

Unternehmen aktuell

Reuters: OREP.PA · Bloomberg: OR FP · ISIN: FR0000120321

04. November 2008

L'Oréal

Anlageurteil

Die Umsatzentwicklung in Q3/08 in Westeuropa und Amerika verlief unerwartet schwach. Für das vierte Quartal und das GJ 2009 ist ebenfalls mit einer schwachen Nachfragesituation in diesen Kernmärkten zu rechnen. Das Unternehmen war bereits zweimal gezwungen seine Prognosen für das GJ 2008 nach unten anzupassen. Wachstumstreiber (mit abnehmenden Steigerungsraten) sind die weniger profitablen Schwellenländer, weshalb wir in Verbindung mit hohen Markeninvestments negative Auswirkungen auf die Gewinnentwicklung erwarten. Aufgrund der bestehenden Unsicherheiten hinsichtlich Umsatz- und Gewinnentwicklung haben wir unsere Prognosen weiter gesenkt und den Fairen Wert von 76,71 Euro je Aktie auf 64,01 Euro angepasst. Unsere Anlageempfehlung lautet weiterhin „Halten“.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	15.790	17.063	17.609	18.489
gg. Vj. (%)	+8,7	+8,1	+3,2	+5,0
EBIT	2.596	2.817	2.800	2.995
gg. Vj. (%)	+12,3	+8,5	-0,6	+7,0
EBIT-Marge (%)	16,4	16,5	15,9	16,2
Nettoergebnis	2.061	2.656	2.077	2.211
gg. Vj. (%)	+4,5	+28,9	-21,8	+6,4
Nettomarge (%)	13,1	15,6	11,8	12,0
EK-Quote (%)	59,0	58,7	60,6	62,4
ROE (%)	14,1	18,8	14,6	14,2
Cashflow	2.511	3.133	2.582	2.211

Daten je Aktie (in EUR)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	3,36	4,42	3,48	3,75
Cashflow	4,09	5,21	4,33	3,75
Dividende	1,18	1,38	1,43	1,50
Buchwert	23,84	22,66	24,92	27,58

Unternehmensportrait

L'Oréal ist das weltweit zweitgrößte Unternehmen im Bereich Cosmetics & Toiletries hinter Procter & Gamble und belegt Platz drei hinter P&G und Unilever im Bereich Home & Personal Care. Der Konzern verfügt über ein starkes Markenportfolio (L'Oréal Paris, Lancôme, Maybelline, La Roche-Posay, H. Rubinstein, Vichy, etc.) das ausgewogen über Segmente und Regionen diversifiziert ist. Das operative Geschäft ist in die Bereiche Konsum, Luxus, Frisör, aktive und andere Kosmetik unterteilt. L'Oréal besitzt zwei Joint Ventures mit Nestlé (Galderma, Innéov). Nach dem erfolgreichen Übernahmeangebot von Sanofi-Synthelabo für Aventis wird die Pharmabeteiligung seit August 2004 nicht mehr konsolidiert. Die Mehrheit der L'Oréal-Aktien wird von Gesparal (53,7%), einer Holding-Gesellschaft der Gründerfamilie um Mrs. Bettencourt (51% der Holding-Anteile) und Nestlé (49% der Holding-Anteile) gehalten.

Aktienanalyse

Titel einschätzung

Halten

(zuvor Halten)

Branche

Konsumgüter

Fairer Wert

64,01 EUR

Margin of Safety 7,5%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 03.11.2008 (EUR)	59,20
Anzahl der Aktien (Mio.)	596,9
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	35.336
Freefloat (%)	40,40

Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	17,0	15,8
EV/Umsatz	1,6	1,5
EV/EBITDA	8,4	7,5
EV/EBIT	10,3	9,1
Dividendenrendite (%)	2,4	2,5
KCFV	13,7	15,8
KBV	2,4	2,2

Termine

17.02.2009	Ergebnis GJ 2008
16.04.2009	Hauptversammlung

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	99,21/57,21		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-13,3	-12,7	-34,5
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ EURO STOXX 50	2,9	7,9	6,3
DJ STOXX Personal & Household Goods	-0,9	2,1	-0,3



Matthias Gmeinwieser, CIAA

Senior Analyst

+49 89 2171 26323

Matthias.Gmeinwieser@bayernlb.de

Highlights

- Q3/08: Umsatzwachstum auf vergleichbarer Basis +2,7% (Q2/08: +5,3%, Q1/08: +5,1%), Umsatzentwicklung in Westeuropa jetzt sogar negativ (-1,8%), Nordamerika weiter schwach (ohne Sondereffekt der SAP-Umstellung), Stabilisierung in den neuen Märkten (Asien, Osteuropa).
- Unternehmensziele 2008 wurden nochmals reduziert: organisches Umsatzwachstum etwa 4% (vorher: etwa 6%), Wachstum für den Gewinn je Aktie (ohne Währungseffekte) etwa 7-8% (zuvor: zweistellig).

