

## Analyse af Nestle.

**Børs:** New York Stock Exchange (ADR. Hjemlandet er Schweiz hvor den også er noteret)

**Markedsværdi:** \$242 milliarder

**Kursmål:** \$88

**Branche:** Fødevarer samt non alkoholiske drikkevarer. Herunder baby mad, dyrefoder, færdiglavede retter, vand, is, kaffe chokolade, dåse mad med mere.

### Branchen:

Den globale branche for færdig pakkede fødevarer og non alkoholiske drikkevarer er enorm med et årligt globalt forbrug i omegnen af \$1.000 milliarder, og det er som udgangspunkt en næsten ustoppelig vækst maskine. Så længe befolkningstallet på jorden stiger, så stiger den potentielle kundegruppe. Det kan man selvfølgelig til dels sige om mange brancher, men ikke mange brancher sælger produkter der er så essentielle som mad, eller så konjunktur uafhængige som kaffe. Som så mange andre brancher er der også her store muligheder i emerging markets, hvor pengene ikke endnu har rækket til internationale mærkevarer ved besøgene i supermarkedet, i samme grad som i den udviklede del.

Da branchen er så bred, så eksisterer der også et væld af store firmaer, som alle konkurrerer om den bedste hyldeplads i supermarkederne. General Mills, Pepsi, Coca Cola, Nestle, Campbell Soup, Unilever, Mars, Mondelez, Kraft, Heinz, Kellogg og Danone er navne de fleste har hørt om, og de færreste hjem finder ikke nogle af disse navne i køkkenet. Heri vises både populariteten og enda nødvendigheden for branchens produkter, men også den voldsomme konkurrence. Der findes ikke for mange brancher med så mange giganter. Ganske vist er alle selskaberne ikke ens. De producerer indenfor forskellige segmenter i den overordnede fødevarer og non alkoholiske drikkevarer branche, men det er de færreste produkter, der kan undgå, at have mindst et par af de ovennævnte navne som konkurrenter.

De store i branchen er desuden kommet under pres de senere år, fra en ændret forbruger bevidsthed. For nogle år siden skulle tingene bare være sunde, men nu skal det være naturlig sundhed, med speciel fokus på det naturlige. Alle de tilsætningsstoffer, som kom til for at gøre produkterne sunde og holdbare, frygtes nu for netop, at være mere usunde end hvad de erstattede til at starte med – se f.eks. på opråbene imod aspartam, eller den stigende flok der ikke ønsker 12 e-numre i maden som skinnende eksempler herpå.

Derfor er små niche søgende virksomheder blomstret op. F.eks. er naturlige ingredienser, økologi, raw food osv. er en stigende trend, der har taget \$18 milliarder i markedsandel i branchen for færdig pakkede fødevarer (knap 2%), primært fra de store firmaer, siden 2009 (foodnavigator-usa.com). Markedet er således ikke kun en konkurrence mellem de store, men der kommer hele tiden nye små spillere til, som søger deres del af kagen.

Ummiddelbart kunne det godt lyde som en branche, man burde holde sig fra som investor. Men mange af de navne jeg har nævnt, er så store og dominerende, at de kan gøre næsten som det passer dem, i en branche den udviklede verden ikke kan leve uden, ikke kan erstatte med noget andet og med en kontinuerligt voksende kundegruppe. De fleste af navnene er dividend aristocrats, traditionelle store aktietilbagekøbere og har eksisteret fra længe før, jeg blev født (under det ene eller det andet navn). Det er en branche som ikke er så konjunkturfølsom, om end heller ikke hel immun hertil. Og der er ikke mange giganter i denne branche, som er faldet fra tinderne.

