

Ausgabe 17/2002 vom 26.04.2002

Colgate-Palmolive: Königstitel knapp verpasst – ein Kauf

Von **Andreas Sommer**

Für die Aktie von Colgate-Palmolive ermitteln wir einen Inneren Wert von 84,81 € und empfehlen einen Kauf. Das Management führte das Unternehmen auf einen stetigen Wachstumspfad und steigerte den Gewinn überproportional zum Umsatz. Wir rechnen mit einer weiterhin positiven Entwicklung. Ein wichtiges Konzernziel besteht darin, die Bruttomarge bis 2008 auf 60% zu verbessern.



Colgate-Palmolive (US-Kürzel: CL; Euro-Kürzel: CPA; WKN: 850 667; www.colgate.com) ist ein internationaler Konsumgüter- und Markenartikelhersteller. Der Fokus liegt auf 5 Kerngeschäftsfeldern: **Mundhygiene, Körperpflege, Haushaltsreiniger, Waschmittel und Tiernahrung**. Die Angebotspalette wird in 219 Staaten der Erde vertrieben. Colgate-Palmolive verkauft in rund 160 Ländern einschließlich der USA mehr Zahnpasta als der größte Konkurrent **Procter & Gamble**. Im Bereich Mundhygiene ist das Unternehmen weltweit führend. In den anderen Kerngeschäftsfeldern nimmt Colgate-Palmolive marktführende Positionen ein.

Die bekanntesten Markennamen: **Colgate, Palmolive, Softsoap, SpeedStick, Irish Spring, Sorriso, Kolynos, Ajax, Axion, Protex, Suavitel, Fab** und **Hill's Science Diet**.

Kleine Unternehmenshistorie

William Colgate eröffnete 1806 in New York City ein Geschäft für Wäschestärke, Seife und Kerzen. 1873 produzierte Colgate seine erste Zahnpasta. 1910 verlegte das Unternehmen seinen Sitz nach Jersey City. 1928 erfolgte der Zusammenschluss von **Colgate** und **Palmolive**. Zwei der heute bekanntesten Marken, Fab und Ajax, kamen 1947 auf den Markt.



Die Umsatzmarke von 1 Mrd. US\$ passierte das Unternehmen erstmalig 1967. Die Übernahme von Hill's bedeutete 1976 den Einstieg in das Geschäft mit Tiernahrung. Der Konzern führte 1997 die Zahncreme Colgate Total ein und wurde 1998 Zahnpasta-Weltmarktführer.

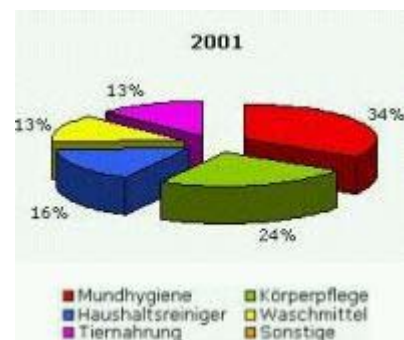
Die Kerngeschäftsfelder

Colgate-Palmolive stellt Reinigungs- und Pflegeprodukte für viele Bereiche des täglichen Lebens her.

Mundhygiene (Oral Care): Viele Menschen putzen sich mehrmals am Tag die Zähne. Laut Colgate-Palmolive nutzen dabei 4 von 10 Menschen die Zahncremes des Unternehmens. Colgate liefert auch die Zahnbürsten – mechanische und elektrische. Ergänzt wird das Angebot

durch Mundwasser und Zahnweisser. Erfolgreichstes Produkt in dieser Sparte ist die Zahncreme Colgate Total. In Deutschland ist auch Dentagard von großer Bedeutung. Der Umsatz mit Mundhygiene-Produkten macht etwas mehr als ein Drittel der Gesamtumsätze aus.

Körperpflege (Personal Care): Colgate bietet alles für die Pflege von Haut und Haaren an: von Seifen und Duschgels über Lotionen und Hautpflegeprodukte bis hin zu Deodorants, Rasiercremes, Haarstyling- und -pflegeprodukten. Einige der nachstehenden Marken sind hier zu Lande weniger bekannt, in den USA und außerhalb Deutschlands dafür um so mehr: Palmolive, Gard, Mennen, Irish Spring, Softsoap und Protex. Die Sparte trägt knapp ein Viertel zu den gesamten Colgate-Umsätzen bei.



