

Währung: Mio. USD (Außer Börsenkurs)	Stichtag 04.04.2017
Börsenkurs	17,74
Aktienzahl	752,4
Marktkapitalisierung	13.348
Kasse	(939)
Bankverschuldung	6.495
Enterprise Value	18.904

Management Summary

Führender Hersteller von Kosmetika (#3 weltweit) mit stabilem, wenig konjunktursensitiven Geschäftsmodell und robuster Cash Flow Generierung.

Investmentgelegenheit nach deutlichem Kursrückgang aufgrund zahlreicher Unsicherheiten, Sondereffekten und potenzieller Synergien nach transformativer Akquisition der Kosmetiksparte von Procter & Gamble.

Stabiler Gesellschafterhintergrund mit Ankerinvestor JAB Holding (Investmentholding der Reimann Familie; Aktienanteil 36%), substanzielle Insiderbeteiligungen und branchenerfahrenes Management mit klarem Fokus auf der Steigerung des Shareholder-Value durch von Schuldentilgung, Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe.

Unternehmensbeschreibung

Coty ist einer der führenden Hersteller und Vermarkter von Kosmetika mit knapp \$8,8 Milliarden Umsatzvolumen (Pro-Forma FY 2017/18). Das Unternehmen wurde in 1904 vom Parfümeur Francois Coty in Paris gegründet. In 1963 wurde Coty zunächst von Pfizer übernommen und in 1992 an die deutsche Industriellenfamilie Reimann (JAB Holding) für \$400 Mio. verkauft. Coty hat durch die Übernahme der Kosmetiksparte von P&G seine Unternehmensgröße nahezu verdoppelt. Das Closing der Transaktion erfolgte im Oktober 2016.

Coty verfügt über ein breites Markenportfolio mit bekannten Namen. Der Konzern untergliedert sich in die drei Segmente Luxury, Consumer Beauty und Professional Beauty:

Coty Luxury	Coty Consumer Beauty	Coty Professional Beauty
Calvin Klein HUGO BOSS GUCCI philosophy MARC JACOBS Chloé JOOP! JIL SANDER BOTTEGA VENETA MU MU TIFFANY & CO.	COVERGIRL RIMMEL LONDON MAX FACTOR X Sally Hansen CLAIROL BOURJOIS nice'n easy KOLESTON WELLA adidas	WELLA PROFESSIONALS O·P·I PROFESSIONAL SEBASTIAN SYSTEM PROFESSIONAL CLAIROL PROFESSIONAL NIOXIN Londa PROFESSIONAL SASSOON PROFESSIONAL
Pro Forma FY2016 Revenue: \$3.0Bn	Pro Forma FY2016 Revenue: \$4.4Bn	Pro Forma FY2016 Revenue: \$1.6Bn

Quelle: Unternehmenspräsentation Coty

Strategie

Coty verfolgt eine klare Buy and Build-Strategie. Allein innerhalb des letzten Jahres wurden neben der Übernahme der Kosmetiksparte von P&G zahlreiche substanzielle Akquisitionen getätigt. Darunter fallen die Kos-

metiksparte der brasilianischen Einzelhandelskette Hypermarchas (Kaufpreis \$1 Mrd.), GHD (Hersteller von Hairstyling-Produkten; \$511 Mio.) und Younique (Online-Direktvertrieb von Kosmetika; \$600 Mio. für 60%). Diese Vorgehensweise deckt sich mit den strategischen Ziele von Coty: (1) organisches und anorganisches Umsatzwachstum und internationale Expansion durch strategische Investitionen in Bestandsmarken und Aufbau/Zukauf neuer Designer- und Celebrity Marken analog zu den Peers L'Oréal und Estée Lauder; (2) operative Effizienzsteigerung und Ausnutzen von Skaleneffekten analog zur erfolgreichen Geschäftspraktik von 3G; (3) zügige Entschuldung zur Risikoreduzierung und Steigerung des Shareholder-Values.