## Hvem er Nestle?:

Grundlagt helt tilbage i 1866 er Nestle et schweizisk firma, som har vokset sig til, at være verdens største firma indenfor mad og non alkoholiske drikkevarer i dag. Med forretning i ca. 200 lande og næsten \$100 milliarder i omsætning. Brands inkluderer mere end 20 der sælger for mere end \$1 milliard om året, og kendte navne som Nescafe, Nesquik, S. Pellegrino, Kit Kat, Butterfingers, Gerber og Nestea. 6 primære brands driver 70% af omsætningen, Nestle, Nescafe, Nestea, Maggi, Buitoni og Purina, imens 1/3 af profitten kommer fra drikkevarer. I stort set alle segmenter som Nestle opererer indenfor har firmaet en plads mellem #1 og #3 på markedet. Og enhver med en plads over Nestle, er en af de andre giganter indenfor det respektive segment.

Desuden ejer Nestle 23% af kosmetik firmaet L'Oréal.

I de senere år har Nestle søgt at omforme sig. Der har været en del frasalg og tilkøb for at fokusere forretningen, bla. med grundlægnings af Nestle Health Science institut for at imødekomme verdens stigende fokus på sunde produkter, salg af 7% i L'Oréal samt hele Alcon (eye-care) og tilkøb af specifikke segmenter fra konkurrenterne for at styrke egen position her. Pamlab er opkøbt, et firma som gør sig i mad til medicinel brug. Senest er Nestle Skin Health grundlagt, hvilket er for et forøget fokus på pleje af huden.

Her er en 10 årig performance for Nestle i forhold til branchen og s&p 500:

### Growth of 10,000 NSRGY



Vær dog opmærksom på langt fra alle konkurrenter er inkluderet her, eksempelvis er Coca Cola ikke under packaged foods branchen. Desuden må læseren ikke lade sig narre af grafen. De sidste 5 år samlet har Nestle underperformet. Dette kan til dels tilskrives den stærke valuta i Schweiz.

Det kan ses at Nestle, såvel som branchen, ikke tyder på, at have tendens til betydeligt større udsving end markedet som helhed. Nestle er således en relativt defensiv aktie, som dermed primært er tiltænkt langsigtede investorer og ikke kortsigtet spekulation, selv om enkelte sådanne tilfælde opstår i ny og næ. Det er tilsyneladende heller ikke af megen nytte, at vente på entry points betydeligt under dagskursen, da større fald er få og langt imellem.

Her er en oversigt over en række nøgletal for Nestle. Så kan læseren se de tal jeg benytter mig af, og selv vurdere de tal jeg ikke inddrager her. Læg mærke til det er omregnet til US Dollars.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
omsætning	93.937	101.564	110.944	113.375	111.012	113.183	86.280	95.236	95.287	94.763
eps	2,10	2,43	2,85	4,99	3,00	10,44	3,05	3,42	3,23	4,66
net profit margin	8,96%	9,42%	9,93%	16,40%	9,69%	31,19%	11,34%	11,49%	10,84%	15,73%
frit cash flow pr aktie	1,15	1,42	1,79	1,33	3,48	2,73	1,57	3,45	3,40	3,25
frit cash flow	4599	5582	6924	4954	12472	9233	5032	11023	10880	10387
frit cash flow/omsætning	4,90%	5,50%	6,24%	4,37%	11,24%	8,16%	5,83%	11,57%	11,42%	10,96%
bogført værdi pr aktie	12,86	13,38	13,89	14,06	14,08	18,87	18,28	20,21	20,68	23,20
udbytte	0,83	0,61	0,68	0,80	1,45	1,30	1,86	1,97	2,09	2,21
udbetalingsprocent	39,22%	25,00%	23,91%	16,12%	48,45%	12,45%	60,81%	57,53%	64,86%	47,35%
udestående aktier	3.999	3.931	3.868	3.725	3.584	3.382	3.205	3.195	3.200	3.196
retur på investeret kapital	13,29%	13,46%	15,06%	24,41%	15,24%	45,37%	12,27%	12,54%	11,38%	16,15%
egenkapitalafkast	19,13%	18,24%	20,66%	35,08%	20,92%	61,80%	15,99%	17,77%	15,80%	21,26%
egenkapital	51.419	52.599	53.728	52.376	50.458	63.818	58.588	64.579	66.162	74.151
gæld	55.239	52.417	64.520	57.190	63.957	51.344	59.101	67.341	59.692	65.317
egenkapitalandel	48,21%	50,09%	45,44%	47,80%	44,10%	55,42%	49,78%	48,95%	52,57%	53,17%
kortfristede aktiver						40.227	34.375	36.315	31.014	35.032
kortfristede forpligtigelser						31.097	36.343	39.975	33.955	33.933
ebitda						43.424	16.000	17.635	16.863	16.372
afskrivninger (depr&amor)						3.282	3.017	3.264	3.382	5.123
ebit						40.141	12.983	14.371	13.480	11.249
kortfristet rentebærende gæld										9.088
langfristet rentebærende gæld										12.787
renteudgifter										537

