

Unilever

Vores vurdering af Unilever:

- Attraktivt langsigtet afkastpotentiale, som i skrivende stund er på mere end 70% i forhold til den nuværende aktiekurs.
- Virksomheden er i kraft af sine stærke brands omkranset af en "bred voldgrav", som sikrer virksomhedens nuværende og langsigtede indtjening.
- Dygtig ledelse med langsigtede værdier, som har bevist sit værd i en svær periode.
- Vi anerkender, at Unilever har udfordringer i de udviklede lande, men forventer, at blandt andet omkostningsprogrammer og virksomhedsopkøb vil være med til at vende udviklingen.

Resume: Til trods for, at vi har ejet aktier i Unilever siden starten af 2010, har Unilever i vores optik stadig et langsigtet afkastpotentiale på mere end 70% i forhold til den nuværende aktiekurs. Virksomheden er i særdeleshed kendetegnet ved at have mange stærke brands i porteføljen, hvor hele 13 brands har en årlig omsætning på mere end 1 mia. euro. De stærke brands inkluderer Axe, Dove, Knorr, Lipton, Becel, Ben & Jerry's, Zendium og mange flere og faktisk har Unilever hele 400 brands i porteføljen som sælges i mere end 190 lande verden over. Vi vurderer, at de stærke brands giver Unilever vedvarende konkurrencemæssige fordele, som er med til at yde en solid beskyttelse af Unilevers nuværende- og langsigtede indtjening. Salget kommer i høj grad fra Emerging Markets, hvor omsætningsandelen i 2015 var på 58% mens Europa og USA udgjorde hhv. 25% og 17% af omsætningen. Det har vist sig at være en god strategisk beslutning at have en højere eksponering mod Emerging Markets, da væksten typisk har været højere end i de udviklede lande, hvilket samtidig har medvirket til, at Unilever i flere år er vokset hurtigere end deres marked. Faktisk har Unilever over den femårige periode fra 2011-2015 leveret gode resultater – til trods for, at virksomheden i store dele af perioden har oplevet udfordringer på stort set alle deres markeder. Resultaterne skal i høj grad tilskrives en dygtig ledelse, som gennem flere år har gennemført de rette tiltag for at gøre virksomheden mere konkurrencedygtig og robust – herunder effektiviserings- og omkostningsprogrammer samt forvaltet porteføljen af brands aktivt, hvor primært brands med lav vækst i kategorien Foods er blevet solgt fra. Vi anerkender, at Unilever har udfordringer i de udviklede lande, men forventer, at de nye strategiske virksomhedsopkøb samt omkostningsprogrammer vil medvirke til at få udviklingen vendt.

Om denne publikation:

Når vi vælger selskaber til porteføljen skal de altid både bestå en kvantitativ analyse og en kvalitativ analyse - og selskabet skal samtidig passe ind i den samlede portefølje. Den kvantitative analyse tager afsæt i fakta fra selskabets seneste regnskab og sikrer blandt andet, at vi altid kun investerer i selskaber med stabil indtjening og lav gæld og hvor aktiekursen samtidig er væsentligt lavere end vores beregnede fair værdi. Denne publikation handler om den anden del af vores investeringsproces, nemlig den efterfølgende grundige fundamentale analyse af selskabet. Formålet med at offentliggøre analysen er, at give vores kunder og andre interesserede mulighed for at forstå, hvorfor vi synes selskabet er en god langsigtet investering – primært vurderet ud fra de kvalitative forhold.

Unilever er et af verdens største selskaber indenfor stabilt forbrug – med 400 stærke brands som sælges i 190 lande

Hovedsæde:

Rotterdam i Holland og London i England

Antal medarbejdere:

169.000

Årlig omsætning (2015):

53.272 mio. EUR

Årlig driftsindtjening (2015):

9.322 mio. EUR

Udbytte (seneste 12 mdr.):

3,25%

Forventninger til 2017:

Organisk oms.vækst "ahead of market"
Overskudsgraden forventes at stige 40bp.

