



GROEIVERSCHIL VERKLAART WAARDERINGSKLOOF HENKEL EN UNILEVER

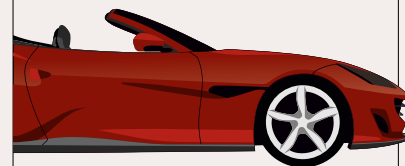
1. Steeds minder waardering

Het aandeel Henkel staat, ondanks de recente opleving, nog steeds ruim een kwart onder de all-time-high van circa 121 euro in de zomer van 2017. Bij Henkels twee grootste concurrenten ziet de koersgrafiek er prettiger uit. Procter & Gamble staat op de hoogste koers ooit en Unilever staat er slechts 5 procent onder.

Tot pak hem beet vier jaar geleden was de waardering – uitgedrukt als ondernemingswaarde gedeeld door het bedrijfsresultaat (ebitda) – voor de drie ondernemingen nagenoeg

gelijk. Het trio kostte rond de 13 keer de bedrijfswinst.

Sinds 2017 is de waardering van Unilever grosso modo onveranderd gebleven. P&G's waardering liep fors op (16,6 keer) en die van Henkel daalde juist geleidelijk tot 10,6 keer de bedrijfswinst. Het feit dat de waardering tientallen procenten lager ligt dan van de twee peers, is een veelgehoorde reden van beursexperts om het aandeel Henkel als koopwaardig te bestemmen. P&G zou juist duur en daarom onaantrekkelijk zijn.



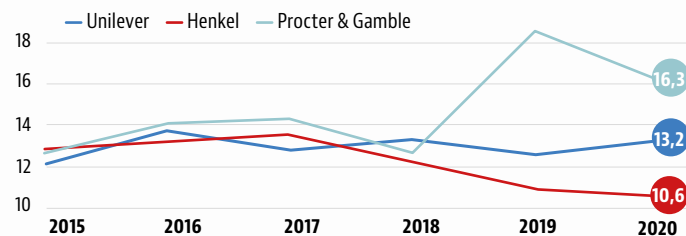
3. Henkel is als een Ferrari op de Nederlandse snelweg

Naast marges – die bij Unilever en P&G ook significant hoger liggen dan bij Henkel – is de organische groei allesbepalend voor de aandelenkoers. Doordat rendementen op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) – als (dure) overnames buiten beschouwing worden gelaten – bij zowel Henkel als Unilever in de tientallen procenten lopen, levert omzetgroei veel aandeelhouderswaarde op. De hoge ROIC impliceert dat hogere verkopen tot veel meer winst leiden. Voor de groei is immers weinig geld nodig om te investeren in bijvoorbeeld extra voorraden en productielijnen.

Beleggers in Henkel ondervinden de keerzijde van dit verhaal. Valt de omzetgroei structureel terug dan schiet de aandelenkoers flink naar beneden (en veel meer dan bij een bedrijf met een lage ROIC waar groei weinig waard is). Een hoog rendement zonder groei is een beetje als een Ferrari op de Nederlandse snelweg. Het ziet er leuk uit, maar je kunt niet op volle toeren rijden.

Er is een trits beursfondsen dat veelal het predicaat defensieve waarde krijgt – denk aan Henkel, zuivelgigant Danone en ketchupbedrijf Heinz. De vraag is of die typering wel juist is. Als de groei structureel terugvalt – let wel: dus niet een eenmalig matig corona-kwartaal – zullen beleggers de aandelenkoersen van dit soort aandelen juist met tientallen procenten terug zetten.

WAARDERING HENKEL STEEDS LAGER DAN SECTORGENOTEN



Y-as geeft de ondernemingswaarde-ebitda-ratio weer

2. Maar groei kan waarderingsverschil verklaren

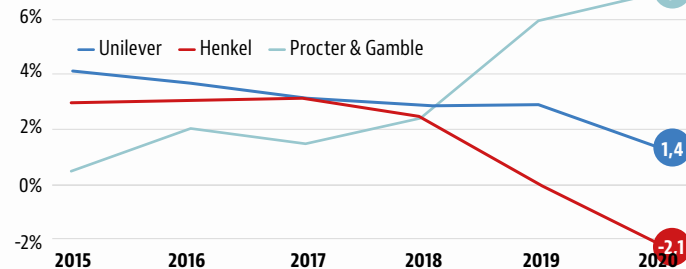
Maar er is een fundamentele reden voor Henkels korting. De meeste massamerken kampen met teruglopende groeipercentages. Maar er is geleidelijk een kloof ontstaan in prestaties tussen Henkel en haar twee grootste concurrenten.

Sinds 2018 – niet toevallig het moment dat waarderingen uit elkaar gingen lopen – is de rek bij Henkel er helemaal uit. Over de eerste 9 maanden dook de organische groei

zelfs onder nul (minus 2,1 procent) tegenover een plus van 1,4 procent voor Unilever en zelfs 7 procent voor P&G.

Henkel rekent beleggers voor heel 2020 een omzetsdaling voor die tussen de 1 en 2 procent zal liggen. Op de middellange termijn blijft het concern uitgaan van 2 tot 4 procent groei. Zelfs als het hierin slaagt, is het beeld op lange termijn nog altijd zorgwekkend. In 2010 bedroeg de groei nog 7 procent.

ORGANISCHE GROEI DUIKT BIJ HENKEL ONDER NUL



Voor 2020 is de gemiddelde omzetgroei over drie kwartalen becijferd

HET ONTBREEKT HENKEL AAN SPIERBALLEN OM MET DE CONSUMENTENDIVISIES DE STRIJD AAN TE GAAN MET UNILEVER EN P&G