

Schoon, gezond en blinkend: wat is echt aantrekkelijk?



Danny Van Quaethem
Head of Equity Solutions
Société Générale Private Banking

Sterke merken voor uw portefeuille

Wie met aandelen een goed gemiddeld rendement op lange termijn nastreeft, doet er goed aan om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen van consumentenbedrijven met sterke merken. In de loop der jaren kan men makkelijk een twintigtal namen bijeenprokkelen. De mogelijkheden zijn zeer uiteenlopend.

Dicht bij huis hebben we Lotus Bakeries, dat een subliem track record heeft maar daar nu ook naar gewaardeerd wordt. Er was Duvel, dat nu vooral dorstige beleggers zal laven en het rendement privé gaat houden. De Belgische beurs is echter te beperkt. Men moet op wereldschaal een 'globale' portefeuille uitbouwen. Keuze te over. Met Unilever verwerft men bijvoorbeeld in één klap een hele merkenportefeuille (Axe, Dove, Knorr, Magnum en veel meer). Onder het nieuwe management is Unilever een afgetrainde vechtmachine geworden. Reeds 54 % van de omzet komt uit groeiemarkten. Maar ook in de mature markten presteert Unilever erg knap. Het is dit soort bedrijven dat op termijn voor een behoorlijk beursrendement zorgt.

Het interessante is dat elke belegger die ondernemingen mits enige inspanning kan doorgronden. Dat is niet het geval bij technologiebedrijven. Een belegger hoeft zich evenmin al te zeer zorgen te maken over de economie, want sterke merken boeren altijd goed. Uiteraard is geen enkel bedrijf immuun voor een recessie. Het komt er op aan die zonder kleerscheuren te overleven en nadien nog sterker uit de hoek te komen.

Consumentenbedrijven hebben daarbij één uitzonderlijke troef. De wereldbevolking zal fors groeien, bijna uitsluitend in de groeielanden. Daar zal ook de koopkracht toenemen. In Azië zal de middenklasse, nu al dik 700 miljoen koppen, verdrievoudigen in de komende tien jaar. Men moet dus wereldspelers kopen met een sleutelpositie op die markten. Occasioneel zal er wel eens een bedrijf onderdoor gaan, maar daarom heeft men ook een gediversifieerde portefeuille. In die context houden we een pleidooi voor 'beredeneerd passief' beleggen.

Hoewel het aankoopmoment minder belangrijk is wanneer men voor de lange termijn belegt, kan men het rendement aanzienlijk opdrijven door een selectieve aankoop-

politiek. Vanzelfsprekend koopt men in de eerste plaats 'kwaliteit': wereldspelers met een sterke balans en een duidelijke strategie. Maar de waardering zou eigenlijk het richtsnoer moeten zijn bij elke aankoop. Het is inmiddels geruime tijd geleden, maar in het derde kwartaal van 2004 stonden de koersen van diverse consumentenbedrijven ferm onder druk. Men kon toen een aandeel Nestlé, het meest veilige bedrijf ter wereld, op de kop tikken voor minder dan 30 Zwitserse frank (aangepast voor split).

We hebben in die periode vergeefse pogingen ondernomen om beleggers warm te maken voor Nestlé. De vis beet echter niet, het aandeel werd nauwelijks gekocht. Waarom? Nestlé had net twee teleurstellende kwartalen achter de rug. Bovendien was het bedrijf zo saai. Er werd maar een middelmatig rendement verwacht. Geen sexy stuff dus, ondanks ons enthousiasme.

Inmiddels doorstond Nestlé probleemloos de crisis van 2007/9 en is de koers van het aandeel verdubbeld. Geen extreem hoog rendement, maar qua risico/return een meer dan behoorlijke prestatie. Het is dus niet alleen een kwestie van de goede bedrijven te selecteren, maar vooral ook van niet te veel te betalen. De psychologie speelt beleggers echter parten. Want net in die periodes waarin de geviseerde aandelen financieel interessant zijn, botst een aankoop op psychologische weerstanden. Het bedrijf gaat bijvoorbeeld door een moeilijke periode, of het lijkt alsof er geen groeipotentieel meer is. Uiteraard zal niet elke aankoop tot succes leiden, maar opnieuw verwijzen we naar diversificatie om tegenslagen op te vangen. Het gaat om de systematische aanpak.