➤ Unilever er med en markedsværdi på omkring 116 mia. EUR og omkring 169.000 ansatte én af giganterne inden for stabilt forbrug. Virksomheden har yderst stærke brands i produktpaletten, hvor hele 13 brands – heriblandt *Axe, Dove, Knorr, Lipton, Lux, Magnum og Rexona* - har en årlig omsætning på mere end 1 mia. euro. Udover de før nævnte brands har Unilever også andre stærke brands i sortimentet, herunder *Becel, Ben & Jerry's, Biotex, Zendium og Neutral*, og samlet har virksomheden mere end 400

brands som sælges i mere end 190 lande verden over. De stærke brands tiltrækker og fastholder forbrugerne, og på verdensplan er der mere end 2 mia. mennesker, som anvender ét Unilever-produkt hver eneste dag.

Figur 1: Unilevers globale brands



Kilde: Unilever Network

Salget kommer i høj grad fra Emerging Markets (Asien og Latinamerika), hvor omsætningen i 2015 udgjorde omkring 58%, mens Europa og Nordamerika i 2015 udgjorde hhv. 25% og 17% af omsætningen. Væksten i salgspriserne og salgsvolumen har generelt været højere i Emerging Markets sammenlignet med den lavere vækst i salgsvolumen og direkte negativ vækst i salgspriserne i de senere år i de udviklede lande - og det har derfor vist sig at være en god strategisk beslutning at have en højere eksponering mod Emerging Markets, hvilket samtidig har bidraget til, at Unilevers organiske omsætningsvækst er vokset mere end deres generelle marked. Forretningen er delt ind i fire kategorier: *Personal Care* (Axe, Dove, Lux, Rexona), *Foods* (Knorr, Hellmann's), *Home Care* (Surf, Neutral) og *Refreshments* (Magnum, Lipton, Frisko), hvor *Personal Care* er det største forretningsområde med en omsætningsandel på 38%, *Foods* er det næststørste forretningsområde med en omsætningsandel på 24%, mens de resterende to kategorier hver udgør 19% af omsætningen.

Unilever er det man kan kalde et kerne *Stonehenge* selskab, som er et selskab kendetegnet ved, at der år efter år genereres en stabil og positiv indtjening, og som for den konservative investor giver en vis stabilitet i porteføljen – selv i økonomiske lavkonjunkturer. Mennesker skal i økonomiske lavkonjunkturer stadig spise, børste tænder, vaske tøj, gøre rent og generelt have en god personlig hygiejne, hvorfor der altid vil være efterspørgsel efter Unilevers produkter og indtjeningen kan derfor i høj grad fastholdes i de makroøkonomiske nedture. Derfor var Unilever også det absolut første selskab, som kom ind i aktieporteføljen i *Stonehenge Globale Valueaktier* tilbage i starten af 2010, og det første selskab som kom ind i den blandede portefølje i *Stonehenge Value Mix* tilbage i 2011 - og som der selvfølgelig er blevet suppleret op i løbende.

Britisk eller Hollandsk?

Unilever blev etableret i januar 1930 efter fusionen mellem den hollandske margarineproducent *N. V. Margarine Unie* og den britiske sæbeproducent *Lever Brothers*. I forbindelse med fusionen blev der af

skattemæssige årsager oprettet to separate selskaber: ét hollandsk (Unilever NV) med hovedsæde i Rotterdam og ét engelsk (Unilever PLC) med hovedsæde i London. For at tillade begge virksomheder at operere som én samlet enhed blev der indgået en række juridiske aftaler – herunder deling af brands, deling af teknologier, ens udbyttebetalinger samt at virksomhederne har samme ledelse og bestyrelse. Den dag i dag er det således ikke helt klart om virksomheden er hollandsk eller britisk – og de ordinære aktier kan både købes på børsen i Amsterdam og på børsen i London.

Langsigtet værdiskabelse gennem aktionærvenlige tiltag

Unilever har sit strategiske fokus rettet mod at skabe langsigtet værdi for alle virksomhedens interessenter, hvorfor man som investor skal huske på, at en investering i Unilever som udgangspunkt er langsigtet. Aktiemarkedet kan nemlig have en tendens til at have fokus rettet mod, at resultaterne for det næste kvartal slår eller som minimum lever op til markedets forventninger frem for at se på, *efter vores mening*, langt vigtigere faktorer i forhold til det langsigtede afkast – såsom det langsigtede potentiale i virksomhedens strategi, virksomhedens evne til at generere langsigtet indtjeningsstabilitet samt en dygtig ledelse til at udføre strategien og agere når udfordringer og muligheder dukker op undervejs.

