

# CASES.



Case af Foreningens investeringsrådgiver

## KAO – et renere, sundere og smukkere liv for alle

KAO Corporation blev grundlagt i 1887 af Tomiro Nagase, der ønskede at bringe renlighed og hygiejne til dagligdagen i Japan for at bekæmpe voksende hygiejne-relaterede sygdomme og spædbarnsdødelighed.

### Tomiro Nagase

Født	31. december 1863
Død	26. oktober 1910 (46 år)
Begravet	Somei kirkegård, Toshima-ku, Tokyo Metropolis, Japan

→ I 1890 lancerede selskabet en kvalitetssæbe under navnet KAO Sekken, der betyder ansigtssæbe, og selskabets navn "KAO" stammer således herfra. KAO producerer i dag husholdnings- og kemiske produkter, herunder kosmetik, vaske- og rengøringsmidler, produkter til personlig pleje, fedtkemikalier, spiselige olier og specialkemikalier.

KAOs tilgang til husholdningsarbejde tog i 1934 en mere videnskabelig drejning med grundlæggelsen af selskabets "Housework Science Laboratory" som en forskningsfacilitet med fokus på husholdningen. Enheden fik betydning gennem årene også gennem livsstilsforslag til de japanske forbrugere med bl.a. dets "Science of Housework Magazine" som talerør.

I 1964 ekspanderede KAO for første gang udenfor landets grænser, nemlig til Thailand. I de næste 10 år etablerede selskabet sig desuden i Taiwan og ASEAN-landene samtidig med, at det lancerede husholdnings-, vaske- og industriprodukter for at udvide sin indtjeningsbase. KAOs største forretningsområde er forbrugsprodukter, især inden for "Beauty Care", herunder kosmetik, hud- og hårplejeprodukter, og

"Human Health Care", der omfatter sundhedsdrikke og produkter til personlig pleje samt husholdningsprodukter såsom vaske- og rengøringsmidler. I "Chemical Business" fremstiller KAO industrielle produkter til dækning af forskellige industriers behov. Hovedparten af KAOs indtjening stammer dog fra forbrugsprodukterne.

En brandanalyse viser, at KAO'er et af de mest anerkendte japan-ske mærker på hjemmemarkedet. Ifølge selskabet er det drevet af ét ønske, nemlig at bidrage til *et renere, sundere og smukkere liv* for så mange mennesker som muligt.

**33.000**  
beskæftigede over  
hele verden

**130 års**  
historie inden for  
innovation

### Brancheoversigt

Den historiske indtjeningsstabilitet (de seneste 10 år) har for specialbranchen personlige plejeprodukter været ganske høj og væsentlig bedre end for det globale marked. Forbruget af personlige plejeprodukter såsom kosmetik, hud- og hårpleje samt rengøringsmidler synes ikke at være voldsomt påvirket af økonomiens op- og nedture.



Michitaka Sawada  
CEO, KAO Corporation

For branchen er variationen i driftsmargin, afkast i forhold til de samlede aktiver (herefter benævnt "ROA") og afkast i forhold til den investerede kapital (herefter benævnt "ROIC") på henholdsvis 14%, 14% og 16%, sammenlignet med henholdsvis 32%, 37% og 38% for det globale marked (eksklusive Finans). Essensen i ovennævnte tal er, at hvis man nu ejede en lille

del af alle selskaberne i branchen, ville den indtjening, man kunne forvente, være væsentligt mere stabil end, hvis man ejede en del af det samlede aktiemarked. Baseret på disse tal klassificeres specialbranchen personlige plejeprodukter som en "A"-risikokategori, som er den mest indtjeningsstabile kategori i vores investeringsunivers.

Klassificeret af Foreningen som en branche i den laveste risikokategori "A" (højeste indtjeningsstabilitet målt over de seneste 10 år) har specialbranchen personlige plejeprodukter historisk genereret et robust afkast af sine investeringer, der ligger væsentligt over

- ▶ kapitalomkostningerne. I den seneste 10-årige periode har merafkastet hvert år været tocifret med et gennemsnit på over 14% og med meget små årlige udsving.

