

Analyse, 31 maart 2021

Unilever

Bedrijfsactiviteiten

Unilever is in 1929 voortgekomen uit een fusie tussen de Nederlandse Margarine Unie en de Britse Zeepproducent Lever Brothers. Het is één van de grootste producenten ter wereld van producten voor persoonlijke verzorging (Axe, Dove, Rexona, Zwitsal, Andrélon), voedingsmiddelen (Conimex, Knorr, Ola, Ben & Jerry's) en schoonmaakmiddelen (Lux, Omo, Cif, Persil).

Door de Brits-Nederlandse oorsprong heeft Unilever lange tijd zowel een hoofdkantoor in Londen als in Rotterdam gehad. Eind 2020 is de structuur van de onderneming vereenvoudigd, waarbij is besloten om voortaan vanuit één hoofdkantoor te opereren. Dit hoofdkantoor is gevestigd in Londen.

Overzicht van de scores op de selectiecriteria

In onderstaande tabel staan de scores van Unilever op de criteria die het Major Oak Fund hanteert bij de selectie van aandelen.

Selectiecriteria	Score	Korte toelichting
1. Redelijk geprijsd	✓	Koers-winstverhouding van circa 22.
2. Sterke concurrentiepositie	✓	Sterke merken.
3. Veel groei-potentie	✓	Meer dan de helft van de omzet wordt gerealiseerd in opkomende markten.
4. Weinig schulden	✓	De schuld is van een acceptabel niveau.
5. Goede investeringsbeslissingen	✓	Management dat focust op de meest winstgevende segmenten en markten.

1. Redelijk geprijsd ✓

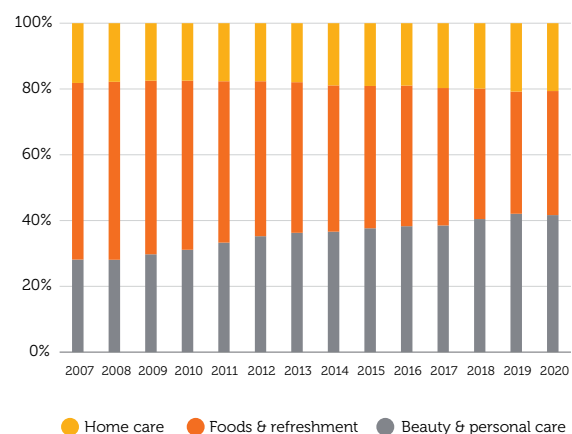
De koers-winstverhouding van Unilever is circa 22. In vergelijking met de historie en sectorgenoten is dit een vrij lage waardering.

2. Sterke concurrentiepositie ✓

Unilever is actief in een stabiele sector, namelijk die van de defensieve consumentengoederen. Economische tegenspoed of niet, boodschappen zullen we altijd blijven doen. Toch zijn er onderliggend belangrijke ontwikkelingen in deze sector gaande. In de eerste plaats worden supermarkketens steeds groter (bijvoorbeeld Jumbo en Albert Heijn in Nederland). Dit maakt de onderhandelingspositie van Unilever minder sterk, vooral ten aanzien van voedingsmiddelen. Supermarkten promoten liever hun 'huismerk', bijvoorbeeld AH Basic. Met het huismerk kunnen zij zich namelijk onderscheiden van andere ketens. Dit gaat ten koste van de schapruimte, die wordt toebedeeld aan de producten van Unilever. In de tweede plaats besteden consumenten steeds meer aandacht aan gezonde voeding. Omdat Unilever vooral voorverpakte voedingsmiddelen produceert, is het niet altijd goed mogelijk om van deze trend te profiteren. Het stelt kleine concurrenten in staat een gezond alternatief tegenover de producten van Unilever te zetten.

Het management van Unilever heeft voornoemde bedreigingen tijdig herkend en daarom de afgelopen jaren belangrijke koerswijzigingen doorgevoerd. Ten eerste is het accent verlegd van voedingsmiddelen naar persoonlijke verzorging. Dit is goed zichtbaar in onderstaande grafiek. Het aandeel van beauty & personal care in de omzet is gestegen van 28% in 2007 naar 42% in 2020.

