Markedsværdi inkl. gæld
USD 82.109.324.948

Forventet driftsresultat (EBIT) 2015
USD 4.051.110.000

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed
4,9% (Earnings Yield)

Global, vægdet 10 årig statsrente⁽¹⁾
1,9%

Merakast for virksomhedsejeren
3,0% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

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

Værdiansættelse af Mondelēz

Værdiansættelsesmæssigt hører Mondelēz ikke til blandt porteføljens billigste aktier, men virksomheden byder sig alligevel til med et stigningspotentiale på 30% i forhold til den beregnede Fair Value på selskabet. Med til historien hører dog selskabets store "ikke amerikanske" omsætningseksponering, jf. indledningen. Den styrkede USD over for eksempelvis EUR er "kostbar", når der omregnes til USD i regnskabet, og Mondelēz forventer selv, at selskabets omsætning i 2015 vil blive negativ påvirket i omegnen af 12% fra diverse valutaer. Det ændrer dog ikke ved det forhold, at Mondelēz i 2015 forventer at kunne levere en rimelig stærk underliggende drift, dvs. når der justeres for valutaeffekten. Der forventes således en salgsvækst på mindst 2%, hvor stigningen i omsætningen efter 1. kvartal lød på knap 4%. Det er derfor Foreningens opfattelse, at der gemmer sig en ganske attraktiv case i Mondelēz, selv når vi kun medtager marginforbedringen i 2015. Anvendes blot en del af de yderligere forventninger for 2016, ser virksomheden mere interessant ud. Dertil kommer "optionen" på en præmie ved en eventuel overtagelse af selskabet. ●