## Selskabets position i branchen

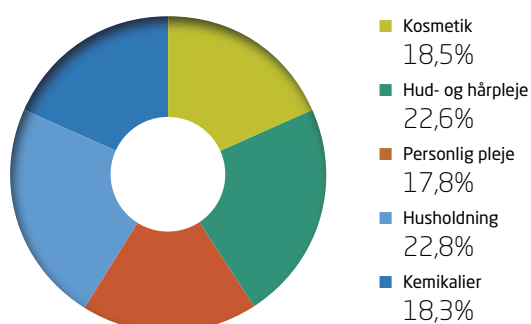
De store selskaber i specialbranchen for personlige plejeprodukter, herunder KAO, har produkter og brands, der nyder stor opmærksomhed og loyalitet hos forbrugerne, hvilket skaber et stabilt afsætningsmiljø med fornuftige driftsmarginaler til følge. Ved første øjekast ser det ud til, at KAO i den seneste ti-års periode har haft en lidt mere svingende indtjening end f.eks. Unilever og L’Oreal, da de procentmæssige udsving i driftsmarginalen har været højere. Ved nærmere eftersyn ser vi dog, at udsvingene stort set kun har været til den positive side, altså at driftsmarginalen har været støt stigende igennem perioden, og den type volatilitet kan vi ikke være utilfredse med.



Det understreger også vigtigheden af altid at dykke ned under overfladen af tallene og undersøge selskaberne mere dybtgående. KAO er klart mindre end både Unilever og L’Oreal, men efter de to mastodonter er KAO sammen med Estee Lauder og Beiersdorf et af de absolut største selskaber i denne branche. Nogle af de kvaliteter, vi kan lide hos KAO, er deres fokus på effektiv udnyttelse den kapital, de investerer i selskabet således, at der altid er fokus på, at ejerne – aktionærerne – bliver tilgodeset med et merafkast udover kapitalomkostningerne. En anden kvalitet er deres fokus på ESG, som beskrives i det efterfølgende.

Figur 1

Omsætningsfordeling



Kilde: KAO

## Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risiko kategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

## ESG (Environment, Social & Governance)

Ifølge KAOs ledelse er det selskabets mission at stræbe efter helhjertet tilfredshed og berigelse af menneskers liv globalt set og at bidrage til verdens bæredygtighed. KAO har således fokus på potentielle miljømæssige og sociale effekter af sine produkter, og selskabet har politikker og programmer på plads til at imødegå eventuelle udfordringer i forbindelse hermed.

KAO arbejder kontinuerligt på miljømæssige forbedringer og modtog i november 2019 den japanske premierministers meget anerkendte pris: "Reduce, Reuse, Recycle (3Rs) Promotion Merit Awards". Prisen blev givet for selskabets løbende reduktion af brugen af plastemballage gennem udvikling af mere koncentrerede produkter og anvendelse af påfyldningspakker.

KAO tilbyder produkter som vaskemidler, shampoo og body wash, som forbrugerne bruger hver eneste dag, og disse produkter er ensbetydende med brug af plastemballage. Emballage tegner sig for cirka 55% (målt på volumen) og 23% (målt på vægt) af husholdningsaffaldet i Japan. For at reducere brugen af denne emballage og især plastemballage bestræber KAO sig på at adressere ESG-relaterede risici og implementere 3R-aktiviteter, der primært fokuserer på at udvikle mere koncentrerede produkter og tilbyde påfyldningspakker.

Når vi som investor overvåger selskabets ESG-indsats, fokuserer vi også på selskabets ledelse, bl.a. repræsentationen af kvinder i selskabets bestyrelse. På KAOs årlige generalforsamling i marts 2019 blev der taget initiativer til ændringer i selskabets bestyrelse med bl.a. udnævnelsen af et kvindeligt bestyrelsesmedlem. Da kvinder er de primære forbrugere af personlige plejeprodukter såsom kosmetik, bør kønsdiversitet på bestyrelsesniveau bidrage til bedre indsigt i kundeunderlaget og dermed selskabets strategiske beslutninger.

## 3Rs

Kao modtog i november 2019 den japanske premierministers meget anerkendte pris "Reduce, Reuse, Recycle Promotion Merit Award".



Det stærke fokus på forskning og udvikling gør selskabet i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der berettiger en højere pris end konkurrenternes produkter.

