

De beste verdediging is de aanval. Bij ongewenst activisme of overname-interesse is de veelgebruikte verdedigings-tactiek in boardrooms dat het belaagde beursfonds opeens prima in staat is om op eigen kracht meer aandeelhouderswaarde te creëren.

Zo ook bij Unilever in 2017, toen het belaagd werd door Kraft Heinz. Topman Paul Polman zette toen de Amerikaanse ketchup-gigant weg als kapitalistische roofridder en wist een overname af te wenden door beleggers een hogere winst en aandelenkoers in het vooruitzicht te stellen.

Minder managementlagen, de balans moest meer zweten, en de operationele margedoelstelling werd opgekrikt tot 20 procent in 2020 (16,4 procent in 2016). Maar de belangrijkste belofte: de omzetgroei zou weer aangezwengeld worden naar 3 tot 5 procent per jaar.

Die beloftes zijn niet ingelost. Afgezien van het feit dat het hoofdkantoor nu in Londen staat en een wat minder luie balans door stevige aandeleninkopen, lijkt het concern stil te hebben gestaan in de laatste jaren.

In afrekenjaar 2020 bleef de marge hangen op 18,5 procent en de omzetgroei op 1,9 procent (gemiddelde over 2017-2020: 2,7 procent), waarbij de wereldwijde pandemie niet meehielp. En de beurskoers? Die schommelt rond 47 euro, oftewel circa 10 procent onder het bod dat Kraft Heinz vijf jaar geleden voor ogen had.

Het krediet van Alan Jope, die begin 2019 Paul Polman opvolgde, was al beperkt. En toen lekte halverwege januari zijn plan uit om de consumententak van GlaxoSmithKline over te nemen. Zelden spraken marktvoersers zich zo negatief uit over een deal. De ene analist adviseerde Unilever “doe het alsjeblieft niet”, de ander had het over “een hele

slechte deal”. Ook de conclusie van beleggers was hard: 10 miljard euro aan beurswaarde ging in rook op.

De opluchting was vervolgens groot toen Unilever daags later aangaf “strikte financiële discipline” te willen betrachten. Haar laatste bod van 60 miljard euro zou in ieder geval niet worden verhoogd. Bij beleggers leek nu echter ook het laatste restje vertrouwen verspeeld.

HET CONCERN LIJKT STIL TE HEBBEN GESTAAN IN DE LAATSTE JAREN

ZELFDE STRIJDPLAN

Kort daarop bonkte Nelson Peltz op de deur. De activist probeert met wisselend succes al decennia met harde eisen verbeteringen bij kwakkelende bedrijven af te dwingen. Het aandeel Unilever vloog 7 procent omhoog in de hoop dat Peltz het strijdplan uit de kast trekt dat zijn hedgefonds Trian Partners ook toepaste bij Procter & Gamble in 2017. Peltz rekende af met de

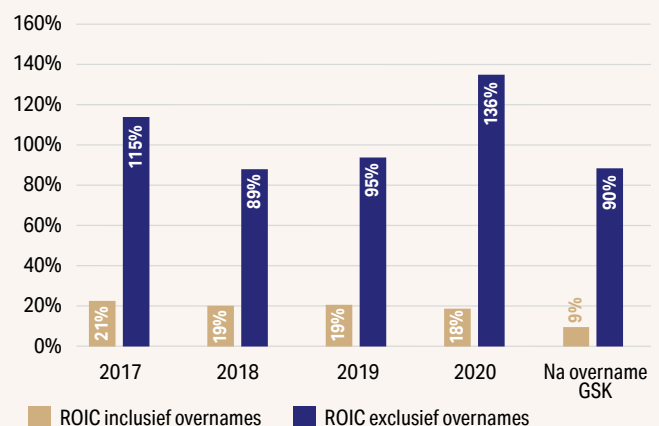
BOEKHOUDING VERRAADT MATIG OVERNAME-TRACKRECORD

Dat de jacht op het GSK-onderdeel slecht viel bij beleggers kan niet los gezien worden van het matige overname-trackrecord van Unilever. In de laatste jaren deed Unilever tientallen kleinere overnames, voornamelijk in de hoek van persoonlijke verzorging. Maar doordat de opgeslokte merken allemaal verdwijnen in een van de drie enorme divisies van Unilever, is het voor beleggers onmogelijk om de (financiële) prestaties te beoordelen.

Toch lijkt lang niet alles een succesnummer, vooral niet als Unilever zich op onbekend overnameterrein begeeft. Denk aan Dollar Shave Club, dat met een abonnementsmodel scheermesjes per post bij abonnees thuisbezorgt, waar Unilever naar verluidd één miljard euro voor neertelde in 2016. ‘Er is sindsdien weinig meer over deze overname gehoord en dat zal niet zijn omdat het belachelijk goed gaat’, zo reflecteerde de grote aandeelhouder Fundsmith recent.

In de jaarrekening is wel iets te zien van het overnameprobleem. De post met goodwill en andere aan overnames gerelateerde zachte activa steeg met 6,5 miljard euro over de periode 2017-2020, terwijl de operationele winst op groepsniveau nauwelijks toenam. De indruk die ontstaat: Unilevers prooien boeken nauwelijks winst, maar doordat betaalde overnamepremie's zwaar wegen op het geïnvesteerde kapitaal staat het rendement onder druk. De return on invested capital (ROIC) daalde van 21,1 procent in 2017 tot 17,7 procent in 2020.

Stel nu dat Unilever toch de consumententak van GSK zou overnemen voor 60 miljard euro. Het geïnvesteerd kapitaal van 40 miljard euro zou hierdoor stijgen tot 100 miljard, terwijl bij de aangepaste winst van circa 7 miljard slechts een paar miljard zou kunnen worden



opgeteld. De ROIC zou dalen van bijna 18 procent tot iets meer dan 9 procent.

De VEB becijferde ook de ROIC waarbij de zachte activa rondom overnames (goodwill, merken en klantenbestanden) buiten beschouwing wordt gelaten – alleen investeringen in fabrieken, productielijnen en voorraden zijn meegenomen. Het percentage van meer dan 130 laat zien dat een investering van een euro in organische groei een jaar later 1,30 euro oplevert. Het is de reden dat beleggers ernaar snakken dat Unilever weer op zelfstandige wijze gaat groeien in plaats van denkt aan peperdure overnames.