

“excessieve kosten en bureaucratie” bij P&G en dwong investeringen af in innovaties die de groei aanjaagden. Het Amerikaanse concern ging verder met alleen de meest veelbelovende 65 merken, waardoor het 15 procent aan omzet en 5 procent van de winst verloor. Maar de uitgangspositie om groei te versnellen werd veel beter. Zo blijkt ook uit het feit dat P&G de laatste jaren tot wel twee keer zo snel groeit als Unilever.

Toegegeven, P&G gedijt met haar productportefeuille veel beter dan Unilever in coronatijden. Maar zonder de ballast van

PELTZ REKENDE AF MET DE ‘EXCESSIEVE KOSTEN EN BUREAUCRATIE’ BIJ P&G

kleine merken en overbodige managementlagen moet P&G in staat zijn om structureel harder te groeien dan Unilever, ook na corona. Dat lijkt ook de inschatting van beleggers die Unilever (13 keer de ebitda) circa een derde lager waarderen dan P&G (18,5 keer).

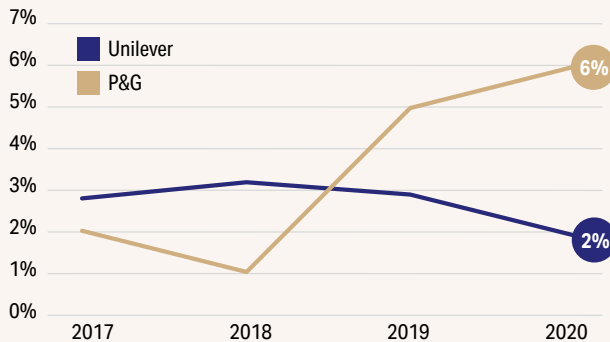
Het P&G van vijf jaar geleden had veel weg van het Unilever anno 2022. Unilever wordt onvoldoende innovatiekracht verweten, en te veel nadruk op marge in plaats van groei. Het management leunt op de portefeuille van ruim 400 oude merken, die inmiddels wat van hun glans hebben verloren.



GROEIVERSCHIL VERKLAART WAARDERINGSKLOOF

1 Versnelling gevonden

Na een week vol teleurstellingen werd Nelson Peltz warm onthaald door beleggers. Beleggers hopen dat hij zijn trucje bij P&G ook toepast op Unilever. Sinds zijn installatie als commissaris bij P&G begin 2018, heeft het bedrijf een hogere versnelling gevonden. Unilever bleef juist achter, vooral vanwege haperende groei bij de voedingstak. In de jaren 2019 en 2020 was de omzetgroei van P&G ongeveer twee keer zo hoog als die van Unilever.

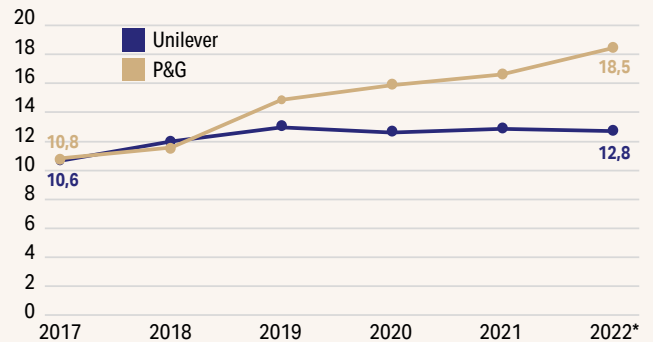


Ontwikkeling organische omzetgroei 2017-2020.

Bronnen: jaarverslagen Unilever en P&G.

2 Minder groei, dus lagere waardering

Het hogere groeipad vertaalt zich in een steeds grotere kloof in waardering tussen de twee rivalen. In 2017 handelden beide aandelen op net geen 11 keer de bedrijfswinst. Sindsdien explodeerde de ratio voor P&G tot 18,5, waar die van Unilever ergens onder de 13 blijft hangen. Zou Unilever eenzelfde waardering als P&G krijgen, dan zou het aandeel op de beurs nu geen 47 euro maar 67 euro kosten.



De ondernemingswaarde/ebitda-ratio vanaf 2017 (ebitda voorgaande vier kwartalen). *= januari. Bron: Bloomberg.

3 Unilever is als een Ferrari op de Nederlandse snelweg

Naast marges – die bij P&G (circa 23 procent) ook hoger liggen dan bij Unilever (circa 19 procent) – is de organische groei bij consumentengoederen allesbepalend voor de waardering.

Doordat rendementen op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) – let wel: als (dure) overnames buiten beschouwing worden gelaten – bij beide bedrijven 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.

Maar 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.

Een groep bedrijven die voornamelijk actief is in voeding krijgt nog altijd het predicaat defensief van veel beleggers. Denk naast Unilever aan Kraft Heinz en Danone. Maar de vraag is of die typing wel juist is. Als de groei structureel terugvalt, zullen beleggers de koersen van dit soort aandelen flink terugzetten.