Het overkomt ons wel vaker dat beleggers niet toehappen als we menen een interessant dossier te kunnen voorleggen. Meestal zitten er enkele schoonheidsfoutjes aan zo'n dossier, zoniet betaalt men de volle pot. Toen we in het voorjaar Lafarge voorstelden, wekte dit nauwelijks enige interesse. Toch steeg het aandeel de voorbije zes maanden met zowat 38 % en sinds begin dit jaar zelfs met 68 %. Het was geen blinde gok, want diverse analisten hadden hun winstverwachtingen fors opgetrokken nadat het bedrijf in het 4e kwartaal van 2011 positief verrast had. Veel beleggers hadden zich echter vroeger verbrand aan Lafarge of in andere gevallen kon men zich niet voorstellen dat

een cyclisch cementbedrijf in deze penibele macro-omstandigheden goed zou presteren. Toch wel, dus. De beurs ontwikkelt zich wel vaak tegenintuïtief. Dat brengt ons terug bij de consumentengoederen.

Is L'Oréal het waard? VFB doet er goed aan om L'Oréal regelmatig uit te nodigen voor een presentatie. Het is een fantasistisch bedrijf. L'Oréal is het enige bedrijf dat

de groep. In 2008 botste L'Oréal plots op een muur. Kwartaal na kwartaal daalde de omzetgroei om uiteindelijk twee kwartalen in het rood te duiken. In 2009 daalde de winst lichtjes, ongezien voor een groeiaandeel. Gedurende een periode van ruim een jaar konden men het aandeel oppikken onder 70 euro. De waardering was in geen twintig jaar zo laag. Toch waren koopadviezen eerder uitzondering dan de regel. Nochtans heeft het

2014 zou een sleutelmoment kunnen worden. In april 2014 vervalt immers het aandeelhouderspact tussen Nestlé en de familie Bettancourt. Nestlé laat niet in zijn kaarten kijken. Weinigen denken dat Nestlé een volledig overnamebod zal lanceren omdat de activiteiten niet echt compatibel zijn. Een scenario dat wel regelmatig opduikt, is dat L'Oréal de participatie van Nestlé uitkoopt. Dit zou de winst per aandeel gevoelig kun-

L'Oréal	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
WPA	1,82	2,15	2,45	2,29	2,60	2,98	3,36	3,49	3,42	4,01	4,32	4,81	5,13	5,50
		18,4 %	13,5 %	-6,5 %	13,5 %	14,7 %	13,0 %	3,8 %	-2,1 %	17,2 %	7,8 %	11,2 %	6,8 %	7,3 %
											koers	98,99		
											K/W	20,6	19,3	18,0

Reckitt	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
WPA	50,80	55,70	67,96	77,77	90,00	91,80	127,36	154,72	194,73	213,83	237,14	227,00	245,00	248,00
		9,6 %	22,0 %	14,4 %	15,7 %	2,0 %	39,3 %	21,0 %	25,9 %	9,8 %	10,9 %	-4,3 %	7,9 %	1,2 %
											koers	3749		
											K/W	16,5	15,3	15,1

zich volledig toelegt op alle aspecten van uitwendige schoonheid: haarverzorging, parfums, make-up, huidverzorging en dermatologische producten. Bovendien is de groep in alle distributiesegmenten aanwezig (kapperszaken, grootdistributie, apotheken, travel retail etc.) en dit overal ter wereld. Zo kondigde men onlangs de opening aan van een vestiging in Saoedi-Arabië. Dit jaar werden bruggenhoofden geopend in tal van nieuwe markten.

Hoewel de producten niet levensnoodzakelijk zijn, zal er altijd een grote vraag naar bestaan. De kunst is ze aan de man/vrouw te brengen. L'Oréal is een goed geoliede marketingmachine, die ongeveer 31 % van de omzet aan marketing spendeert. Door de schaalgrootte kan het zich peperdure campagnes permitteren, wat kleinere concurrenten op afstand houdt. Als kleinere bedrijven een niche ontdekken, koopt L'Oréal ze desgevallend gewoon op. Kortom, er bestaat geen twijfel over de topkwaliteit van L'Oréal. Het bedrijf is ideaal gepositioneerd voor de volgende twintig jaar. L'Oréal genereert bergen cash die het kan gebruiken om zijn aandeelhouders te verwennen en zijn marktposities te versterken met gerichte overnames.

En toch. Enkele jaren geleden waren er sterke twijfels over het groeipotentieel van

management reeds in 2009 een strategische bocht genomen. Meer prijzendifferentie, meer productinnovatie en een doorbraak in de groeiemarkten moesten de groep terug op het groeispoor zetten.