Ausgabe 17/2002 vom 26.04.2002

Haushaltsreiniger (Household Surface Care): Auch die Reinigung des häuslichen Umfelds deckt Colgate-Palmolive ab. Marken wie Ajax und Palmolive sind jedem Kind ein Begriff. Die Palette umfasst Geschirrspülmittel, Universalreiniger, Fensterreiniger, Badreiniger, Hygienereiniger, Entfärbungsmittel, Holzreinigungs- und -pflegemittel sowie Bleichmittel.

Waschmittel (Fabric Care): Für die saubere, gepflegte Kleidung bietet Colgate-Palmolive Waschpulver und flüssige Waschmittel, Weichspüler und Reinigungszusätze an. Sogar das gute alte Waschbrett ist im Sortiment. Bekannte Marken in dieser Sparte sind Ajax, Softlan, Suavitel, Dynamo und Fab.

Tiernahrung (Pet Nutrition): Seit der Übernahme von **Hill's Pet Nutrition** 1976 verkauft Colgate-Palmolive auch Hunde- und Katzenfutter. Hill's zählt weltweit zu den führenden Tiernahrungsproduzenten und ist ein Pionier auf dem Gebiet klinischer Nahrung für Hunde und Katzen. Die verschreibungspflichtige Marke Hill's Science Diet ist über Tierkliniken und Spezialgeschäfte in 68 Ländern der Erde erhältlich.

Kennzahlen Colgate-Palmolive

Wie ist die aktuelle Lage?

Die Marktanteile in den einzelnen Kerngeschäftsfeldern sind innerhalb der Branche weitgehend verteilt. Dementsprechend liegen die Wachstumsraten zumeist im einstelligen Prozentbereich.

in Mio. US\$	1998	1999	2000	2001
Umsatz	8.972	9.118	9.358	9.428
Bruttoergebnis	4.681	4.894	5.092	5.191
Nettoergebnis	849	937	1.064	1.147

Dies zeigt sich auch für das **Geschäftsjahr 2001**: Colgate-Palmolive verbesserte den **Umsatz** um 4% auf 9,43 Milliarden US\$ (Vorjahr: +2,6%). Das lag leicht über dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre von 3,6% und deutlich über dem der letzten 5 Jahre (2,7%). Das **Bruttoergebnis** erhöhte sich um 1,9% (Vorjahr: +4%), das **Nettoergebnis** um 7,8% (Vorjahr: +13,6%). Den Netto-Cashflow (NCF) verbesserte Colgate-Palmolive im 6. Jahr in Folge. Er hat sich seit 1996 mehr als verdreifacht.

Am 17.04.2002 veröffentlichte Colgate-Palmolive die Zahlen für das **1. Quartal 2002**: Auch im 24. Quartal in Folge erzielte Colgate-Palmolive einen höheren **Nettogewinn**. Dieser kletterte gegenüber dem Vorjahresquartal von 267,9 auf 289,6 Mio. US\$ (+8%). Der Umsatz sank währungsbedingt leicht von 2,212 auf 2,195 Mrd. US\$ (-0,5%). Im Geschäftsbericht 2001 wurde der Umsatz für das 1. Quartal 2001 allerdings mit 2,293 Mrd. US\$ angegeben. Wir rechnen mit einer Aufklärung dieser unterschiedlichen Zahlen durch den in Kürze erscheinenden Bericht des Unternehmens an die Börsenaufsichtsbehörde SEC.

Wie stark ist die Konkurrenz?

Ein Vergleich mit Wettbewerbern ist relativ schwierig, denn der Markt für Kosmetika und Reinigungsmittel ist sehr vielschichtig. Neben Colgate-Palmolive haben sich weitere große Firmen etabliert: Procter & Gamble, Gillette, Unilever, Clorox, Johnson & Johnson und Henkel.