Ved at tage et kig på Unilevers resultater over de seneste fem år (2011-2015), er der for os ingen tvivl om at Unilever er en robust virksomhed, som gennem det langsigtede fokus i strategien har leveret en flot indtjeningsstabilitet i en svær periode. I den femårige periode voksede den organiske omsætningsvækst med 4,9% pr. år, hvilket er foran deres marked, overskudsgraden (justeret driftsindtjening i procent af omsætningen) er i perioden vokset mere end 1%-point til 14,8%, og har medvirket til en stigende indtjening til trods for svag top-linje vækst, de frie pengestrømme er i perioden i gennemsnit vokset 3,8 mia. euro om året, hvilket blandt andet har gjort det muligt at hæve udbyttebetalingerne med i gennemsnit 8% om året. Resultaterne skal ses i lyset af, at Unilever i store dele af den valgte periode har oplevet udfordringer på stort set alle deres markeder, herunder flad udvikling i de udviklede lande forårsaget af en generel svag efterspørgsel efter virksomhedens kategorier og faldende salgspriser samtidig med, at der har været en svag makroøkonomisk udvikling i mange af Emerging Markets landene, hvilket har resulteret i lavere efterspørgsel efter virksomhedens produkter – i særdeleshed i 2014 i Latinamerika.

At Unilever i perioden stadig har leveret tilfredsstillende resultater skal i høj grad tilskrives en dygtig ledelse, som gennem deres strategiske fokusområder - herunder *aktiv forvaltning af produktporteføljen* samt *effektiviserings- og omkostningsprogrammer* - har bidraget til, at Unilever er blevet en endnu mere konkurrencedygtig og robust virksomhed. Den aktive forvaltning af porteføljen har blandt andet til formål at gå målrettet efter nye strategiske muligheder inden for nogle forretningsområder samt at øge indsatsen i de forretningsområder der i øjeblikket underperformer – og hvilken af de to der vælges er op til den fastsatte

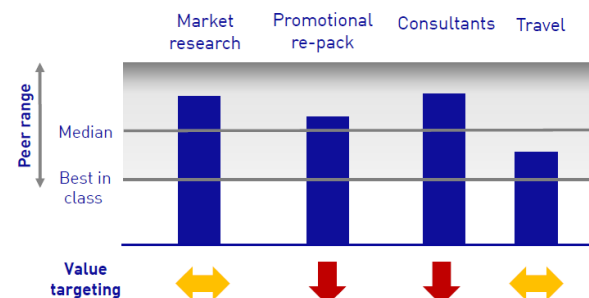
strategi for den enkelte kategori. Kategorien *Foods* har blandt andet sit strategiske fokus rettet mod at accelerere væksten igen efter en periode med svag vækst og som faktisk var negativ i 2014, mens kategorien *Personal Care* blandt andet har fokus på at opbygge en premium-forretning. I de sidste fem år er det således primært brands med lav vækst i kategorien *Foods*, som er blevet frasolgt, mens størstedelen af opkøbene har været i høj-vækst brands med høje marginer i kategorien *Personal Care*. Dette har betydet, at Unilevers produktportefølje i dag er langt mere fokuseret på de attraktive segmenter, hvilket har haft en positiv effekt på virksomhedens underliggende vækst, som både samlet for hele virksomheden og for hver enkelt kategori for sig vokser mere end deres marked – også i kategorien *Foods*, hvor den svage udvikling ser ud til at være vendt.