Zwischen der JAB Holding, dem Hauptaktionär von Coty, und der Investmentgesellschaft 3G Capital bestehen enge Kontakte. Beide Investorengruppen arbeiten bspw. in dem Konsumgüter- und Kaffeeunternehmen Jacobs Douwe Egberts oder Krispy Kreme zusammen. 3G ist als radikaler Kostenparer bekannt und hat dies bereits bei Großunternehmen, wie AB Inbev, Kraft Heinz oder Restaurant Brands, eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Wir erwarten auch bei Coty vergleichbare Einsparmöglichkeiten, was in den nächsten Jahren zu substantiellen Margensteigerungen führen sollte. Das Coty-Management plant allein durch die Übernahme der P&G Kosmetiksparte Kostensynergien von \$750 Mio. p.a., die erstmals in 2020 vollständig gehoben werden sollen.

Management

CEO von Coty ist seit Oktober 2016 Camillo Pane (zuvor als Executive Vice President verantwortlich für die Unternehmensentwicklung). Er folgt auf Bart Becht, der übergangsweise als CEO die Fusion zwischen Coty und P&G Cosmetics gemanagt hat und nun den Posten des Aufsichtsratsvorsitzenden übernimmt.

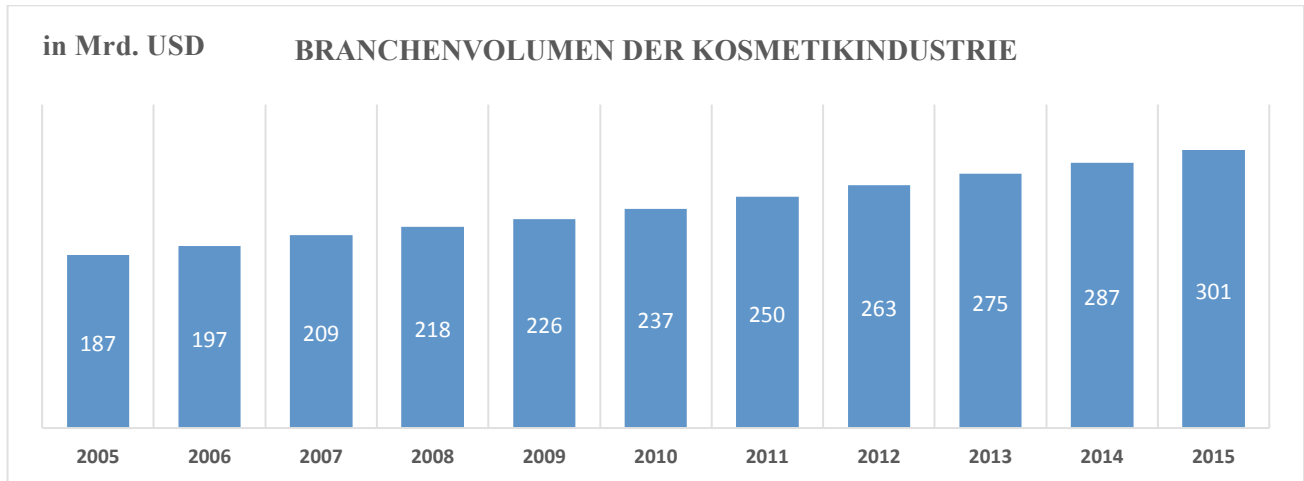
Becht war als effizienter Kostenoptimierer und Deal-Maker bekannt. In seiner Amtszeit als CEO von Reckitt Benckiser (RB) zwischen 1995 und 2011 managte er die Fusion zwischen Reckitt & Colman und Benckiser in 1999 und steigerte die Börsenbewertung von RB um mehr als das Vierfache. Eine vergleichbare Strategie zur Effizienzsteigerung verfolgte Becht in den letzten Jahren bei Coty. Jedoch verlor Coty unter Becht an Innovationskraft und aufgrund von Umstrukturierungen verließen einige Schlüsselpersonen das Unternehmen. Dementsprechend war die Umsatzentwicklung in den letzten Jahren rückläufig und nicht zufriedenstellend.

