

CASES.

DIAGEO

Case af Foreningens investeringsrådgiver

Diageo – et selskab af høj kaliber til en fornuftig pris

Diageo er et relativt ungt selskab sammenlignet med mange af selskaberne i Foreningens porteføljer inden for sektoren Stabilt Forbrug.

→ Selskabet opstod i 1997 som følge af en fusion mellem Guinness (det irske bryggeri) og Grand Metropolitan (et engelsk fritids-, fremstillings- og ejendomskonglomerat, der ejede en lang række brands, herunder bl.a. Burger King, Pillsbury, Smirnoff, J & B Whiskey og Bailey's Irish Cream). Navnet Diageo, der stammer fra det latinske ord "dies", der betyder "dag", og det græske ord "geo", der betyder "verden", siges at henvise til selskabets slogan "Celebrating Life, Every Day, Everywhere".

Diageo har løbende reallokeret sin portefølje af brands og især i november 2012, da selskabet erhvervede 53,4% af aktierne i det indiske spiritusselskab United Spirits; i marts 2016 solgte selskabet Grand Marnier til Campari; i juni 2017 købte Diageo George Clooneys luksus tequila brand Casamigos for ca. USD 1 mia.

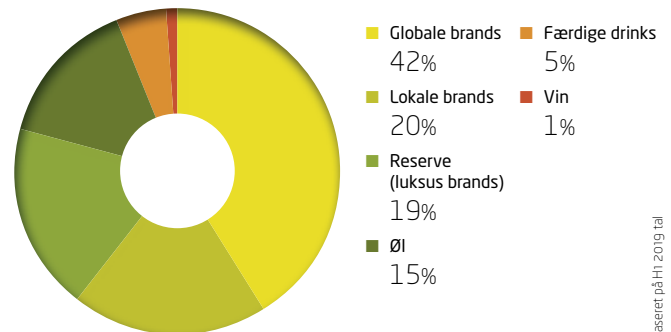


OUR PERFORMANCE AMBITION

To be one of the best performing, most trusted and respected consumer products companies in the world. *Ivan Menezes*

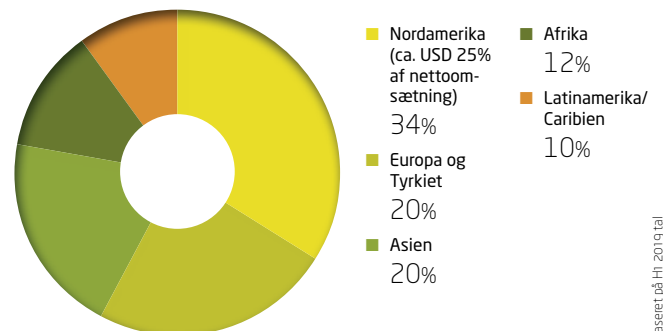
I dag repræsenterer Diageo 200 brands, der sælges i 180 lande. Diageo ejer 22 af verdens top-100 luksus spiritus brands og beskæftiger omkring 30.000 medarbejdere på verdensplan. Selskabet producerer en række drikkevarer, herunder forskellige varianter af vodka, whisky, tequila, gin, vin og øl under brands som Guinness, Smirnoff, Captain Morgan Rum, Bailey's Irish Cream, Johnnie Walker, og ejer end-

Figur 1 Fordeling af brands



Baseret på H1 2019 tal

Figur 2 Andel af nettoomsætning pr. region



Baseret på H1 2019 tal

videre 34% af aktierne i Moët Hennessey. Hvert år producerer Diageo mere end 240 mio. enheder af de forskellige brands på 150 produktionssteder fordelt i 30 lande globalt. Diageo er verdens næststørste spiritusselskab efter kinesiske Kweichow Moutai, der er delvist stats-ejet, dels handles offentligt på Shanghai børsen.

Forretningsområder og forretningsmodel

I USA har Diageo ca. 40 spiritusdistributører og mere end 400 øl-distributører. I Europa administreres distributionsaktiviteterne af selskabets eget distributionscenter, "International Supply Center", der er beliggende i Storbritannien, Irland og Italien. Diageos produkter distribueres i omkring 180 lande fra Dublin bryggeriet samt modnings- og emballage faciliteterne i Skotland, England, Irland og Italien.