## Diversificering

Som et verdensomspændende firma, der er involveret i et væld af sub-kategorier indenfor føde og drikkevarer, får Nestle alle de fordele og ulemper der følger med den enorme diversificering. Det største enkelt segent omsætningsmæssigt er drikkevarer i pulver og flydende form, eksklusiv vand (f.eks. is te og kakao pulver) med 20,3%.

- Uafhængighed af noget enkelt produkt, kategori, geografi eller valuta
- Midlertidig svaghed et sted i koncernen kan afdækkes af styrke andetsteds
- Konkurrence på et marked nyder godt af finansiell støtte fra de andre markeder og segmenter. Resultatet værende, at Nestle næsten altid kan bringe den største økonomi til konkurrencen, med evnen til at underbyde eller opkøbe konkurrenter, specielt de mindre niche orienterede konkurrenter
- Stigninger i produktionsomkostninger indenfor et segment afhjælpes af alle andre
- Bliver påvirket af stort set alle valuta udsving, på både godt og dårligt
- Bliver påvirket af et bredt væld af råvarepriser, på både godt og dårligt
- Har ekstremt mange små og store konkurrenter

## Moat

Branchen i sig selv har ikke nogen moat. Der er fri adgang for alle, og der er et hav af udfordrere inden for ethvert segment, store som små. Men stordriftsfordele og brand værdi betyder overlevelse på lang sigt, da kun få produkter er svære at kopiere for konkurrenterne, i alt falde tilnærmelsesvist.

Virksomheder der er så store, at de kan presse forryningslinjerne på købsprisen og kunderne på både salgspriser og produkter, nyder derfor oftest af minimum en smal moat. Dette fordi produktionsomkostningerne bliver minimeret, mens salgspriserne optimeres. Brands gør yderligere at

kunderne kan påtvinges at aftage produkter, som egentlig ikke er ønskede, men kræves afprøvet. I brancher for konsumvarer som her, er brands desuden med til at bestemme positionering i supermarkeder, hvilket er af afgørende betydning for det videre salg. Det er også i brand værdien, at der kan hentes yderligere profitabilitet. Desuden kan mega selskaber simpelthen opkøbe eller udkonkurrere små konkurrenter, inden de bliver seriøse udfordrere.

Størrelse og værdien af brands for aftagere, er af stor vigtighed, og det kommer ikke meget større eller vigtigere end Nestle. Hvor ofte går i ind i et supermarked der ikke har Nescafe, Nestea eller KitKat? Nestle har nogle ret heftige markedsandele med nogle af sine produkter, f.eks. mere end 44% af instant kaffe markedet globalt, 70% af nudel markedet i Indien og 80% af det Amerikanske marked for baby mad og er på lige fod med Unilever om 1. pladsen inden for is globalt.

Flere tal for profitabilitet er tegn på, om en moat eksisterer eller ej. Tal i parentes er justerede til at være mere repræsentativt for flere års snit, primært grundet voldsomme valutaudsving og engangsudgifter/indtægter. Læg mærke til de hermed kun er tilnærmelsesvist præcise.

