



Case af Foreningens investeringsrådgiver

LAMB WESTON – pommes frites skal der til, sundhedstrend eller ej

Lamb Weston er en af verdens førende leverandører af frosne kartofler; almindelige kartofler eller søde kartofler, snacks eller pommes frites til restauranter og detailhandlere over hele verden.

➔ I mere end seks årtier har Lamb Weston desuden været førende inden for den frosne kartoffelindustri med hensyn til at lancere nye frosne kartoffelprodukter til deres kunder.

Lamb Weston er en spin-off fra Conagra Brands i 2016. I dag beskæftiger selskabet mere end 7.000 mennesker fordelt på hovedkontoret i Eagle, Idaho samt på salgskontorer og produktionsanlæg globalt set. Produktionen er dog primært koncentreret i det nordvestlige USA i Columbia River Basin, som er verdens største kartoffeldyrkende region. Lamb Weston-produkter afsættes i mere end 100 lande.

I 2019 blev 52% af Lamb Westons omsætning genereret fra de store fastfood-restauranter, de såkaldte *Quick Service Restaurants*. Leverancer til store kæder som McDonald's, KFC, Wendy's og Burger King udgør lavmarginsforretning med stor volumen og krævende kunder, som Lamb Weston servicerer på daglig basis. Således tegnede McDonald's Corporation sig for ca. 10% af Lamb Westons samlede omsætning i 2019. Herudover kan 31% af omsætningen henføres til fødevarereselskaber som Sysco, US Foods og Gordon Food Service, der sælger til små familierestauranter, og endelig stammer ca. 17% af Lamb Westons omsætning fra salg til detail- og fødevarerforretninger.

Brancheperspektiv

Den historiske indtjeningsstabilitet (de seneste 10 år) har for fødevarerbranchen været højere end det globale marked (eksklusive Finans) i gennemsnit, da afsætningen af produkterne i denne branche ikke er synderligt påvirket af den underliggende økonomiske cyklus.

For branchen er variationen i driftsmargin, afkast i forhold til de samlede aktiver (herefter benævnt "ROA") og afkast i forhold til den investerede kapital (herefter benævnt "ROIC") på henholdsvis 22%, 24% og 24%, sammenlignet med henholdsvis 32%, 37% og 38% for det globale marked (eksklusive Finans). Baseret herpå kvalificerer branchen sig i gennemsnit som B-risikokategori, men vi har valgt generelt at kategorisere den som en A-kategori på grund af dens stor diversitet med en lang række selskaber, der i allerhøjeste grad er A-selskaber. Den aktive udvælgelse af selskaber medvirker til at kortlægge, hvilke af de enkelte selskaber, der fortjener dette kvalitetsprædikat. Efter spin-off i 2016 klassificerede vi Lamb Weston som et B-selskab på grund af selskabets "one-trick-pony" karakter. Efterfølgende har vi revurderet casen og opjusteret selskabet til A. Årene som "stand-alone" virksomhed har vist, at selskabet i høj grad kan stå på egne ben.



Tom Werner, CEO

In fiscal 2019, we delivered another year of record financial results, including sales growth of nearly 10 percent, as well as double-digit increases in earnings and cash flow from operations.

Fødevarerbranchen har tradition for at skabe værdi for aktionærerne. I de seneste 10 år har branchen genereret et robust afkast af sine investeringer solidt over kapitalomkostningerne. I perioden har merafkastet ligget på et gennemsnit på 5,7% med en meget lille udsvingsmargin. Lamb Weston har været på samme stabile niveau.

Selskabets position i branchen

Nordamerika og Europa er Lamb Westons to største geografiske markeder målt på volumen og indtjening. I Nordamerika kontrollerer tre aktører, Lamb Weston, McCain og Simplot Foods, ca. 95% af markedet med Lamb Weston som den største aktør. Dette marked har derfor



Dagligt globalt salg af mere end 80 mio. portioner pommes frites



Førende inden for den frosne kartoffelindustri i 60+ år



7.000+ medarbejdere



Salg i 100+ lande



27 produktionsanlæg på verdensplan

Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risikokategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

højere marginer på grund af mindre priskonkurrence, rationelle konkurrenter og mere stabil indtjening.