Die unterschiedlichen Tätigkeitsfelder erschweren den Vergleich. So vertreibt **Procter & Gamble** auch Produkte aus Segmenten wie Babywindeln und Toilettenpapier, in denen Colgate nicht konkurriert. **L'Oreal** fokussiert sich ausschließlich auf Produkte rund um die Haarpflege. Bei **Johnson & Johnson** entfallen nur gut ein Fünftel der Umsätze auf Pflege- und Reinigungsartikel, der Rest auf pharmazeutische Produkte und medizinische Geräte. **Gillette** bietet Colgate nur in Teilbereichen der Mundhygiene (Oral-B) Paroli, deckt andererseits mit einer viel

Umsätze im Vergleich

in Mio. US\$	1999	2000	2001
Unilever	36.610	42.560	46.324
Procter & Gamble	38.125	39.951	39.244
Johnson & Johnson	28.007	29.846	33.004
Henkel	10.080	11.338	11.588
Colgate-Palmolive	9.118	9.358	9.428
Gillette	9.047	9.225	8.961
Clorox	3.886	3.989	3.903

Ausgabe 17/2002 vom 26.04.2002

umfassenderen Produktpalette das Thema Bartpflege ab und bietet obendrein noch „artfremd“ Batterien (Duracell) an.

Auch bei Colgate-Palmolive „passt“ der Bereich Tiernahrung (13% des Gesamtumsatzes) thematisch nicht zu den Reinigungs- und Pflegeprodukten. Noch am ehesten vergleichbar mit Colgate-Palmolive ist **Henkel**. Hier entfielen 2001 rund 68% der Umsätze auf die Bereiche Wasch- und Reinigungsmittel und Kosmetik/Körperpflege. Der Umsatzvergleich der Konkurrenten dient daher eher dazu, die Größe der Wettbewerber kennen zu lernen.

Wie sind die Aussichten für das Unternehmen?

Colgate-Palmolive hat sich das Ziel gesetzt, bis Ende 2008 eine **Bruttomarge** von 60% zu erwirtschaften. Diesem Ziel nähert sich das Unternehmen seit 1995 kontinuierlich an: Die damalige Bruttomarge von 47,9% wurde bis 2001 auf 55,1% verbessert. Für 2002 erwarten wir einen weiteren Anstieg. Positive Effekte auf die Bruttomarge verspricht sich Colgate von der SAP-Buchhaltungssoftware, die inzwischen im Lateinamerikageschäft eingesetzt wird.

Wir erwarten für das Gesamtjahr einen **Umsatz** von 9,5 Mrd. US\$. Das entspricht einem Anstieg von knapp 1%. Grund für das nur geringe Wachstum sind die nach wie vor schwierige Lage in Lateinamerika und die damit verbundenen Währungsrisiken. Colgate ist bekannt für sein effizientes Management und eine gute Kostenkontrolle. Wir rechnen mit einer Verbesserung des **Nettogewinns** um 8% auf 1,24 Mrd. US\$.

Wie bewertet die Börse Colgate-Palmolive?

Colgate-Palmolive ist eine klassische **LURO**-Aktie (Kursverlauf von links-unten nach rechts-oben). Investoren konnten sich glücklich schätzen, wenn sie in den vergangenen 17 Jahren auf die Colgate-Palmolive-Aktie gesetzt hatten: Aus 1 US\$, in 1984 investiert, wurden bis Ende 2001 34 US\$. Zum Vergleich: Derselbe Dollar hätte sich bei einer Anlage in den S&P 500 Index lediglich verzehnfacht.

Der Schlusskurs der Aktie am Bewertungstag 22.04.2002 betrug 54,40 US\$ (New York) bzw. 61,60 € (Frankfurt). Das **52-Wochen-Hoch** lag bei 61,00 US\$ (71,50 €), das entsprechende **Tief** bei 51,26 US\$ bzw. 57,50 €. Auf Basis des aktuellen Kurses beträgt die **Marktkapitalisierung** 32,1 Milliarden US\$.