Pane verfügt über langjährige Branchenerfahrung und besetzte seit 1996 verschiedenste Management- und Marketingpositionen bei Reckitt Benckiser in Industrie- und Schwellenländern. Wir erwarten durch Pane eine Rückkehr zu organischem Umsatzwachstum. Pane verfügt über die notwendigen Fähigkeiten, die er beispielsweise als Leiter des Geschäftsbereichs Gesundheits- und Körperpflegeprodukte bei RB unter Beweis gestellt hat. Dieser wuchs unter seiner vierjährigen Führung am schnellsten im Konzern.

Gesellschafterstruktur

Der Hauptanteilseigner von Coty ist der deutsche Reimann Clan, der auch als Hauptaktionär von Reckitt Benckiser bekannt ist. Der Fokus der Reimann Familie liegt auf der Konsumgüterindustrie aufgrund deren geringer Konjunkturabhängigkeit. Der Wertzuwachs wird durch Akquisitionen und Fusionen und daraus resultierende Skalen- und Synergieeffekten erreicht. Zur Umsetzung der Strategie werden die Führungspositionen durch erfolgreiche Manager aus dem Dunstkreis der bestehenden Beteiligungen besetzt.

Branche und Markstellung



Kosmetika werden gemeinhin als „bezahlbarer Luxus für den Alltag“ angesehen. Dementsprechend ist die Kosmetikindustrie stabil und nur wenig zyklisch, wie das kontinuierliche Branchenwachstum verdeutlicht. Dagegen unterliegt die Branche einer hohen Trendabhängigkeit, sodass Kosmetikunternehmen permanent ihr Produkt- und Markenportfolio überprüfen und durch angesagte Marken erweitern oder ersetzen müssen. Die Markteintrittsbarrieren sind aufgrund substanzieller Investitionen in die Kosmetikherstellung und in das Marketing vergleichsweise hoch. Die Branche wird daher von einigen großen Playern, wie L’Oreal oder Estée Lauder dominiert. Neue Wettbewerber, die dennoch den Markt schaffen, werden in der Regel von den etablierten und wesentlich größeren Herstellern aufgekauft.

Coty ist nach der Akquisition der Kosmetiksparte von P&G zur Nummer 3 hinter L’Oreal (#1) und Estée Lauder (#2) in der Kosmetikbranche aufgestiegen. Im Subsegment für Parfüms ist Coty sogar Marktführer. Wir erwarten, dass Coty durch den deutlichen Größenzuwachs erhebliche Synergieeffekte heben und sich an die Margen der Peers (siehe Bewertung) heranarbeiten kann.

Finanzanalyse

Coty Stand-alone

In Mio. \$	06/2016		06/2015		06/2014	
Umsatz	4.349,1	-1,0%	4.395,2	-3,4%	4.551,6	-2,1%
Rohertrag	2.624,6	60,3%	2.642,8	60,1%	2.696,5	59,2%
EBITDA	772,9	17,8%	760,8	17,3%	692,3	15,2%
Normalisiertes EBIT	542,1	12,5%	531,2	12,1%	445,7	9,1%
Konzernergebnis	156,9	3,6%	232,5	5,3%	-97,4	-2,1%
EK-Quote		5%		16%		13%
Marketcap	9.605		10.567		6.158	
Enterprise Value	13.506		12.966		8.336	
Operativer CF	501		526		537	
Free CF	351		355		335	

Nachdem die Fusion zwischen Coty und der Kosmetiksparte von P&G erst im Oktober abgeschlossen wurde, gibt es noch keine kombinierten Zahlen des neuen Coty-Konzerns im Jahresvergleich. Für eine klarere Darstellung der Ertrags-, Finanz- und Vermögensverhältnisse beleuchten wir daher Gesamtjahreszahlen von Coty in den letzten drei Jahren.