- Retur på investeret kapital: 16,15% (12,3%)
  - Danone: 5,5% (13,5%)
  - Mondelez: 6% (7,5%)
  
- Egenkapitalforrentning: 21,2% (16,5%)
  - Danone: 10% (13%)
  - Mondelez: 7,3% (10%)
  
- Frit cash flow i forhold til omsætning: 11% (11%)
  - Danone: 5,7% (7,2%)
  - Mondelez: 5,6% (7,2%)

Nestles profitabilitet ser ud til at være blandt den bedste i branchen. En retur på investeret kapital der langt overstiger selv konservative låneomkostninger, en egenkapitalforrentning der er lang højere end, hvad der med nogen form for rimelighed kan kræves af en investor og et frit cash flow på mere end 10%, 50% bedre end konkurrenterne, og over 10% i en behård branche. Det virker ikke til at Nestle har større problemer med at sende stigninger i omkostningen videre til kunderne, hvilket uden tvivl må tilskrives brand værdierne. Disse faktorer tillagt positionen som den største i branchen, må det blive til en bred moat. Jeg kan ikke forestille mig, at Nestle vil stå i en betydeligt svagere position om 10 år, end i dag. Må indrømme, jeg på forhånd havde forventet langt lavere profitabilitet, grundet branchens mange store og diversificerede konkurrenter til at presse prisen.

### **Retur til aktionærerne**

et udbytte på 2,91%, 2,17% aktietilbagekøb om året (snit de sidste 10 år). Udbyttet er ikke blevet skåret siden 1959 og virker helt sikkert. Den forventede årlige stigning i udbyttet fremover ligger på omkring 6% jævnfør forventningerne til fremtidig vækst i indtjening. Hvis selskabet ændrer udbetalingsprocenten betydeligt, kan denne forventning selvfølgelig vise sig forkert. På nuværende tidspunkt er der et \$8,8 mia. tilbagekøbsprogram i gang, der er sat til at blive afsluttet i år. Det er højst sandsynligt, at der kort efter vil

blive igangsat et nyt, da Nestle siden 2005 næsten konstant har haft sådanne kørende (med samlet \$50,5 mia. værdi).

Selskabet har således tradition for kontinuerligt, at give tilbage til aktionærene i form af både stabile udbytter og aktietilbagekøb. Det er i sig selv ganske fornuftigt, specielt for et selskab af denne størrelse, som kan have svært ved, at bruge alle pengene effektivt. Dog indikerer de kontinuerligt store aktietilbagekøb, at ledelsen ikke tager det største hensyn til kursen, men bare sørger for, at opretholde tilbagekøbene.

## **Regnskab i Schweizerfranc**

Læseren bør være opmærksom på, at Nestle er et Schweizisk firma, som afgiver regnskab i Schweizerfranc. Denne valuta blev kraftigt styrket da Schweiz løsrev francen fra euroen i starten af 2015. således bliver årets og fremtidens regnskaber påvirket heraf, og dette bør tages i betragtning ved finansielle sammenligninger med tal fra 2014 og tidligere.

## **Finansiel situation**

### *Indtægter:*

Omsætningen har ikke rigtig udviklet sig, de sidste 10 år. Svingninger undervejs er primært omkring salget af Alcon i 2010. 1q 2015 havde salg på \$21,5 mia, samme som 1q 2014, men det tyder på lavere omsætning for det fulde år, end i 2014, men ledelsen holder dog fast i forventninger om organisk vækst på 5 – 6%. En større effekt på salget i q1 var netop den ovennævnte valuta, der påvirkede med -4,5%.

Det frie cash flow er vokset til mere end det dobbelte over de sidste 10 år, imens frit cash flow pr. aktie er næsten tre-doblet (aktietilbagekøb). indtjening pr. aktie er ikke steget lige så meget, hvilket tyder på, at der har været effektiviseringer i gang, f.eks. omkring leverandør og aftager aftaler der giver kortere kredit og længere debit tid.

Det frie cash flow er desuden steget til et, tilsyneladende, stabilt niveau, værende omtrent det samme de sidste 3 år.

Jeg tolker ovenstående, som at der har været gang i en oprydning, hvilket yderligere bekræftes af de forskellige tilkøb og frasalg over de sidste år. Det er et godt tegn, for selv små effektiviseringer gør en stor forskel i koncerner med Nestles størrelse.

Det virker således som om, at der til trods for forandringer både i branchen og internt, er fokus på indtjeningen. Under moat afsnittet kan det ses at Nestle også gør sig godt i forhold til konkurrenterne. Jeg vil forvente at fremtiden grundlæggende ligner de sidste år, men bliver negativt påvirket af valutaen, i alt falde for resten af 2015.

