

moest het bij elkaar 46 miljard euro investeren in fabrieken, voorraden en overnames. De ROIC van 16 procent is de winst gedeeld door de geïnvesteerde middelen.

Met dit rendement laat Unilever veel bedrijven ver achter zich, en het is ruim voldoende om aan de rendementseis van beleggers te voldoen (7,5 procent). Het bedrijf wijst graag op de merkenportefeuille, waaronder veertien *billion dollar brands*, die goed zijn voor meer dan de helft van de totale verkopen van 60 miljard euro in 2022. De aantrekkingskracht van sterke merken in combinatie met schaalvoordelen in inkoop, marketing en distributie zou Unilever blijvende concurrentievoordelen moeten geven, die rendementen hoog houden. Volgens het jaarverslag gebruiken 3,4 miljard mensen in meer dan 190 landen iedere dag een product van Unilever.

Maar de rentabiliteit van Unilever staat onder druk. De ROIC daalde van 18 procent in 2016 tot rond de 16 procent vorig jaar. Deze ontwikkeling doet vermoeden dat vooral de investeringen die Unilever in een ver verleden deed lucratief uitpakten. Voor beleggers is relevanter om te weten welk rendement Unilever realiseerde op investeringen die het recenter deed. Dat kan door te kijken naar de zogeheten RONIC, een acroniem dat staat voor *return on new invested capital*. Uit allerlei onderzoeken blijkt dat dit rendement op nieuw kapitaal nauw gelieerd is aan de prestaties van het aandeel op de beurs. Terwijl de ROIC meer een foto is, is de RONIC vooral bewegend beeld.

Bij de RONIC wordt de winstgroei van een bedrijf over een bepaalde periode afgezet tegen de investeringen die nodig waren (de toename van de post geïnvesteerd kapitaal) om die extra winsten te behalen.

Zo verdiende Unilever op groepsniveau in 2016 6,4 miljard



euro op ongeveer 35 miljard euro aan kapitaal, oftewel: een ROIC van ruwweg 18 procent. In de daaropvolgende zes jaar investeerde het bedrijf ruim 11 miljard euro aan extra kapitaal (het totale kapitaal van Unilever groeide van 35 miljard in 2016 naar 46 miljard euro in 2022).

De toename van het vermogensbeslag is volledig te verklaren door overnames. Dat blijkt uit de toename van goodwill en (overige) immateriële activa die uit de jaarrekeningen van Unilever zijn te halen. Die posten houden volledig verband met gedane overnames.

Met dat extra kapitaal van 11 miljard euro kon Unilever zijn winst met ongeveer 1 miljard euro laten groeien. De groeps-

winst steeg van 6,4 miljard euro in 2016 naar ongeveer 7,4 miljard euro in 2022. Dus in de afgelopen zes jaar heeft Unilever als geheel een mager rendement (RONIC) behaald van iets meer dan 8 procent per jaar (1 miljard euro gedeeld door 11,4 miljard euro).

ONDER DE MOTORKAP

Treffender wordt het als we Unilever wat verder afpellen. In feite is Unilever opgebouwd uit niet één maar drie bedrijven. Het is actief in voeding, schoonmaakmiddelen en persoonlijke verzorging. De laatste activiteit, Beauty & Personal Care (tegenwoordig opgesplitst in de divisies Beauty & Wellbeing en Personal Care), slokte bijna al het extra kapitaal op dat Unilever in de

MET NAME HET RENDEMENT OP NIEUW KAPITAAL BEPAALT DE PRESTATIES VAN EEN AANDEEL OP DE BEURS