Wie bereits erwähnt, zeigte Coty dabei eine schwache Umsatzentwicklung, unterhalb des Branchenwachstums und schlechter als die direkten Peers L’Oreal und Estée Lauder. Ausschlaggebend war in der Nachbetrachtung der übertriebene Fokus auf Kosteneffizienz und Margensteigerung, wodurch es einerseits an kostenintensiven

Innovationen zur Markenerneuerung fehlte. Andererseits rieb Alt-CEO Becht mit dieser Strategie viele Schlüsselpersonen auf, die über die Jahre das Unternehmen verließen.

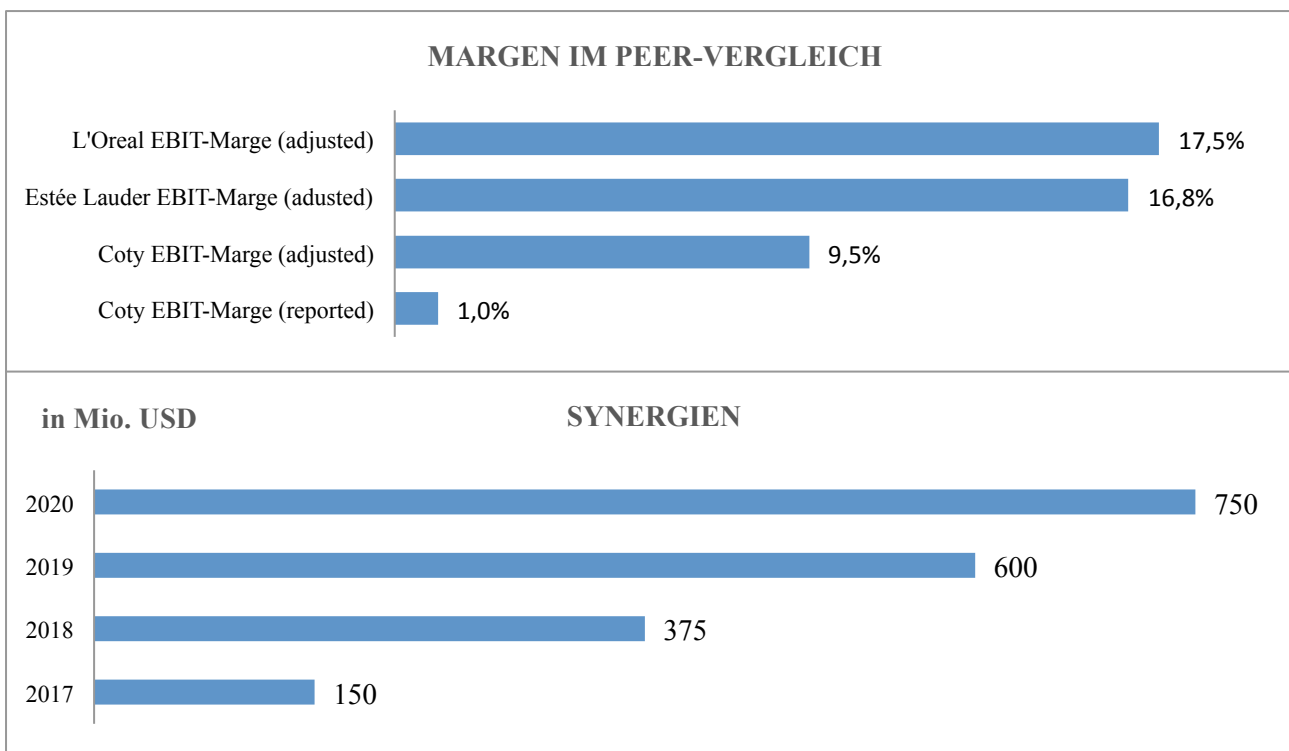
Gleichwohl zeigten die Kostenoptimierungen in der positiven Margenentwicklung Wirkung. Lediglich das Konzernergebnis fällt mit der hohen Volatilität aus der Reihe. Dies resultiert aus Goodwill-Abschreibungen aus den TJoy- und Philosophy-Übernahmen und einmaligen Restrukturierungsaufwendungen. Die Entwicklung des operativen Cash Flows ist weitestgehend stabil, jedoch angesichts der schwachen Umsatzentwicklung rückläufig. Durch den substanziellen Free Cash Flow verfügt Coty über eine nachhaltige Finanzierungsquelle für zukünftige Tilgungen, Ausschüttung und Investitionen. Diese Stabilität in den verfügbaren Cash Flows ist eine zentrale Säule für die zukünftige Steigerung des Unternehmenswertes, da Coty allein durch die Schuldentilgung und Dividendensteigerungen einen zufriedenstellenden Shareholder-Value generieren kann.