Udover et øget fokus på de attraktive segmenter i porteføljen, er Unilever ligeledes blevet mere konkurrencedygtig og robust gennem de effektiviserings- og omkostningsprogrammer, som der løbende er blevet gennemført. Programmerne har haft til formål at simplificere hele organisationen og processerne samt i højere grad at drage fordel af virksomhedens enorme størrelse og globale tilstedeværelse i forhold til at kunne opnå stordriftsfordele. Processerne er gennem årene, som følge af blandt andet mange opkøb/frasalge af virksomheder og brands, blevet al for komplekse, bureaukratiske og omfattende. Der har således været et behov for at gøre op med denne kompleksitet for at gøre virksomheden mere konkurrencedygtig. Blandt andet er strukturen i virksomheden blevet fladere, hvilket har været nødvendigt for hurtigere at kunne tage beslutninger og gøre det muligt hurtigt at reagere på ændrede forbrugerpræferencer helt ned på det lokale plan. Mange interne rapporter er blevet standardiseret samtidig med at omkring 50% af rapporterne af ikke-essentiell betydning er blevet fjernet – begge tiltag har givet medarbejderne mere tid til at fokusere på de vækstskabende aktiviteter. Fabrikker er blevet lukket, hvilket har haft en positiv effekt på omsætningen pr. fabrik, som er steget med mere end 30%. Store dele af organisationen er blevet centraliseret, herunder IT, virksomhedens logistikafdeling og indkøb. Antallet af IT-systemer er gået fra omkring 400 systemer til 25, mens logistikken er blevet samlet i få store logistikcentre i stedet for at være outsourcet til mange små distributører. Størstedelen af alle materialer og ydelser bliver købt centralt, hvilket betyder, at Unilever nu er verdens største indkøber af mange materialer. I marketing har der været større fokus på at lave færre – men bedre – reklamer, som samtidig kan anvendes i mange flere lande. Ovenstående tiltag har gjort Unilever mere simpel og effektiv samtidig med at virksomheden i højere grad opnår stordriftsfordele. Dette har resulteret i mange omkostningsbesparelser, som har leveret og løbende leverer besparelser i supply chain på mere 1 mia. euro om året. Samtidig er der i markedsføring sparet over 200 mio. euro i perioden fra 2012-2015, mens *Project Half* har leveret besparelser for mere end 500 mio. euro i samme periode. Langt størstedelen af besparelserne er blevet geninvesteret i blandt andet markedsføring på de digitale medier samt i en modernisering af Unilevers essentielle

infrastruktur – såsom diverse anlæg, fabrikker samt IT-systemer.

Unilever har konstant fokus på at gøre tingene endnu bedre, end man gør det i dag, hvilket også er nødvendigt hvis virksomhedens indtjeningsstabilitet skal fortsætte i årene fremover. Ledelsen forventer på kort sigt ingen væsentlige forbedringer på deres markeder, hvorfor stigninger i indtjeningen i høj grad skal komme fra de interne tiltag ledelsen gennemfører. For at styrke overskudsgraden yderligere har ledelsen valgt blandt andet at påbegynde et *Zero-Based-Budgeting (ZBB)* omkostningsprogram, som er et godt redskab til at øge sit fokus mod kerneforretningen og skære i de omkostninger som ikke bidrager til væksten. ZBB er i kølvandet på 3G Capital og Berkshire Hathaways opkøb af Heinz tilbage i 2013 (og senere fusionen mellem Heinz og Kraft Foods) blevet et populært emne inden for industrien - og går i al sin enkelthed ud på at man sammenligner virksomhedens egne omkostninger til fx rejser med et benchmark over hele industriens omkostninger til rejser. ZBB giver derfor ledelsen et godt overblik over, hvor der kan skæres i omkostningerne (omkostningerne er over benchmark) og hvor ressourcerne kan allokeres hen (omkostningerne er under benchmark).

Figur 2: Eksempel på zero-based-budgeting



Kilde: Unilevers præsentation, Barclays konference, 2016

Unilever vil ikke skære ind til benet i de områder som driver væksten – og derfor vil der ikke blive skåret i omkostningerne til fx forskning og udvikling samt omkostninger forbundet med markedsundersøgelser selvom der i begge områder investeres over benchmark. Der er dog områder, hvor Unilever ser muligheder for væsentlige forbedringer. Eksempler på disse er udgifterne til konsulentydelse samt markedsføringen i form af udgifter til kampagnegaver – *Purchase with Gifts*. Fremover vil Unilever derfor reducere udgifterne til konsulenter ved i højere grad at udvikle deres egne toptalenter ved at give dem værdifuld markedsføring samtidig med at kampagnegaverne i højere grad vil være i digitalform i stedet for fysiskform, da der er høje omkostninger forbundet med emballage og pakning af de fysiske gaver. Det er som udgangspunkt ikke planen, at der skal skæres i de overordnede rejseudgifter, da disse allerede er under benchmark, men dykker man ned i de enkelte rejseformer har virksomheden højere udgifter til taxier end resten af industrien, hvilket giver en god mulighed for at reducere udgifterne til taxier fremover.