Det europæiske marked er mere fragmenteret med rivalen McCain som den største aktør. Herudover er der en række andre markedsspillere af varierende i størrelse, men dog relativt små, som er privatejede og ofte med 2. eller 3. generations ejerskab, hvor familierne måske er interesseret i at sælge ud af arvesølvet. De europæiske konkurrenter er hovedsagelig fokuseret på den billigere ende af markedet, nemlig pommes frites.

Nr. 1

I Nordamerika

Nr. 2

På verdensplan

De store etablerede markeder som Nordamerika og Europa forventes at vokse i intervallet 0,5-2%, mens markeder som Asien, Mellemøsten og Rusland forventes at opleve vækstrater på 5-8%.

ESG (Environment, Social & Governance)

Baseret på analyserne fra ESG-leverandørerne har Lamb Weston i de seneste år oplevet en fremgang i arbejdet med ESG. Dette er naturligvis en langsigtet proces, men som investor tror vi på, at selskabet er godt rustet til at håndtere de ESG-relaterede risici, det står over for.

Lamb Weston er især kendt for god selskabsledelse, hvilket er med til at nedbringe den overordnede risikovurdering. Rollerne som bestyrelsesformand og CEO er delte, hvilket i stigende grad sammenstilles med forbedret bestyrelsesarbejde. Selskabet har derudover ikke været indblandet i kontroverser, hvilket er endnu et tegn på god selskabsledelse.

Manglen på vand er en af de faktorer, der øver stor indflydelse på mange selskaber i fødevarerbranchen, hvor tørke kan påvirke de afgrøder, der indgår i produktionen. Denne risiko er relevant for selskaber, der opererer i områder med vandmangel, hvor forhøjede vandpriser kan føre til højere produktionsomkostninger. Da Lamb Weston også

er særligt afhængig af vand i deres produktion, er vandbelastningen en af de faktorer, der indgår i ESG-analysen af selskabet. I bestræbelserne på at konservere vand er det Lamb Westons mål at nedbringe deres vandforbrug med 10% i produktionen.

Derudover arbejder Lamb Weston aktivt på følgende miljømæssige forbedringer, der kan reducere ESG-relaterede risici:



Effektiv energiudnyttelse



Cirkulær råvareudnyttelse



Vandressourcer



Bæredygtigt landbrug



Distributionskæder

Trusler

- Hård konkurrence, da aftagerne er meget prisbevidste
- Sunde produkter på grund af forbrugernes øgede fokus på sundhed
- Nuværende høje marginer for pommes frites og andre frosne kartoffelprodukter kan medføre stigende kapacitet og dermed presse marginerne, på grund af mindre rationelle aktører
- Flere store rivaler i branchen
- Inputinflation, hvor høje råvarepriser kan lægge pres på rentabiliteten

Det globale fødevaremarked er meget stort og naturligvis vigtigt for overlevelsen af os mennesker. Dette gør hele branchen mindre cyklisk og mere modstandsdygtig overfor nedgangstider, hvilket naturligvis tiltrækker nye aktører. Imidlertid antages truslen fra nye aktører at være mellem for branchen, der er relativt kapitalkrævende og kræver et veletableret fysisk distributionsnet, især til at håndtere letfordærlige fødevarer. I de senere år har vi imidlertid set en tendens til, at mindre nichefødevarerproducenter blomstrer op og tager markedsandele fra de store mærkeproducenter bl.a. gennem e-handel direkte til forbrugerne, hvormed de kan tilbyde specialiteter, der ikke kan fås i de



store butikskæder. Livsstilsændringer, stigende fokus på sundhed og velvære blandt nutidens forbrugere samt lovgivning spiller alt sammen en rolle i forsøget på at nedbringe udbredelsen af usunde fødevarer i de vestlige økonomier, som allerede udgør et modent marked for pommes frites. Truslen fra sunde produkter anses derfor som værende stor.



Lamb Weston Innovation Center, USA

- Adspurgt om selskabet ikke har sundhedstrenden imod sig, svarer Lamb Weston: "Man skulle tro det, men det er ikke noget, vi har mærket noget til".

Lamb Weston har oplevet solid vækst i volumen trods øget fokus på sundhed i de sidste mange år. En årsag hertil kan være, at restauranter har en bruttonmargin på 75-85% på pommes frites, hvilket kun matches af marginen på drikkevarer.