Pro Forma kombinierte Gesamtjahreszahlen

In Mio. \$	Kombiniert		Coty		P&G-Kosmetiksparte	
Umsatz	8.754	-	4.349	-	4.405	-
Adjusted EBIT	959	11,0%	623	14,3%	336	7,6%
Adjustments	517	6,0%	369	8,5%	148	3,3%
Reported EBIT	442	5,0%	254	5,8%	188	4,3%
Adjustments						
Akquisitionsbezogene Kosten	252		198		54	
Restrukturierungskosten	160		110		50	
Impairment-Abschreibungen	160		85		75	
Kündigungsgebühr	83		0		83	
Personalaufwand in Form von Aktienoptionen	1		1		0	
Verkaufserlöse von Anlagevermögen	-25		-25		0	
EBIT-Anteil nicht erworbener Markenlizen-	-114		0		-114	
Gesamt	517		369		148	

Coty veröffentlichte im Januar 2017 Pro Forma Zahlen für das Coty Bestandsgeschäft und die P&G-Kosmetiksparte. Damit erhält man einen ersten Überblick über den zukünftigen Gesamtkonzern. Insgesamt bestehen viele Einmaleffekte in Folge der Fusion, wodurch der hohe Anteil an Adjustments resultiert. Auf bereinigter Basis wird der signifikante Margenunterschied zwischen Coty und der P&G-Kosmetiksparte deutlich. Ursächlich dafür ist, dass die Kosmetiksparte bei P&G jahrelang äußerst stiefmütterlich behandelt wurde, was man bspw. an der aktuellen Marktstellung und -wahrnehmung von Wella im Vergleich zur Vergangenheit gut erkennen kann. Wir sehen allein in dem Zusammenschluss der beiden Konzerne die Chance, dass das Coty Management insbesondere die P&G-Kosmetikmarken revitalisiert und eine Margensteigerung auf das bereinigte Coty-Niveau erreicht.