Unilever forventer, at ZBB vil levere besparelser på omkring 1 mia. euro fra omkring 2018 og ved at implementere ZBB i andre dele af organisationen – herunder i det logistiske set-up – forventes det at programmet fra 2019 vil levere mere end 1 mia. euro i besparelser om året. Eftersom virksomheden allerede har geninvesteret betydeligt i brands og infrastruktur i de senere år, kan de nye omkostningsbesparelser i højere grad medvirke til en stigning i overskudsgraden. Regnskabsdirektøren - *Graeme Pitkethly* - overraskede da også markedet positivt på virksomhedens kapitalmarkedsdag d. 30. november (2016) ved at hæve forventningerne til overskudsgraden, som nu forventes at vokse med 40-80bp. (dvs. 0,4-0,8%-point) om året - en fordobling af virksomhedens tidligere guidance. Da de nye tiltag tager tid før de er fuldt ud implementeret, forventes stigningen i overskudsgraden dog at lande i den lavere ende af det nye interval i både 2016 og 2017.

Samfundsansvarlige investeringer

I *Stonehenge* investerer vi altid på en samfundsmæssig ansvarlig måde, og derfor er dét absolut vigtigste krav vi stiller til en virksomhed før denne kan inkluderes i én af porteføljerne, at virksomheden lever op til FNs retningslinjer og konventioner. Det vil sige, at vi blandt andet ikke investerer i virksomheder, som anvender børnearbejde, producerer klynge våben, atomvåben, landminer eller har problemer med korrupsion m.fl.

Unilever lever til fulde op til de etiske krav, men går faktisk med strategien *Sustainable Living Plan* skridtet videre. Strategien skal sikre, at Unilevers vækst genereres på en bæredygtig måde, hvilket blandt andet skal ske gennem en halvering af virksomhedens miljømæssige aftryk fra år 2030. Unilever bruger selvfølgelig strategien til at profilere sig selv som en bæredygtig virksomhed – men en bæredygtig profil behøver ikke nødvendigvis at betyde, at virksomheden går på kompromis med væksten og indtjeningen – nærmere tværtimod. Faktisk viser Unilever i deres markedsundersøgelser, at forbrugernes præferencer tydeligt bevæger sig mod de bæredygtige produkter. Denne tendens ses ligeledes i Unilevers salgsvækst, hvor væksten i de produkter, som er defineret som et *Sustainable Living Brand*, i 2015 voksede 30% hurtigere end resten af forretningen. Den bæredygtige strategi *Sustainable Living Plan* går selvfølgelig gennem alle dele af forretningen og alle produkter, men produkter kategoriseret som *Sustainable Living Brand* har dog et skærpet krav, da produkterne både skal have et bæredygtigt formål samtidig med at det opfylder ét af virksomhedens bæredygtige målsætninger. Unilevers bæredygtige strategi har over perioden fra 2008-2015 leveret besparelser på over 600 mio. euro, hvilket i høj grad er kommet fra miljøeffektive tiltag på fabrikkerne.

Værdiansættelse af Unilever

Som *valueinvestorer* køber vi først aktier i en virksomhed, hvis den nuværende aktiekurs er under den fair værdi, som vi har beregnet på virksomheden – og til trods for, at vi har ejet aktier i Unilever siden starten af 2010, har Unilever efter vores vurdering stadig et attraktivt langsigtet afkastpotentiale, som i skrivende stund er på mere end 70% i forhold til den nuværende aktiekurs. Som sædvanligt er det ikke nok

blot at foretage investeringsbeslutninger på baggrund af den beregnede fair værdi – og derfor kigger vi ligeledes på en række andre faktorer både kvantitative og kvalitative.

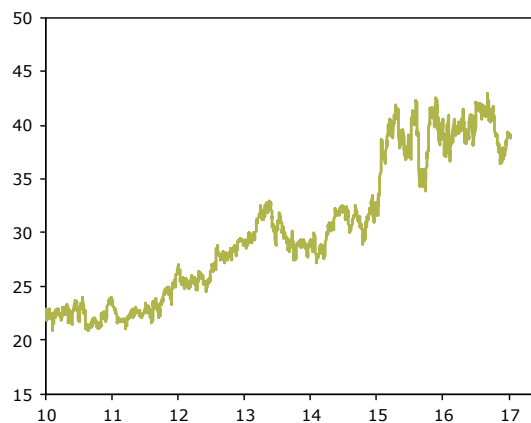
Én af de faktorer vi kigger på er om virksomheden har vedvarende konkurrence-mæssige fordele, som gør det svært for konkurrenterne at overtage



virksomhedens indtjening. Med inspiration fra en af gurerne indenfor valueinvestering, *Warren Buffet*, ser vi virksomhederne som en borg omkranset af en voldgrav. Desto bredere voldgraven er desto sværere er det for udefrakommende at erobre borgen, og virksomheder med en bred voldgrav vil derfor i højere grad kunne modstå konkurrenternes forsøg på at overtage virksomhedens indtjening.

