

KAO VERSUS PROCTER & GAMBLE: DE LAGE ROE ONTLEED

Een vergelijking tussen bedrijven uit dezelfde sector geeft inzicht in de verschillen tussen Japanse en westerse aandelen.

Neem Kao (beurswaarde: 16 miljard euro), dat actief is in luiers, crèmes en wasmiddelen. Het is min of meer een kleinere versie van Procter & Gamble (beurswaarde: 350 miljard euro). Wel is Kao mede actief in (speciaal-) chemie, waar de winstmarges wat lager liggen (circa een kwart van de omzet).

De koers-boekwaardeverhouding van Kao (2,7) ligt ver onder die van P&G (7,8). En dat waarde-ringsverschil is moeilijk los te zien van de veel lagere ROE.

Wat moet Kao doen om in de buurt te komen bij de rentabiliteit van P&G? Die vraag kunnen we beantwoorden door de ROE op te knippen in drie financiële maatstaven.

De eerste maatstaf: **kapitaal-efficiëntie**. Dit geeft aan hoe efficiënt het bedrijf omgaat met de geïnvesteerde middelen. Hoe hoger de verkopen ten opzichte van het balanstotaal, hoe beter.

Het **niveau van de winst-marge**, de tweede maatstaf, zegt iets over de kracht van een bedrijf – ook hier geldt: hoe hoger, hoe beter. Het product van de twee geeft het rendement op het balanstotaal (ROA).

Om tot de ROE te komen, de laatste stap, moet de ROA vermenigvuldigd worden met maatstaf 3: de **schuldhefboom** (balanstotaal/eigen vermogen). Wie een groter deel van de activa

DE ROE IS HET PRODUCT VAN 3 MAATSTAVEN

#	maatstaf	formule	inzicht
1	kapitaalefficiëntie	omzet/balanstotaal	Hoeveel kapitaal is nodig om een euro omzet te realiseren?
2	winstmarge	winst/omzet	Hoeveel winst levert een euro omzet op?
3	schuldhefboom	balanstotaal/eigen vermogen	Welk deel van de activa is gefinancierd met schulden?

met schulden financiert – lees: lager eigen vermogen – duwt het rendement op het door aandeelhouders ingebrachte kapitaal omhoog. De stootkussens van aandeelhouders teren dan wel in. Het risico neemt dus ook toe.

DRIE DELEN

Terug naar de praktijk in Japan. We hebben de ROE van Kao (circa 10 procent) en P&G (33 procent) opgeknipt:

1 Een Japans rendementsprobleem heeft niets met de omloopsnelheid van het kapitaal te maken. Sterker, er stroomt bij Kao meer omzet over alle activa heen (93 procent) dan bij de veel grotere Amerikaanse sectorgenoet (70 procent).

2 De pijn zit in het feit dat al die verkopen onderaan de streep weinig opleveren; Kao's (netto) winstmarge van 6,5 procent ligt ver onder die van P&G (18,6 procent). Het is de fors lagere winstmarge die ervoor zorgt dat het rendement dat Kao op zijn activa maakt met circa 6 procent (6,5 procent winstmarge x 93 procent kapitaalefficiëntie) veel lager uitvalt dan bij P&G (18,6 procent x 70 procent = 13 procent).

3 Door flink wat vreemd vermogen te gebruiken, geven

de Amerikanen het rendement een impuls. De schuldhefboom van P&G bedraagt 251 procent, waardoor een ROA van 13 procent zich vertaalt in een ROE van 33 procent. In Japan is de schuldhefboom van 174 procent minder hoog, waardoor de ROA van 6 procent zich vertaalt in een ROE van circa 10 procent.

LAGE ROE

De reden dat Kao achterblijft bij P&G is exemplarisch voor Japan. Een analyse van alle Japanse bedrijven laat zien dat de omzet afgezet tegen de activa gemiddeld genomen heel behoorlijk is. Maar de gemiddelde winstmarge van rond de 6 procent ligt veel lager dan in Europa (10,7 procent) en de VS (12,4 procent). Op het niveau van de ROE blijven rendementen verder achter doordat Japanse bedrijven nauwelijks schulden hebben.

Kao heeft plannen aangekondigd om de winst te verbeteren. Zo wil het bedrijf reorganiseren buiten Japan, wordt de productie van luiers efficiënter ingericht, staat de kleine theetack in de verkoop en gaat het juist vol investeren in crèmes en zalfjes (waar marge en groei te vinden is).

Kao streeft naar een ROE van 20 procent in 2030, maar tot nu toe is de voortgang gering door hardnekkige margedruk: analisten ramen een rendement van 14 procent. De ROE blijft nog steeds achter; daardoor is het onwaarschijnlijk dat Kao's koers-boekwaardeverhouding in de buurt zal komen bij die van P&G.

DE WINST-MARGES IN JAPAN LIGGEN VAAK VEEL LAGER DAN BIJ EUROPESE EN AMERIKAANSE BEDRIJVEN

DOOR MINDER SCHULD EN LAGERE MARGES BLIJFT KAO ACHTER BIJ P&G

bedrijf	winstmarge (1)	kapitaalefficiëntie (2)	ROA (3) = (1 x 2)	schuldhefboom (4)	ROE (3 x 4)
Kao	6,5%	93%	6%	174%	10%
P&G	18,6%	70%	13%	251%	33%
verschil	-12,1%	23%	-7%	-77%	-23%

Bron: Bloomberg. Verschil in procentpunten.