### *Gæld:*

\$22 mia. i rentebærende gæld er ikke meget for et firma af denne størrelse. Selv om næsten halvdelen er kortfristet ser jeg ingen trussel mod fornyelse af disse lån. Gennemsnitlige rente herpå er da også så lav som 2,46% (\$537 mio.), hvilket næsten er absurd lavt (i februar gav Nestles korte euro nominerede obligationer negative renter, hvilket må være en af de første, hvis ikke den første, gang det er sket).

Gældspositionen bærer så lav rente, og er af så overkommelig karakter, at min eneste kommentar hertil må være, at gælden ikke engang er tæt på, at repræsentere nogen trussel, hverken mod virksomhedens stabilitet, udbytter eller fremtidige aktietilbagekøb.

Dog vil jeg argumentere, at virksomheden burde udstede flere obligationer, med henblik på at øge aktietilbagekøb. De sidst udstedte i hhv. November og December 2014 var med en kupon rente på 0,75% og 1,5%. Altså langt under udbytte procenten. Det kan dog godt være gælden holdes lidt nede for, at bibeholde ratingen hos rating bureauerne (bare et gæt, det vil kræve yderligere analysering for at vide med sikkerhed, men i 2007 blev ratingen hos Fitch netop skåret ned fra AAA grundet aktietilbagekøb).

## Ledelsen

Virker til at være dedikeret til, at returnere værdi til aktionærene. Dog ikke på højeste niveau, da de til trods for manglende position, eller klart mærkbart ønske om position, som dividend aristocrat, stadig ikke udnytter op og nedture i kursen til at ændre betydeligt på aktietilbagekøb (se eksempelvis min analyse af Walt Disney på proinvestor for sådanne).

Ledelsen ser ud til at være opmærksomme på kontinuerlig effektiviseringer, og med hvad der ser ud til, at være gode marginer jævnfør moat afsnittet, må de siges at have succes med dette.

Dog ser de ud til, at have visse problemer med at opnå det erklærede mål for vækst. 5-6% organisk vækst er ambitiøst for en virksomhed så stor, og i 2014 blev det da også kun til 4,5%, imens q1 2015 blev 4,4%. Desuden har Nestle tabt markedsandele på visse vigtige områder, hvilket naturligvis er medvirkende til væksten ikke er som håbet (eksempelvis er Nescafe faldet til en markedsandel i pulverkaffe, på ca. 44,5% fra 46% i 2004). Det kan således tilrådes, at tage vækst udmeldinger med lidt konservatisme.

Jeg kan godt lide både salget af Alcon, der ikke rigtig passede ind i resten af forretningen. Desuden har opkøbene de senere år passet godt ind, og har været med til at styrke Nestles markedsposition på markeder og i kategorier, hvor virksomheden allerede var i konkurrence, med det resultat, at en føreposition enten blev yderligere konsolideret, eller distancen til den/de førende blev betydeligt mindsket. Dog kan der argumenteres mod fornuften heraf, grundet de til tider høje priser der er blevet betalt for disse opkøb. I denne branche må det forventes, at der ikke findes meget, som er billigt, men derfor kan det alligevel godt blive for dyrt.

En større test for ledelsen bliver dog, at bevise om det nye ben inden for hud pleje (i form af cremer, lotion osv. vi snakker ikke plastre, bandage og den slags), bliver en succes. Umiddelbart kan det passe fint ind i virksomheden da aftagerne meget vel kan være de samme (her primært værende tale om supermarkeder), i samme stil som eksempelvis Unilever både gør sig i fødevarer og hårpleje.

