

DRIE SOORTEN BANDEN, DRIE SOORTEN RENDEMENTEN

- De ene band is de andere niet. Een analyse van de rendementen en groei van Michelins drie verschillende segmenten laat zien dat de jaarlijkse verdeling van de investeringsbudgetten geen feestje zal zijn.
- Hiervoor is het verschil in prestaties van de drie divisies te groot, zoals ook is af te lezen in onderstaande grafiek.
- Op de x-as staat de groei en op de y-as het rendement op geïnvesteerd kapitaal (beide het gemiddelde over de laatste vijf jaar). De omvang van de cirkel is een reflectie van het geïnvesteerde kapitaal in de divisie.
- De speciale bandentak (rechtsboven in de grafiek) creëert de meeste waarde. Hier wordt hoge groei gecombineerd met een hoge ROIC. Het gemiddelde rendement over de laatste vijf jaar van meer dan 20 procent – ruim twee keer de WACC – laat duidelijk zien dat het onderdeel beschikt over concurrentievoordelen. Ondanks zuinigjes te willen zijn met investeringen op groepsniveau, wil het management de groei hier aanjagen, wat te begrijpen is.
- Michelins zorgenkindje is het onderdeel vrachtwagenbanden. Die tak kromp gemiddeld 2 procent per jaar en boekte een rendement dat structureel onder de kostenvoet van kapitaal lag. Het bandenconcern zal hier eerst het rendement moeten opkrikken voordat groei waarde creëert. CEO Menegaux geeft dan ook duidelijk te kennen dat er hier geen euro meer wordt geïnvesteerd in de bestaande productiecapaciteit.
- Michelins grootste tak – banden voor normale auto's – zit tussen de andere twee activiteiten in. Het onderdeel boekt gezonde rendementen, en Michelin heeft als doel met de markt mee te willen groeien. Ondertussen moeten efficiëncyslagen, lagere investeringen en een efficiënter werkkapitaal de ROIC verder verbeteren.
- Goed management zou alle activiteiten regelmatig tegen het licht moeten houden. Het is hierbij cruciaal dat geïnvesteerd wordt in onderdelen die waarde creëren én groeiperspectief hebben – dus niet de vrachtwagenbanden maar de speciale banden voor Michelin. Uiteindelijk zou dit moeten leiden tot een betere samenstelling van het bedrijf, een hogere groei en dito rendement.

Voor vrachtwagenbanden geldt dat Michelin ook in de vervangingsmarkt zaken blijft doen met (grote) transportbedrijven. Aangezien wegtransporteurs iedere euro moeten omdraaien, zal prijs de bepalende factor zijn bij de inkoop van banden, zeker nu de Chinezen zich ook op vrachtwagenbanden hebben gestort. Aangezien de knowhow voor de productie hier veel lager ligt dan bij speciale banden zijn toetredingsdrempels relatief laag.

Daarnaast vindt het grootste deel van de productie nog steeds plaats in landen als Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk waar de kosten (te) hoog zijn.

De vrachtwagentak is Michelins zorgenkindje, met een rendement op geïnvesteerd kapitaal dat al jarenlang ver onder de kostenvoet van kapitaal van 10 procent ligt.

PIÈCE DE RÉSISTANCE

Michelins pièce de résistance zijn de 'speciaalbanden', een markt die zich volledig lijkt te onttrekken aan alle wetmatigheden die de bandensector onaantrekkelijk maken.

De divisie houdt zich bezig met productie van banden voor speciale transportmiddelen – van vliegtuigen tot voertuigen voor de mijnbouw en tractoren – en beslaat 23 procent van de omzet.

De klanten van deze divisie – mijnbouw, defensie en vliegtuigmaatschappijen – opereren veelal onder tijdsdruk in uitdagende en onvoorspelbare omstandigheden. Het maakt kwaliteit en niet de prijs de doorslaggevende factor bij inkopers. Dit is vooral het geval bij de twee meest rendabele activiteiten binnen deze tak: vliegtuigbanden en banden voor mijnbouwvoertuigen.

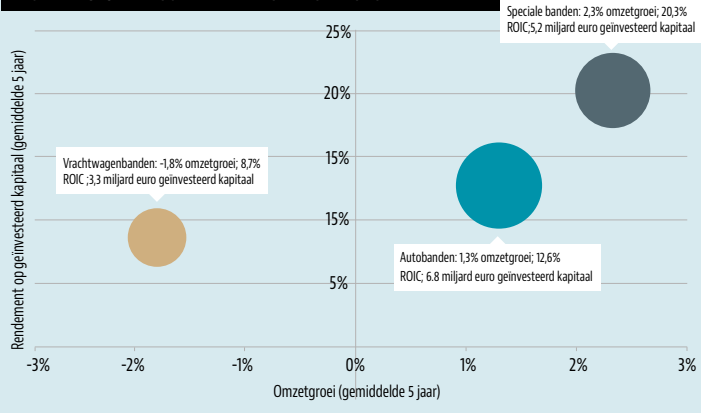
Voor vliegtuigbanden zijn de toetredingsdrempels enorm omdat de banden relatief hoogwaardig zijn – licht om brandstof te besparen, en toch sterk om de klappen van een landing op te vangen – en de veiligheidsnormen hoog. Het vergt behoorlijk wat R&D en jaren geduld voordat



Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC, na belastingen) van Michelin lag vorig jaar met 10,3 procent fractioneel hoger dan de kostenvoet van kapitaal van rond de 10 procent. Dit rendement daalde flink vanwege drie grote overnames in 2018 (gemiddelde laatste 10 jaar: circa 12 procent).

Gezien de lage toetredingsdrempels in de bandenindustrie is het noemenswaardig dat het bedrijf sinds 2010 elk jaar waarde creëert.

MICHELIN: GROTE VERSCHILLEN IN PRESTATIES DIVISIES



De omzet van Michelin steeg in het laatste halve decennium met 0,8 procent per jaar (organische groei). Het omzetverloop is volatiel, omdat een flink deel van de verkopen samenhangt met nieuwe autoverkoop. Aangezien tweederde van de verkopen nog altijd plaatsvindt in volwassen economieën, lijkt het groeipotentieel beperkt. Analisten houden rekening met een omzetgroei van 2 tot 3 procent per jaar.