

Een goed bedrijf is niet

Het aandeel Unilever heeft de afgelopen vijf jaar beter gepresteerd dan de markt. De in 2009 aangetreden charismatische CEO Paul Polman heeft samen met de vorig jaar afgetreden CFO Jean Marc Huët een aantal 'kaarten' goed weten uit te spelen onder het bedrijfsmotto 'Making Sustainable Living Commonplace'.

De beurswaarde van Unilever is bij de huidige koers van 40 euro ruim 110 miljard.

De omzet over 2015 kwam uit op 53,3 miljard euro waarvan meer dan de helft (58 procent) afkomstig was van opkomende markten.

'Personal Care' is de grootste divisie waar 'Foods' dat tien jaar geleden nog was. Sinds 2012 heeft Unilever het bedrijfsresultaat vooral weten te verhogen binnen de divisies 'Persoonlijke Verzorging' en 'Voedingsmiddelen', terwijl per saldo meer bedrijfsactiviteiten zijn verkocht dan zijn aangekocht.

De focus van Polman op duurzaamheid, gerichte merkinvesteringen, innovatie en kostenbeheersing heeft geleid tot hogere bedrijfsresultaten, deels dankzij goedkopere grondstoffen. Zo werd in 2012 een geschoonde ('core') operationele marge van 13,7 procent behaald, terwijl voor 2016 een marge van 15,1 procent wordt verwacht. Tegelijkertijd is de 'milieuvoetafdruk' onder Polman verkleind. Het dividend is verhoogd, terwijl de balans sterk is gebleven mede door goed cashflow-management. Indrukwekkend is de verlaging van het netto werkkapitaal van +0,3 procent van de omzet in 2009 naar minus 5 procent in 2014.

Voeg hier aan toe de honger van beleggers naar defensieve aandelen met een aantrekkelijk divi-



OVER DE AUTEUR

Hans van de Weg is zelfstandig vermogensbeheerder. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring met het beheer van aandelenportefeuilles voor onder andere Aegon Asset Management en ING Investment Management. Hij behoorde over die 20-jarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit geen aandelen Unilever.

dendrendement door de almaar dalende rente, en de opmars van het aandeel is goed te verklaren. Daarbij heeft het aandeel, hoewel deels cosmetisch en niet kwantificeerbaar, baat gehad bij de herclassificatie van Unilever door benchmarksamenstellers van de subsector 'Food Products' naar de subsector 'Personal Products', waar de waarderingsmaatstaven hoger liggen.

Incidentele waren er geruchten over een mogelijke overname door grote private-equityspelers met diepe zakken die nu goedkoop bij kunnen lenen voor een dergelijke grote prooi. Dat de markt graag wil betalen voor schaarse 'assets' in deze bedrijfstak blijkt uit de overname door Coty van de cosmetica-divisie van Procter & Gamble tegen 2,1 keer de omzet, waarbij meerdere partijen interesse zouden hebben getoond.

WAARDERING

Rond 40 euro is het aandeel relatief duur. Die beurskoers is ruim 20 keer de verwachte winst voor 2016. Daarnaast handelt Unilever op 7 maal de boekwaarde van het eigen vermogen. Het dividendrendement is een redelijke 3 procent. Het aandeel kent slechts enkele 'verkoop'-adviezen; wel zijn er relatief veel 'houden'-aanbevelingen.

Een *discounted cash flow* analyse waarin toekomstige vrije kasstromen worden vertaald naar een huidige bedrijfswaarde, geeft

Refreshment

voornamelijk thee en ijs waaronder Lipton, Magnum, Wall's, Ben & Jerry's

18,9 %

9,4 %



LEGENDA

18,9 % Aandeel in de omzet

9,4 % Operationele marge

een geschatte intrinsieke waarde van ongeveer 40 euro. Hierbij is uitgegaan van een omzetgroei tot 2020 van 3,5 procent, een operationele marge van 15,1 procent tot in 2020 en een vermogenskostenvoet van 5,5 procent. Dit is een stabiel basisscenario waarbij geen rekening is gehouden met onvoorziene tegenvallers.

MOGELIJKE KATALYSATOREN VOOR MINDER GUNSTIGE KOERSONTWIKKELING

Het meest in het oog springende risico voor Unilever is een verdere