Ledelsen modtager, som en del af lønnen optioner. Optionerne er pålagt krav, som gør, at de først modtages efter en 3 års periode, hvori beløbet der modtages justeres alt efter præstationer i perioden, baseret på aktionærenes retur og ændringer i EPS. Fra 2015 er de efterfølgende blokeret for salg i yderligere 2 år. Mængden af optioner er så lille en del af den samlede aktie mængde, at jeg ikke vil bekymre mig herom med hensyn til værdisætning (vi snakker noget der ligner 0,01%). Selv om dette ikke er helt korrekt at gøre, vil værdisætningen være så tæt på hinanden, den betragtes som ens. Eneste yderligere kommentar hertil må være, at med 5 år fra belønning, til muligt salg af optionerne, så er der ret god grund til at fokusere langsigtet for ledelsen.

Ledelsen virker overordnet til at gøre det ganske fornuftigt. Det kunne bare være rart med lidt mere konservative udmeldinger om fremtiden, og lidt mere påpasselighed med kapitalen, når det kommer til opkøb. Selv om jeg ville ønske lidt bedre evner indenfor kapital allokering, så kunne det helt bestemt være meget værre. Jeg er glad for optioner ikke udgør en større del af lønnen, og er underlagt langsigtede regler.

Dog kan problemerne med Maggis nudler (se neden for under risiko) sætte spørgsmålstejn ved ledelsens evner, da sådan noget bare ikke må ske. Enkeltstående problemer er noget man måske aldrig helt kan undgå dog, men sker der noget lignende igen inden for den næste længere årrække, må der sættes seriøs tvivl ved tillid til ledelsen.

### **Insider ejerskab**

Ledelsen ejer samlet 1,2 millioner aktier ved udgangen af 2014 (op fra 1 million et år tidligere), samt 2,4 millioner optioner. Halvdelen er ejet af CEO Paul Bulcke. Taget i betragtning, at der er 3,2 milliarder udestående aktier, er ejerandelen voldsomt lille, selv inklusive optioner. Men for personerne individuelt er det nu stadig en pæn slat penge. F.eks. er de 600.000 aktier Paul Bulcke ejer er nu engang i omegnen af \$45 mio. værd. Samlet set er ledelsens besiddelser af aktie lig med 2 års løn.

Der er dog 3,7 millioner aktier yderligere ejet af medlemmer af bestyrelsen, som ikke er ansat af firmaet, samt 1,2 millioner optioner.

Jeg har ikke kunne finde nogle insider handler.

### **Risiko**

- Med stort set al salg udenfor hjemlandet (98%), så påvirkes Nestle af stort set alle ændringer i valuta rundt om på kloden. Herunder også hjemlandets Schweizerfranc, som går ud over både omsætning og indtjening ved styrkelse, som tilfældet er nu.
- I denne behårde branche skal der ikke soves i timen. Der skal konstant findes på nye måder at bringe nye produkter med kendte brands på gaden for at opretholde profitabiliteten.
- Der er evigt og konstant en strøm af nye konkurrenter. Uden nogen moat af betydning for branchen vil dette næppe stoppe på noget tidspunkt.
- En forværring i ledelsens kapital-allokerings evner vil være direkte ødelæggende for aktionærernes værdier i selskabet.
- Den største risiko må vurderes at være råvare priser. Små ændringer kan overvæltet til kunden grundet brands, men større og permanente stigninger tager tid at sende videre og koster derfor dyrt.
- Alvorlige problemer med enkelte produkter kan være problematisk. Dette angår kun de bedst sælgende produkter, men som Maggi noodles problemer i Indien viser, så sker det (der er fundet uacceptable mængder bly i nudlerne (?? Bly.. ??) og produkter der var markedsleder i Indien er nu forbudt i de fleste større supermarkedskæder, flere stater, Nepal, flere Afrikanske lande og USA)

### **Værdisætning**

P/E mæssigt står Nestle med en værdi på 16,25, hvilket umiddelbart lyder voldsomt billigt, i en branche der sjældent byder på gode tilbud. Hvis der justeres for den forhøjede indtjening i 2014 er p/e værdien nærmere de 23 (4traders har en forventet 2015 p/e på 22,4). Dette ligger i omegnen af Nestles historiske p/e værdi, der oftest kun går betydeligt længere ned i tilfælde af større enkeltstående indtægter, som frasalget af Alcon.