Unilever er en virksomhed med yderst stærke brands i sortimentet, som mere end 2 mia. mennesker og 7 ud af 10 husstande på verdensplan anvender hver eneste dag. Derudover har Unilever seks brands i top 10 på den såkaldte *recruiters-liste*, som er en liste over de brands, som når ud til flest nye husholdninger på ét år. Fx tiltrak *Dove* omkring 32 mio. nye husstande i 2015, hvilket var nok til en 2.plads på listen. Samtidig bidrager de stærke brands, ifølge analysebureauet *Kantar Worldpanel*, til en markedsandel på 24%, hvilket er markant foran nærmeste konkurrent med en markedsandel på 14%. Dette bekræfter os i, at Unilever har yderst stærke brands i sortimentet, og vi vurderer derfor, at Unilever er omkranset af en bred voldgrav, som yder en solid beskyttelse af den nuværende- og langsigtede indtjening.

Figur 3: Kursudvikling eksklusiv udbytter



Kilde: Bloomberg

Vi vurderer samtidig, at Unilevers høje eksponering mod Emerging Markets også i fremtiden vil gøre virksomheden i stand til at vokse mere end deres generelle marked. Dette bygger vi blandt andet på den makroøkonomiske udvikling som forventes at komme i disse lande allerede fra år 2020. Her forventes antallet af personer i mellemindkomstgrupperne at stige med yderligere 800 mio. personer, hvilket vil være positivt,

da det vil hæve forbruget pr. indbygger. Urbaniseringen forventes at fortsætte, og yderligere 400 mio. mennesker vil derfor bo i de større byer fra år 2020, hvilket vil være positivt, da det helt simpelt betyder, at flere køkkener og badeværelser skal gøres rent. Derudover forventes det, at 300 mio. flere kvinder vil blive ansat i en betalt stilling fra år 2020, hvilket vil øge efterspørgslen efter mere bekvemmelige produkter. Flere køber vaskemaskiner, hvilket øger efterspørgslen efter flere af Unilevers produkter indenfor *Home Care* samtidig med, at der skal spares tid ved madlavningen, hvilket vil være positivt for produkterne i *Foods*. Derudover skal man ikke underkende betydningen af, at lederteamsene i de enkelte lande i Emerging Markets består af over 80% lokale personer, hvilket giver Unilever et unikt indblik i den lokale forbrugers præferencer og hvad der generelt rører sig på de lokale markeder. Kombineres dette med, at de lokale teams har et profit/loss ansvar, vil Unilever effektivt kunne styre virksomheden gennem udfordringer på markederne og leverer en stabil performance. Konstellationen har i den grad bevist sit værd i de senere år, hvor der til

trods for udfordringer på stort set alle deres markeder, er leveret tilfredsstillende resultater.

Vi anerkender, at Unilever har udfordringer i de udviklede lande, hvilket gør interne tiltag vigtige i forhold til at blive mere konkurrencedygtige således virksomhedens omkostninger i højere grad reflekterer, hvad forbrugerne er villige til at betale. Her forventer vi, at blandt andet det nye zero-based-budgeting omkostningsprogram vil have en positiv effekt på de samlede omkostninger, hvilket vil opveje det forventelige prispres.

Derudover forventer vi, at Unilevers opkøb i høj-vækst brands i *Personal Care* har potentialet til at øge væksten i de udviklede lande. Blandt andet har *Dollar Shave Club* i vores optik en yderst interessant forretningsmodel, hvor der online sælges mandlige plejeprodukter (såsom barberblade) i alle prisklasser via en attraktiv abonnementsmodel. Med opkøbet rammer Unilever et potentielt gigantisk marked.

Ansvarsfraskrivelse

Denne publikation er udgivet af Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en opfordring til at købe eller sælge det pågældende værdipapir. Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålideligt samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.