## Trusler

- I de senere år har vi set, at forbrugernes præferencer ændrer sig hurtigere end tidligere, bl.a. ved hjælp af og via sociale medier. Nye afsætningskanaler og hurtigere "bring-to-market" distribution betyder, at brand loyaliteten ikke altid er så nem at fastholde som førhen.
- En mindre del af KAOs omsætning stammer fra deres "Chemical Business". Deres primære forretning personlig pleje går rigtig godt, hvorimod der er udfordringer i kemi-delen, som kan distrahere ledelsen i at gøre områderne inden for personlig pleje endnu mere succesrige.

## Investeringsrationale

KAO anvender en stor del af indtjeningen til "Research & Development", tæt på det dobbelte af konkurrenten Shiseido. Det stærke fokus på forskning og udvikling gør selskabet i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der berettiger en højere pris end konkurrenternes produkter og giver KAO en komfortabel placering i det konkurrencedygtige landskab af personlig pleje- og husholdningsprodukter.

KAO har som mål at vokse globalt ved at imødekomme vækstmarkedernes voksende middelklasse. Selvom størstedelen af omsætningen fortsat stammer fra Japan, er KAO repræsenteret i Asien, Europa og Nordamerika og agerer målrettet i bestræbelserne på at øge andelen af den oversøiske omsætning. KAO har investeret i produktionsfaciliteter både i Kina og i Indonesien, hvor sidstnævnte med sine 200 millioner indbyggere forventes at få succes på volumen inden for forbrugsprodukter, idet en høj andel af befolkningen er unge.

## Værdiansættelse

KAO handles til en Earnings Yield (EY) på niveau med branchen, der ligger omkring 5%, hvilket ikke er højt, idet branchen og KAO befinder

sig i den dyrere ende af markedet. Earnings Yield ligger også noget under det, den globale portefølje tilbyder og afspejler den høje kvalitet i både KAO og branchen. Dertil kommer, at KAO de seneste 5 år har givet et årligt afkast på mere end 20%, og selvom de fundamentale forhold har udviklet sig positivt, er markedet nok løbet lidt i forvejen og har så rigeligt belønnet selskabet for denne vækst. Den lave vægtning i både den globale og den japanske portefølje afspejler da også, at vi har trimmet positionen i takt med, at værdiansættelsen er steget. Afkastpotentialet er dog endnu ikke udtømt, og derfor er der fortsat plads til dette kvalitetsselskab i porteføljerne. ●

## KAO

www.kao.com

**Hjemsted**  
Japan

**Etableringsår**  
1887

**Produkter**  
Husholdnings- og kemiske produkter, herunder kosmetik, vaskeri- og rengøringsmidler, produkter til personlig pleje, fedtkemikalier, spiselige olier og specialkemikalier

**Antal ansatte**  
Ca. 33.000 over hele verden.

**Omsætningen fordelt geografisk**  
Japan er hovedmarkedet, men er også repræsenteret i Asien, Europa og Nordamerika.

**Styrker**  
Stærkt fokus på forskning og udvikling gør KAO i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der beretti-



ger en højere pris end konkurrenternes produkter.

### Svagheder

I de senere år har vi set, at forbrugernes præferencer ændrer sig hurtigere end tidligere, bl.a. ved hjælp af og via sociale medier.

### Muligheder

KAO har investeret i produktionsfaciliteter både i Kina og i Indonesien, hvor sidstnævnte med sine 200 millioner indbyggere forventes at få succes på volumen inden for forbrugsprodukter.

### Trusler

En mindre del af KAO's omsætning stammer fra deres "Chemical Business". Deres primære forretning personlig pleje går rigtig godt, hvorimod der er udfordringer i kemi-

delen, som kan distrahere ledelsen i at gøre områderne inden for personlig pleje endnu mere succesrige.

**Forventet omsætning 2019**  
JPY 1.580.000.000.000

📈 +4,8% i forhold til 2018

**Markedsværdi inkl. gæld**  
JPY 4.555.213.970.200

**Forventet driftsresultat (EBIT) 2019**  
JPY 216.218.630.000

**Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfri virksomhed**  
4,7% (Earnings Yield)

**Global, vægтет 10-årig statsrente<sup>(1)</sup>**  
1,3%

**Merafkast for virksomhedsejeren**  
3,4% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landfordelingen i MSCI Verden.