Geschäftsentwicklung

L'Oréal konnte den Konzernumsatz in den ersten neun Monaten 2008 um 2,2% auf 12,91 Mrd. Euro steigern. Das organische Wachstum auf vergleichbarer Basis lag bei 4,4%. Konsolidierungseffekte hatten einen positiven Einfluss von 3,0% (YSL Beauté, Beauty Alliance, PureOlogy, Maly's West, Columbia Beauty Supply, CollaGenex Pharmaceuticals, Canan) auf den Konzernumsatz. Währungseffekte wirkten sich mit 5,2% negativ aus. Die Geschäftsentwicklung in Westeuropa hat sich nochmals abgeschwächt. In den ersten neun Monaten betrug das Umsatzwachstum auf vergleichbarer Basis 0,3%. In Nordamerika verlief das dritte Quartal schlechter als erwartet, seit Jahresbeginn war ein Rückgang um 2,3% zu verbuchen. Die sonstigen Regionen konnten erneut einen wichtigen Beitrag zum Konzernwachstum leisten, obwohl sich das Wachstum im Vergleich zum Jahresbeginn hier insgesamt ebenfalls abgeschwächt hat (Asien +18,1%, Osteuropa +26,4%, Lateinamerika +5,7%, Sonstige +9,1%).

Nach Konzernsegmenten ergeben sich folgende Wachstumsraten auf vergleichbarer Basis: Professional Products +2,6% (gute Entwicklung der Luxusmarken, Marktanteilsgewinne durch Neueröffnungen und zusätzlichen Service), Consumer Products +4,6% (Verzerrungen in den USA durch neue Software), Luxury Products +4,0% (anhaltend hohe Dynamik in Osteuropa), Active Cosmetics +4,7% (getrieben durch das Wachstum in Schwellenländern), Dermatology +17,7% und Body Shop +7,6%. Die Informationen zur Gewinnentwicklung betreffen das erste Halbjahr 2008. Der Rohertrag lag bei 6,1 Mrd. Euro. Damit hat sich die Rohertragsmarge um 50 Bp. auf 71,0% reduziert (ohne Übernahmen und ohne Währungseinflüsse -10 Bp. gg. Vj.). Im Vergleich zum Umsatz fielen die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie für Marketing etwas geringer aus. Vertriebs-/ Verwaltungs- und allgemeine Kosten erreichten 21,2% des Umsatzes (+30 Bp. gg. Vj.). Der operative Gewinn (EBITA inklusive Währungseffekten) erreichte 1,498 Mrd. Euro (+3,9%). Damit ist die Gewinnmarge um 40 Basispunkte auf 17,3% gestiegen (allerdings waren höhere Währungsgewinne als im Vorjahr enthalten). Der Nettogewinn (ohne Einmaleffekte) lag bei 1,256 Mrd. Euro (+6,4%). Der Jahresüberschuss nach Minderheiten betrug 1,256 Mrd. Euro (+6,6%).

Perspektiven

In der Vergangenheit konnte L'Oréal im Vergleich zum Markt überproportionale Umsatzwachstumsraten erwirtschaften. Gründe hierfür waren ein starkes Markenportfolio, Marktführerschaft in vielen Kategorien, Produktinnovationen, hohe Forschungs-, Entwicklungs- und Marketingausgaben sowie eine effiziente Diversifizierung durch kleinere Übernahmen. Die Konzentration des Managements auf die Generierung einer hohen Umsatzdynamik, eine vergleichsweise geringe Herstellungskostenbasis (Rohstoffkosten etwa 5% vom Umsatz), sowie größtenteils variable Kostenstrukturen (A&P etwa 30% vom Umsatz) waren die Hauptursachen für kontinuierliche Gewinnsteigerungen (seit über 20 Jahren) im Konzern. In den vergangenen Jahren haben sich die organischen Konzernumsatzwachstumsraten deutlich abgeschwächt (8,9% in 2002, 7,1% in 2003, 6,2% in 2004, 4,8% in 2005), insbesondere in Westeuropa (0,1% im GJ 2005). Im Geschäftsjahr 2006 gab es Anzeichen für eine Trendumkehr bei der Umsatzentwicklung (5,8% im Konzern, 3,5% in Westeuropa), getrieben durch eine steigende Preiskomponente (Produktinnovationen, Produktmix, Preissteigerungen). Der positive Trend wurde mit den sehr dynamischen Umsatzzahlen (+8,0% im Konzern, +4,1% in Westeuropa) im Geschäftsjahr 2007 bestätigt. Ursachen waren: eine Erholung in Westeuropa, starkes Wachstum in Schwellenländern, positive Preis-/Mix-Effekte, gestiegene Marketingausgaben.