Omzetverdeling over de segmenten

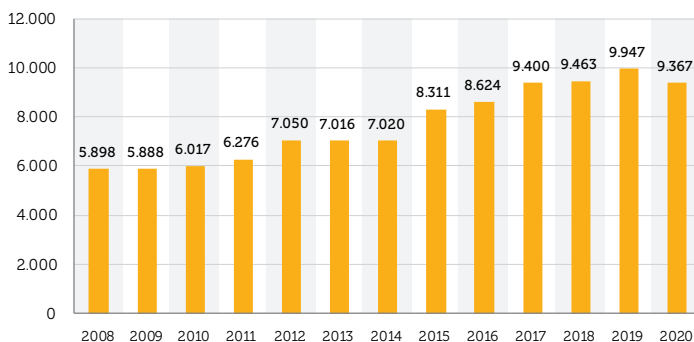


Ten tweede is binnen foods & refresment de focus gelegd op premium merken. Voorbeelden zijn Magnum en Ben & Jerry's (ijs). Producten die meer het karakter van een 'commodity' hebben, zijn afgestoten. Zo heeft Unilever in 2017 de margarinetak verkocht. Deze strategie heeft geresulteerd in een portefeuille met sterke merken, die de goede concurrentiepositie van Unilever beschermen.

3. Veel groeipotentie ✓

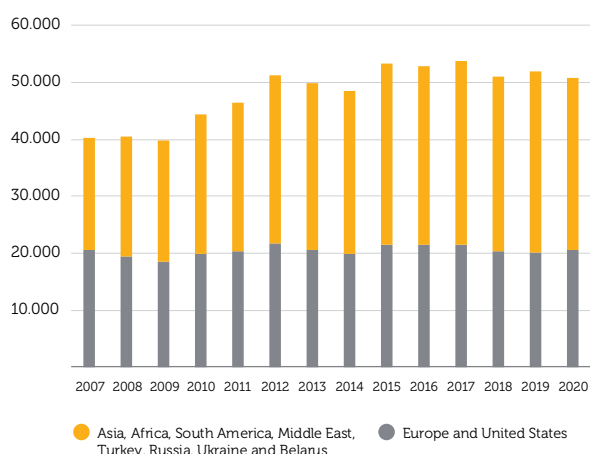
In onderstaande grafiek is de winstgroei weergegeven, die Unilever in de afgelopen jaren heeft gerealiseerd.

Operationele winst (EUR miljoen)



Unilever heeft meer groei weten te realiseren dan veel sectorgenoten. Dit komt doordat de onderneming van oorsprong een sterke positie in opkomende markten heeft. In deze markten groeit de bevolking en stijgt het besteedbaar inkomen. Daarbij is er steeds meer vraag naar premium merken. Van deze trends kan Unilever ook in de komende jaren profiteren. Inmiddels zijn de opkomende markten goed voor 60% van de omzet van Unilever (zie ook onderstaande grafiek).

Omzet naar regio (EUR miljoen)



In Europa en Amerika wordt circa 40% van de omzet gerealiseerd. De groei in deze markten is geringer.

4. Weinig schulden ✓

De schulden van Unilever staan in een redelijke verhouding tot de omvang en stabiliteit van de operationele winst.

5. Goede investeringsbeslissingen ✓

Unilever keert een groot deel van de winst uit als dividend. Bij de huidige aandelenkoers komt het dividendrendement uit op circa 3,5%. Verder wordt de winst gebruikt ter financiering van overnames. Vaak gaat het om relatief kleine overnames in het segment beauty & personal care. Dit is het best renderende segment van Unilever, met goede groeivoorzichten. Zolang een redelijke overnameprijs wordt betaald, wordt op deze manier waarde voor de aandeelhouders gecreëerd. Tot slot deinst het management er niet voor terug om merken van de hand te doen. Meestal gaat het om voedingsmiddelen, die minder goed binnen de huidige strategie passen. Doorgaans sluit het management hierbij prima verkoopdeals.

Belangrijkste risico's

Unilever scoort goed op de selectiecriteria, maar elke onderneming heeft te maken met risico's. Hoewel de onderneming een goed track record heeft, bestaat het risico dat het management een te hoge overnamesom betaalt bij een grote overname. Bijvoorbeeld voor een premium merk in het segment beauty & personal care. Verder kan een stijging van de grondstofprijzen de marge van Unilever tijdelijk onder druk zetten. Om de mogelijke impact van dergelijke risico's op het fondsrendement te beperken, past het Major Oak Fund een goede spreiding van de beleggingen toe. Op 31 maart 2021 was de weging van Unilever in de totale portefeuille 3,9%.

Jan-Gerben Postma

Beheerder Major Oak Fund

+31 (0)6 45 77 95 95
info@majoroak.nl
www.majoroak.nl