Het heeft bijna tot 2012 geduurd voor de meerderheid van de analisten een positieve opinie aannam. En daar ligt precies het probleem. De hele HPC-sector (home & personal care) is de voorbije twee jaar een beurslieveling geworden en noteert hierdoor tegen hoge multiples. L'Oréal heeft goede groeiperspectieven, maar het lijkt weinig waarschijnlijk dat we de duurzame dubbelcijferige winstgroei uit de jaren 90 terugzien. De omvang van het bedrijf is immers fors toegenomen. Bovendien zijn de macro-omstandigheden moeilijk en neemt de concurrentie voortdurend toe. Zo won L'Oréal het afgelopen jaar duidelijk marktaandeel in Noord-Amerika. Procter & Gamble, de belangrijkste concurrent, heeft echter een tegenoffensief gelanceerd. Een ander teer punt is de divisie professionele producten (voor kapperszaken). Deze heeft zich nooit hersteld van de klap in 2009 en trappelde in het derde kwartaal van dit jaar ter plaatse (+2,9% in het eerste semester). De uitbouw in de groeiemarkten zal ook extra investeringen vergen.

nen opkrikken. Maar zover zijn we nog niet. We vinden de waardering ten opzichte van de verwachte winstgroei momenteel iets te hoog en zouden dus afwachten om het aandeel te kopen.

Reckitt Benckiser: buitenbeentje Uiteraard gaat onze analyse verder dan enkel de evolutie van de winst per aandeel. Toch blijft dit één van de meest cruciale factoren die de langetermijnevolutie van een



Jean Régis,
directeur Individual
Shareholder Relations
L'Oréal

aandeel verklaren. De impact bestaat uit twee componenten: de winstgroei (in percent) en de waardering (de multiple, K/W). De combinatie ervan zorgt voor zeer sterke hausses en baisses van aandelen. Reckitt vormt hiervan een goede illustratie. In jaren 2000 verviervoudigde de beurskoers omdat de winst jaarlijks gemiddeld met 15 à 20 % steeg. Vanaf 2010 viel het aandeel echter stil. Niet zo verwonderlijk, want ook de winstmotor sputterde. In 2012 rekent de markt zelfs op een lichte inzinking en voor 2013/14 voorziet men een surplus. Zelfs na de koersopstoot als gevolg van het beter dan verwachte derde kwartaal is het aandeel nog relatief goedkoop. De moeite dus om het bedrijf even wat nader te bekijken.

Reckitt Benckiser ontstond in 1999 door de samenvoeging van Reckitt & Colman met Benckiser. De groep versterkte zich via drie belangrijke overnames: Boots (2005), Adams (2008) en SSL (2010). RB heeft 19 'powerbrands' of sterke merken verdeeld over 5 categorieën: Huishoudelijke & Persoonlijke Verzorging (Dettol, Strepsils, Durax, Mucinex, Clearasil, Gaviscon, Scholl voetverzorging), Weefsels (Vanish, Woolite, Calgon), Oppervlaktebehandeling (Cillit Bang, Lysol, Harpic), Thuiszorg (Air Wick) en Vaatwas (Finish). RB Pharma (RBP) biedt een behandeling aan voor opiaatverslaving (Suboxone). In 2012 hergroepeerde men de activiteiten in drie divisies: Health (21 % van de omzet de eerste helft van 2012), Hygiene (44 %), Home (22 %) en een resterende Portfolio (9 %, lokale merken, o.a. voedingsproducten). Om beter in te spelen op de nieuwe trends veranderde de groep ook haar regionale structuur. Geografisch is de omzet gespreid over ENA (52,7 %: Europa + Noord-Amerika), LAPAC (26,9 %: Latijns-Amerika, Azië inclusief Australië) en RUMEA (16,8 %: Rusland en GOS, het Midden-Oosten, Turkije, Afrika).