Hvor produkterne sælges på licens, foregår distributionen gennem bryggerier, detailhandlere og mindre regionale grossister. I Frankrig er Diageo repræsenteret gennem et joint venture med Moët Hennessey. ▶

DIAGEO

► Brancheperspektiv

Den historiske indtjeningsstabilitet (de seneste 10 år) har for specialbranchen Destilleri & Vin baseret på 16 selskaber med en samlet estimeret markedsværdi på 230 mia. USD 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, nettoafkast i forhold til de samlede aktiver (herefter benævnt "ROA") og afkast i forhold til den investerede kapital (herefter benævnt "ROIC") på henholdsvis 17%, 20% og 20%, sammenlignet med 32%, 37% og 38% for det globale marked (eksklusive Finans). Baseret på disse tal klassificeres specialbranchen Destilleri & Vin som en "A" branche, selvom tallene ligger tæt på grænsen til en B-klassifikation.

Klassificeret af Foreningen som en branche i den laveste risikokategori "A" (højeste indtjeningsstabilitet målt over de seneste 10 år) har Destilleri & Vin historisk genereret et robust afkast af sine investeringer på langt over kapitalomkostningerne. I den seneste 10-årige periode har merafkastet ligget på mellem 5,7% og 9,2%, de fleste år dog på omkring 8% med stigende tendens. Dette er sandsynligvis resultatet af konsolidering på markedet og en opgradering og udrensning

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 risiko kategorier: 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 risiko kategorierne A, B og C.

af selskabets brandporteføljer. Til sammenligning viser beregninger for samme 10-årige periode, at 23% af branchens selskaber ikke formåede at skabe et merafkast på deres investeringer udover kapitalomkostningerne, hvilket dog stadig er en lavere andel end det globale marked. Diageo formåede i alle årene at levere positivt merafkast.

Selskabets position i branchen

I Foreningens investeringsunivers er Diageo markedsleder og det største selskab inden for specialbranchen Destilleri & Vin med en mere end dobbelt så stor markedsværdi som den største konkurrent,

Diageo hovedkvarter, London



Roe & Co Distillery



8%

I den seneste 10-årige periode har merafkastet ligget på mellem 5,7% og 9,2%, de fleste år dog på omkring 8% med stigende tendens.



Talisker Distillery, Scotland

Pernod Ricard. Bortset fra Pernod Ricard udviser Diageo branchens laveste udsving i driftsmargin (6% mod branchens 17% og markedets 32%), ROA (11% mod branchens 20% og markedets 37%) og ROIC (12% mod branchens 20% og markedets 38%), hvilket er særdeles attraktivt, især da ROIC-tallet er det næsthøjeste i branchen (efter Brown-Forman Corp i USA) og mere end dobbelt så stort som ROIC for Pernod Ricard.

Diageo - et selskab af høj kvalitet

Generelt er driftsmarginen i specialbranchen Destilleri & Vin en del højere end det generelle marked, men Diageo har de seneste 15 år overgået dette niveau med en klar stigende tendens de seneste fire år. I de sidste 15 år har afkastet for branchen været højere end for markedet generelt, og Diageo har klaret sig exceptionelt godt.

ESG (Environment, Social & Governance)

Selskabet følger en detaljeret strategi med henblik på at stimulere bæredygtigt landbrug og vandforbrug, men offentligt tilgængelig data på vandforbrug er utilstrækkelig. Intensiteten af selskabets CO₂-udslip ligger langt under branchens gennemsnit. Diageo er som verdens næststørste spiritusproducent eksponeret til risici i forbindelse med samfundsmæssige omkostninger ved overdreven indtagelse af alkohol og regeringers bestræbelser på at dæmpe disse omkostninger, f.eks. gennem beskatning. Generel vækst i modstand mod alkohol kan skade selskabets omdømme. Vigtigheden af alkoholrelateret lovgivning, selskabets store tilstedeværelse på vækstmarkeder og dets dominerende markedsposition er alle faktorer, som kan øge selskabets risici i forbindelse med forretningsetiske forhold. Selskabet er afhængig af tilgængelighed af ferskvand, som er af altafgørende betydning både som ingrediens i drikkevarer såvel som i produktionsprocessen. Vandknaphed er et problem i en række regioner, som selskabet opererer i, f.eks. i Østafrika. I de sidste tre år har selskabet årligt ydet ca. USD 2,5 mio. årligt til politiske bidrag og udgifter.