Sammenlignes med konkurrenter ligger Danone i omegnen af 22 justeret (33 uden justering), General Mills med 30, Kelloggs med 52, Campbell Soup på 20, Mondelez omkring de 22 også, med justering (32 uden justering).

Der er ikke noget som tyder på, at det kan forventes betydeligt billigere, at anskaffe sig Nestle, målt på P/E ratio.

K/I ratioen siger Nestle koster 3,3 gange indre værdi, mens Mondelez er på 3,0, Danone 3,2, General Mills 7, Campbell Soup 9,6, Kelloggs 9,2.

Her kunne det godt se ud til, at Nestle og de nærmeste konkurrenter hertil, Mondelez og Danone alle handles billigere end de andre. Der er dog ikke den store forskel de tre imellem, og der er ikke megen grund til, at tro der vil komme det.

En mere direkte værdisætning laves med en diskonteret cash flow model. Tal herfor kan som altid findes til sidst i artiklen, for interesserede.

Værdi ved diskonteret cash flow model: \$88

Konservativt sat: \$77

Det må her nævnes, at jeg som udgangspunkt er relativt konservativ, i de tal jeg benytter. Blandt andet estimerer jeg med lavere vækst tal end ledelsen selv, og med en terminal rente procent jeg i virkeligheden mener er lidt for højt sat. Den konservative værdisætning er derfor særdeles konservativ. Nestles stabilitet gør der yderligere okay, at ligge værdien nærmere de 88 end de 77.

## **Konklusion**

Kursålet er dermed \$88. og stærkt køb.

Hvis kursen nærmer sig de \$77, må aktien oven i købet vurderes at være et stærkt køb, da der her eksisterer den såkaldte margin of safety, hvor der med en rabat i prisen er plads til fejlvurderinger i værdisætningen.

Der er ikke det store som taler imod værdisætningen igennem analysen. Det største værende ledelsens tvivlsomme evner inden for kapital allokering, som dog kan tilgives i nogle af tilfældene, eksempelvis grundet at opkøb sker i konkurrence med store konkurrenter, der kan true Nestle i det respektive segment. Ikke desto mindre kan det argumenteres, at dette kræver en vis nedsætning i værdisætningen. Dette vil jeg dog overlade til læseren selv, da jeg ikke selv vurderer dette retfærdigt.

Derimod vurderer jeg, at man i Nestle får en næsten uovertruffen diversificering af segmenter og geografi i branchen. Jeg mindes Buffets berømte ord, om at hvis man skal investere i en virksomhed, så vælg en som selv en abe kan drive, for før eller siden vil netop det ske. Ikke at jeg betragter ledelsen som aber, men det



kunne de for så vidt være, og stadig ville Nestle nok være giganten over giganterne i branchen de næste mange år. Jeg er ganske overbevist om, at frit cash flow, marginaler, brands, global tilstedeværelse og ren størrelse gør Nestle til virksomheden konkurrenterne misunder.

### **Tal for finansielle modeller**

DCF model: egenkapitalens afkastkrav på 8%, stigende til 11%. 2,5% rente på fremmedkapital, stigende til 5,5%. Med en skatteprocent på 24%, så giver det en wacc på 5,14%, stigende til 7,9% i terminalperioden.

Fremtidig vækst i cash flow er sat til 4,5% de første 3 år, 5% de næste 2 og 6% i år 6, derefter 3% i terminalperioden. Jeg har sat væksten lidt lavt grundet delvist ledelsens lidt for optimistiske udmeldinger førhen, og problemerne i Indien. Alle tal er inklusive inflation. Desuden er 6. år brugt som terminal periode start, grundet Nestles moat.

Konservativt hæves krav til egenkapital med 1% de første 5 år, renten på fremmedkapital til 6% i terminalperioden, med en wacc på 8,07%. Desuden reduceres cash flow vækst til 4% de første 5 år og til 2,5% i terminalperioden, i linje med den forventede inflation hen over tid.

**Disclaimer: Jeg ejer selv aktier i Nestle. Ydermere kan det ikke udelukkes, at jeg på baggrund af denne analyse vil foretage yderligere opkøb i den nærmeste fremtid.**