Das Umsatzwachstums- und Gewinnsteigerungspotenzial für L'Oréal wird zunehmend aus den „Emerging Markets“ in Asien und Lateinamerika sowie aus Osteuropa stammen (bislang unterdurchschnittliche Profitabilität bei etwa 16,5% (GJ 2007: +210 Bp. gg. Vj.) vs. 22,5% für Westeuropa), jedoch wird auch hier die Wettbewerbsintensität zunehmen. Die Strategie ist auf organisches Wachstum, neue technologische Entwicklungen, erfolgreiche Preisgestaltung, Markenführung, geografische Diversifikation sowie ergänzenden Übernahmen ausgerichtet. Unter dem neuen Konzernlenker Agon wurden zudem die internen Ressourcen stärker auf unterentwickelte Märkte sowie Kategorien mit hohen Wachstumsperspektiven (z.B. Gesichtspflege) fokussiert. Der hohe Cashflow wird in Wachstum und Verschuldungsabbau investiert sowie an die Aktionäre in Form von Aktienrückkäufen und Dividenden ausgeschüttet. Nachlassende Wachstumsraten in der ROW-Region sowie ein eingetrübtes Marktumfeld in Westeuropa und Nordamerika dürften sich negativ auf die Umsatzwachstumsraten im GJ 2008 auswirken. Obwohl sich der Effekt der Body Shop-Übernahme im laufenden GJ nicht mehr negativ auf die Margenentwicklung im Konzern auswirken wird, erwarten wir keine allzu deutlichen Verbesserungen hinsichtlich der Profitabilität, da nachlassende Preissteigerungen und Kostendruck von der Rohstoffseite sowie die Übernahme von YSL negative Einflüsse mit sich bringen. Für ein nachhaltiges Gewinnwachstum werden in Zukunft verstärkt Kostensenkungsmaßnahmen und Restrukturierungen zur Verbesserung der Profitabilität notwendig werden. Wesentliche Änderungen in der Konzernstruktur sind

kurzfristig nicht zu erwarten, obwohl ein Verkauf (oder Teilverkäufe) der Sanofi-Aventis-Beteiligung nicht ausgeschlossen werden können.

Wir berechnen den Fairen Wert mittels eines Ertragswertverfahrens. Die verwendeten Parameter haben wir den derzeitigen Rahmenbedingungen angepasst. Wir unterstellen eine AFC-EBIT-Marge (AFC = unter Normalbedingungen) von 18,0% (vorher: 20,0%), gewichtete Kapitalkosten vor Steuern von 11,5% (vorher: 11,0%) sowie eine Wachstumsrate von 2,5% (vorher: 2,8%). In Kombination mit den Prognoseanpassungen für die GJ 2008 und 2009 ergibt sich ein Fairer Wert von 64,01 Euro je Aktie (vorher: 76,71 Euro).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Starkes Markenportfolio und Marktführerschaft in zahlreichen Kategorien - Starke Diversifizierung nach Segmenten (Consumer, Luxury, Professional, Active) und Regionen - Kontinuierliche strategische Weiterentwicklung (auch über kleinere ergänzende Übernahmen) - Konstante Gewinnsteigerungen seit vielen Jahren - Variable Kostenstrukturen - Hohe Forschungs- & Entwicklungs-Kapazitäten - 	<ul style="list-style-type: none"> - Geringer Return (Dividende) des investierten Kapitals in Sanofi-Aventis - Im langfristigen Wettbewerbsvergleich geringes Wachstum in Nordamerika - Hohe Abhängigkeit von erfolgreichen Produktinnovationen bzw. Relaunches - Profitabilität in Schwellenländern noch zu gering -
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstum in Schwellenländern - Akquisitionssynergien hinsichtlich Umsatz und Kosten - Fokussierung von Ressourcen auf wachstumsstarke Kategorien (z.B. Hautpflege) und Regionen - Joint Ventures mit Nestlé (Galderma, Innéov) - Asset-Verkäufe - Positive demografische Trends in Kernmärkten - 	<ul style="list-style-type: none"> - Wechselkurseffekte - Hohe Rohmaterialkosten - Nachlassende Umsatzwachstumsraten in Folge eines schwächeren Konsumumfelds - Luxussparte vom internationalen Tourismus abhängig - Verstärkter Preiswettbewerb von globalen Konkurrenten - Vergleichsweise hohe Bewertung am Kapitalmarkt - Konsolidierung im Einzelhandel / Handelsmarken - Mögliche Instabilität in Schwellenländern - Produktfälschungen
Quelle: BayernLB Research	

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 04.11.2008. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

L'Oréal Paris Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite www.bayernlb.de unter Research.

Bewertungshinweis

* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

Definitionen/Prämissen

Fairer Wert Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.

„Margin of Safety“ Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

Bedeutung der Empfehlungen

Kaufen Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.

Halten Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.

Verkaufen Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

keine abweichende Empfehlung

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
40%	3%	36%	6%	12%	3%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
38%	0%	31%	14%	10%	7%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu

verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

Matthias Gmeinwieser, CIIA
Senior Analyst
Konsumgüter
Tel +49 89 2171 26323
Matthias.Gmeinwieser@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de