I 2013 tilsluttede Diageo sig gruppen af førende alkoholproducenter som led i producenters forpligtelse til at medvirke til at reducere omfanget af skadeligt indtag af alkoholholdige drikkevarer, herunder blandt mindreårige, samt til at styrke og udvide markedsføringspraksis og således give ansvarlig forbrugeroplysning med henblik på at reducere omfanget af kørsel i alkoholpåvirket tilstand samt samarbejde med detailhandlen om at reducere omfanget af skadelige drikkevarer.

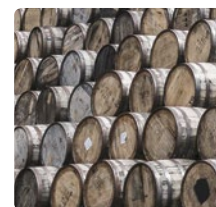
Trusler

- Stigning i toldsatser og omfanget af handelskrige
- Forværring af makroøkonomiske forhold på vækstmarkeder
- Råvarepriser (herunder effekt af klimaændringer)
- Lovmæssige krav

Som helhed vinder spiritusbranchen fortsat markedsandele samtidig med, at luksusbrands øger deres andel af salgsvolumen.

Investeringsrationale

Diageo er en af verdens største spiritusproducenter med global distribution og salg af sine produktioner. Tendenser mod globalisering af smag og øget kvalitet, dvs. forbrugernes ønske om kvalitetsalkohol og mere spændende brands, og præference for spiritus og cocktails fremfor vin og øl er til gavn for et selskab som Diageo, der ejer 22 af verdens 100 mest populære spiritusbrands.



Diageo er et selskab af høj kvalitet med lang tradition for meget lave udsving i driftsmargin, ROA og ROIC både i forhold til specialbranchen Destilleri & Vin og det generelle marked. Selskabet følger en detaljeret ESG strategi. Vi har indgående kendskab til Diageos italienske konkurrent, Campari, som har været en del af Foreningens porteføljer i flere år, men som blev frasolgt tidligere på året, da selskabet opnåede Fair Value.

Værdiansættelse

Investeringscasen for Diageo er af samme kaliber som for Campari, men blot en billigere version, da vi mener at selskabet i dag handler til en rabat i forhold til konkurrenter som Campari og den globale spiritusbranche. Vi opnår således en stigning i Earnings Yield ved skiftet fra Campari til Diageo, hvor Diageo er ca. 140 basispunkter bedre end Campari. Med sin stærke positionering inden for spiritus-segmentet med fokus på forbrugernes præference for kvalitetsvarer, mener vi, at Diageo repræsenterer en stabil vækstmulighed for investorer på baggrund af deres sortiment. ●

Diageo		www.diageo.com
Hjemsted Storbritannien		Omsætningen fordelt på segment 34% af salget genereres i Nordamerika, 24% i Europa og Tyrkiet, 20% i Asien, 12% i Afrika og de resterende 10% i Latinamerika og Caribien.
Etableringsår 1997		Trusler Stigende råvarepriser og omfanget af globale handelskrige
Produkter Diageo plc er verdens største producent af øl, vin og spiritus og har sit hovedkvarter i London, Storbritannien. Selskabet opstod som følge af en fusion mellem Guinness (det irske bryggeri) og Grand Metropolitan. Diageo sælger nogle af de bedst sælgende mærker som Smirnoff, Baileys og Guinness og ejer også 34% af Moët Hennessy, som ejer mærker som Moët & Chandon, Veuve Clicquot og Hennessy. I dag repræsenterer Diageo 200 brands, der sælges i 180 lande.		Omsætning 2018 GBP 18.432.000.000 +1,8% i forhold til 2017
		Markedsværdi inkl. gæld GBP 92.085.880.000
		Forventet driftsresultat (EBIT) 2020 GBP 4.701.690.000
		Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfri virksomhed 5,1% (Earnings Yield)
		Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾ 1,3%
		Merafkast for virksomhedsejeren 3,8% point
Antal ansatte Ca 30.000 (2018)		Indtjeningsstabilitet Meget høj

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