Investeringsrationale

Lamb Weston er et selskab, der i langt overvejende grad kun har ét produkt på produktpaletten, nemlig frosne kartofler i forskellige varianter. En såkaldt "one-trick-pony". Selskabets ambition er at være

førende globalt set inden for denne niche og er allerede veletableret inden for branchen med eksisterende produktionsanlæg og distributionsnet.

De risici, Lamb Weston står over for, er: nye, måske ugunstige og politisk motiverede handelsaftaler mellem USA og resten af verden (Lamb Weston er muligvis ikke i stand til at afbalancere produktionen i USA og Europa med eksport og import) og de sunderes spisevaner i Vesten. Da kunderne er de meget store kæder, vil tab af blot en enkelt kunde kunne forårsage en ganske stor forstyrrelse hos Lamb Weston.

Nøglepunkter

- Som global leder med mere end 60 års erfaring inden for frosne kartofler er Lamb Weston en vækstmulighed for investorer
- Lamb Weston er blandt de få producenter, der dominerer en industri med oligopol-lignende karakteristika
- Selskabet er veletableret på et modent marked, hvilket kombineres med vækstmuligheder overalt i verden
- Kapacitetsudnyttelsen i branchen har været meget høj. Både McCain og Lamb Weston har øget kapaciteten på det seneste
- Denne kapacitetsforøgelse ventes ikke at medføre prispres. Markedet er et oligopol, som de dominerende spillere forstår at udvikle uden rovdraft

Værdiansættelse



Lamb Weston handles med rabat (højere Earnings Yield) i forhold til fødevarerbranchen, selvom selskabet anvender den investerede kapital meget mere effektivt end branchen.

Selskabet udmelder, at mens efterspørgslen efter frosne kartofler har været højere end gennemsnittet, er det opmærksom på svaghedstegn i samfundsøkonomien, som kan medføre aftagende efterspørgsel og dermed mere normaliserede vækstforhold. Imidlertid har efterspørgslen efter pommes frites vist sig modstandsdygtig over for effekten af udfordrende økonomiske tider, da hovedparten af alle pommes frites konsumeres i de førromtalte *Quick Service Restaurants*, hvor forbrugsmønstret generelt er mere upåvirket af samfundsøkonomiske forhold end i andre restaurantformater.

5,7%

Lamb Weston har oplevet en særdeles solid stigning i omsætningen i de seneste 4 år på 5,7% årligt.

For året 2020 har Lamb Weston fortsat som mål at vækste omsætningen med omkring 5% primært drevet af volumen og prismix. Desuden forventer Lamb Weston, at den justerede EBITDA, inklusive ikke-konsoliderede joint-ventures, vil ligge i intervallet \$ 950 millioner til \$ 970 millioner med omsætning og bruttoavancevækst som drivkraft. ●

Lamb Weston		www.lambweston.com	
Hjemsted USA		Fødevarereselskaber: 17% Detail- og fødevarerforretninger.	Omsætning 05/2019 USD 14.931.114.767  +9,7% i forhold til 05/18
Etableringsår 1950 som et mindre familie-ejet selskab i USA.		Styrker Er førende globalt set inden for denne niche og er veletableret inden for denne branche.	Markedsværdi inkl. gæld USD 14.693.533.947
Antal ansatte Selskabet beskæftiger globalt mere end 7.000 ansatte..		Svagheder Inputinflation, hvor høje råvarepriser kan lægge pres på rentabiliteten.	Forventet driftsresultat (EBIT) 05/2020 USD 816.294.000
Produkter Lamb Weston er en af verdens førende leverandører af frosne kartofler; almindelige kartofler eller søde kartofler, snacks eller pommes frites til restauranter og detailhandlere		Muligheder Som global leder med mere end 60 års erfaring inden for frosne kartofler er Lamb Weston en vækstmulighed for investorer.	Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed 5,5% (Earnings Yield)
Omsætningen fordelt på segment Nr. 1 i Nord Amerika og nr. 2 på den globale scene af frosne kartofler. 52% Quick Service Restaurants (store fastfood-restauranter). 31%		Trusler Hård konkurrence og livsstilssændringer (stigende fokus på sundhed og velvære).	Global, vægtet 10-årig statsrente⁽¹⁾ 1,3%
			Merafkast for virksomhedsejeren 4,2% point
		Indtjeningsstabilitet	Meget høj

(1) Global vægtet 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægtet ift. landefordelingen i MSCI Verden.