Bewertung



Grundsätzlich nähern wir uns einer Unternehmensbewertung durch eine Diskontierung der für Eigenkapitalgeber verfügbaren Cash Flows. Nachdem die wirtschaftlichen Verhältnisse von Coty noch durch zahlreiche Sondereffekte verzerrt sind und Synergien erst graduell gehoben werden, ist eine derartige Unternehmensbewertung wegen vieler Annahmen nur bedingt sinnvoll. Wir stützen uns daher für unseren Investment Case auf weichere Faktoren. Zunächst ermöglicht die neue Unternehmensgröße dem Coty Management viel Spielraum, um Kosteneffizienzen zu heben. Außerdem zeigt ein Blick auf die Margen der Peers, dass auch auf dem Stand-alone Niveau von Coty noch viel Luft nach oben besteht. Wichtig dafür sind jedoch ein fähiges Management und ein geduldiger Ankerinvestor, was wir bei Coty als gegeben ansehen. Außerdem ziehen wir in unserer Analyse die Angaben des Managements über die finanziellen Ziele bis 2020 heran. So soll im Geschäftsjahr 2020 (endet 06/2020) ein bereinigter Gewinn pro Aktie von 1,53 USD erreicht werden. Aufgrund guten branchentypisch guten Cash Conversion entspricht dies im Wesentlichen dem Free Cash Flow. Auf dieser Basis ergibt sich bei dem heutigen Preisniveau von rd. 17,7 USD ein bereinigtes KGV von 11,6x. Dies ist mit Blick auf die Peergroup für einen stabiles Kosmetikunternehmen deutlich zu günstig. Die Peers werden aktuell eher zu Forward-KGVs >20x gehandelt. Berücksichtigt man, dass Coty keinen vergleichbaren Marktanteil im hochmargigen Premium-Segment wie Estée Lauder und L’Oreal hat, und unterstellt deshalb lediglich ein Forward-KGV von 18x, erhält man eine faire Bewertung von rd. 27,5 USD in 06/2020. Eine derartige Kurssteigerung in drei Jahren zusammen mit einer laufenden Dividendenrendite von 2,8% würde eine durchschnittliche Verzinsung (IRR) von über 18% p.a. einbringen. Nachdem das Management zukünftig wenigstens eine stabile, jährliche Dividendenausschüttung von 0,5 USD pro Aktie in Aussicht gestellt hat und wir diese angesichts der robusten Cash Flow Generierung als gesichert ansehen, erwarten wir, dass der Aktienkurs selbst in einem konjunkturellen Einbruch nach unten geschützt ist, da die Dividendenrendite von Coty nicht substanziell über die Dividendenrendite des S&P 500 von aktuell 2,1% steigen sollte.

Wesentliche Risiken

a) Wandel im Konsumverhalten und Neuausrichtung der Vertriebskanäle

Coty erschließt durch die Übernahme der Kosmetiksparte von Hypermarchas neue Vertriebsstandorte, insbesondere in Brasilien. Durch den Mehrheitserwerb von Younique will Coty zudem den Direktvertrieb über SoE Investments

13.04.2017

Social Media forcieren. Die Umstellung auf diese Vertriebsplattformen geht mit bekannten Risiken, wie Kontrollverlust über neue Vertriebsaktivitäten, Reputationsrisiken, Informationsverlust und Vertraulichkeitsrisiken, einher.

b) Integrationsrisiken

Auch nach sorgfältigster Risikoanalyse vor einer Übernahme treten nach dem Closing häufig sogenannte PMI (Post Merger Integration)-Risiken auf. Diese lassen sich im Vorfeld nicht vermeiden und sind im Eintrittsfall häufig irreversibel. PMI Risiken gefährden nicht selten den erhofften wirtschaftlichen Erfolg einer Übernahme, da es schwierig ist unterschiedliche Firmenkulturen zusammenzuführen, Zuständigkeiten in der neuen Firmenstruktur zu etablieren und den Prozessablauf zu harmonisieren.

c) Trendabhängigkeit der Marken

Kosmetikmarken unterliegen grundsätzlich einer hohen Trendabhängigkeit. Die resultiert aus dem hohen und vergleichbaren Produktangebot der Kosmetikunternehmen und der typischerweise geringen Markenloyalität der wesentlichen Zielgruppen. Um Markennamen zu erhalten bzw. neu zu vitalisieren oder neue Marken zu etablieren müssen daher substanzielle Marketinginvestitionen getätigt werden, denen zunächst kein Ertrag gegenübersteht und mit denen das Risiko verbunden ist, dass sie nicht zum erhofften Erfolg führen.

d) Hoher Verschuldungsgrad

Aufgrund der zahlreichen Akquisitionen hat sich der Verschuldungsgrad von Coty deutlich gesteigert. Die Verschuldung ist zwar größtenteils langlaufend, ohne signifikante Fälligkeiten vor 2020. Gleichwohl verringert es durch die üblichen Kreditbedingungen der Banken zukünftig den finanziellen Spielraum von Coty.