Hoewel het aandeel dit jaar met 18 % steeg, is dit beduidend minder dan de stijging van sectorgenoten zoals Henkel (36 %) of Beiersdorf (34 %). Anderzijds is het een pak beter dan het sukkelende P&G, dat 1 % prijs gaf. Geen toeval, want deze beursprestaties liggen in lijn met de winstevolutie bij deze bedrijven. Zowel Unilever, Henkel als Beiersdorf pasten hun bedrijfsmo-

del succesvol aan. Dat is nog niet gelukt bij Procter&Gamble, dat daarom een ingrijpend besparingsprogramma opstartte. Reckitt zit in een overgangsfase, maar het derde kwartaal toonde dat men op goede weg is. Reckitt Benckiser kon zijn winst tien jaar lang jaarlijks met twee cijfers doen toenemen. Dit jaar viel de motor echter stil. Volgens de consensus zou de winst per aandeel gedurende liefst drie jaar stagneren rond 247 pence. Het hoeft dan ook niet te verwonderen dat de meningen over het aandeel sterk uiteenlopen. Het consensuskoersdoel van 3,570 pence is een weinigzeggend gemiddelde waarbij de optimisten mikken op een koersdoel van 4,100 pence of meer, terwijl pessimisten het aandeel zien afglijden naar 3,100 pence. De markt gaf onlangs echter een krachtig signaal. De koers noteert immers op de hoogste koers aller tijden. Zo'n uitbraak is vaak de voorbode van goede beursprestaties, zeker als de waardering redelijk is.

Reckitt is zowel geografisch als qua activiteiten een ruim gediversifieerde groep. Hoewel de groei landen ondervertegenwoordigd zijn in de omzet, ligt hier een enorm potentieel. Veel producten van Reckitt worden pas gekocht als men een bepaald welvaartsniveau overschrijdt, denk aan producten voor de vaatwas of hygiëne. Anderzijds heeft Reckitt nog een mooie inhaalbeweging tegoed, wat de winst in de komende tien jaar positief zal beïnvloeden.

Suboxone De hoofdreden voor de controverse rond Reckitt is evenwel de onzekerheid rond de farmadivisie, in 2011 goed voor 8 % van de omzet en liefst 21 % van de groeps-winst. Deze divisie verkoopt Suboxone, een geneesmiddel voor patiënten die verslaafd zijn aan opiaten (opium bevattende pijnstillers, maar evengoed verdovende middelen zoals heroïne). De behandeling wordt voorgeschreven en opgevolgd door artsen die gespecialiseerd zijn in de behandeling van drugsverslaving. In de VS zijn er meer dan 2 miljoen patiënten. Slechts 30 à 40 % worden behandeld, waarvan 50 à 60 % met Suboxone.

In de VS is het patent op Suboxonetabletten al meer dan 2 jaar vervallen zonder dat er een generisch middel op de markt kwam. Drie kandidaten wachten nu op een marktintrodactie, waarvoor de goedkeuring door de

FDA op elk moment kan afgeleverd worden. Inmiddels kon RB zowat 60 % van de patiënten laten overschakelen naar een nieuwe formulering van het middel (film). Op 25 september kondigde Reckitt aan dat men de oude formule in de vorm van tabletten niet langer zal leveren. Als argument werd verwezen naar het risico dat het middel in handen van kinderen kon komen. Dat risico is minder groot bij de filmversie. Mooi meegenomen voor Reckitt, dat voor de filmversie nog een patentbescherming geniet tot 2023.

En zo begint een rekeningoefening voor de analisten: welk winstpotentieel blijft over voor deze divisie? Rekening houdend met de intrede van generieken in 2013 zou de winst tijdelijk een knik van 8 % kunnen vertonen. Nadien kan Reckitt terug aanpakken bij een duurzame hoge winstgroei. Volgens ons is het 'farma-risico' in de koers verrekend.

Een andere reden tot onrust was het aangekondigde vertrek van financieel directrice Liz Doherty, amper anderhalf jaar na haar aantreden. De nieuwe CFO was voorheen CFO bij Smith&Nephew en heeft een jarenlange ervaring in de gezondheidszorg, een divisie die RB sterk wil uitbouwen.

Reckitt overtrof tijdens het derde kwartaal de verwachtingen. We delen de visie van het management dat de groep over een groot groeipotentieel beschikt. Ook de groei van de farmadivisie zou wel eens duurzamer kunnen zijn dan gedacht. Gezien de merkenportefeuille, de productinnovatie, de krachtige marketing, het toenemend belang van de groei landen en de gezondheidszorg zien we de winstgroei vanaf 2014 opnieuw versnellen. Tegen ongeveer 16 keer de winst en met een dividendrendement van 3,5 % is het aandeel aantrekkelijk geprijsd.



REDACTIE 15 NOVEMBER 2012
KOERS L'ORÉAL 98,97 EURO
KOERS RECKITT 3751 PENCE