Colgate-Palmolive im Königstest

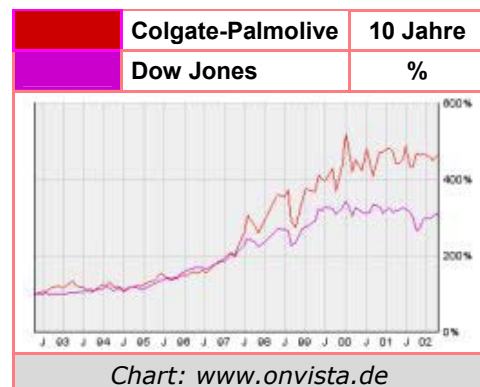
Colgate-Palmolive erzielt insgesamt 69 Punkte und scheidet knapp an der Königshürde.

Markenname: Colgate gehört zu den bekanntesten Marken der Welt. In der Rangliste der Top-100-Brands der Businessweek für 2001 belegt die Marke Colgate Platz 56. Sie wird mit 4,56 (Vorjahr: 4,42) Mrd. US\$ bewertet. Das Produktportfolio des Konzerns rangiert auf Platz 9 der weltweit wertvollsten Portfolios und besitzt einen Marktwert von 14,36 (Vorjahr: 13,64) Mrd. US\$ – 7 Punkte.

Herrscher der Branche: Colgate-Palmolive ist kein Monopolist, aber im umsatzstärksten Segment der Mundhygiene weltweiter Marktführer. In seinen anderen Geschäftsbereichen nimmt der Konzern marktführende Positionen ein – 5 Punkte.

Geringwertige Produkte: Colgate erzeugt niedrigpreisige Produkte des täglichen Bedarfs, die immer benötigt werden – 10 Punkte.

Wachstumspotenzial: Auch wenn sich die meisten Menschen mehrmals täglich die Zähne putzen: Überdurchschnittliche Wachstumsraten sind kaum mehr möglich. Die Marktanteile sind weltweit im



Ausgabe 17/2002 vom 26.04.2002

Wesentlichen verteilt. Es geht vor allem darum, die errungenen Anteile zu verteidigen. Auch für Colgate ist das Umsatzwachstum begrenzt – 6 Punkte.

Konzentration: Colgate-Palmolive konzentriert sich auf Pflege- und Reinigungsprodukte, die zusammen 87% der Gesamtumsätze ausmachen. Das Geschäftsfeld Tiernahrung schert hier aus. Wir billigen dem Unternehmen 6 Punkte zu.

Für die letzten 10 Jahre betrug Colgates durchschnittliche **Bruttomarge** 50,6% (5 Punkte), die **Nettomarge** 9,5% (0 Punkte). Macht zusammen 5 Punkte. Der Anteil der **langfristigen Schulden** ist mit 40% an der Bilanzsumme hoch. Dafür gibt es keine Punkte. Das durchschnittliche **Gewinnwachstum** der letzten 10 Jahre lag bei 23,7%. Ein Spitzenwert. Allerdings wuchs der Gewinn im letzten Jahr nur um 13,9% und wird voraussichtlich in 2002 nur um 13% steigen. Daher 9 Punkte. Die **Operative Cashflow-Marge** beträgt 17% – 3 Punkte.

Colgate-Palmolive erzielt eine durchschnittliche **Eigenkapital-Rendite** von 43,5% – 5 Punkte. Dabei ist folgendes zu bedenken: Das Eigenkapital sinkt seit 1996 kontinuierlich. Die Eigenkapital-Rendite steigt also auch dadurch an, dass sich der steigende Nettogewinn auf ein immer geringer werdendes Eigenkapital bezieht. **Einbehaltene Gewinne:** Nach Dividendenzahlung bleiben durchschnittlich 34,2% der Gewinne im Unternehmen – 3 Punkte. (Anmerkung: Der Durchschnittswert wird durch die Jahre 1991, 1993 und 1995 kräftig gedrückt. In diesen Jahren verbuchte Colgate markante Gewinnrückgänge, aber die Dividenden wurden nicht entsprechend abgesenkt. Seit 1996 stieg die jährliche Einbehalt-Quote von 52,3% auf zuletzt 64,2%.) Die **Rendite der einbehaltenen Gewinne** betrug im Schnitt der letzten 10 Jahre 20,8% – volle 5 Punkte. Beim **Verhältnis der Sachinvestitionen zum Operativen Cashflow** vergeben wir für 21,3% nochmals 5 Punkte.

Unsere Bewertung

Diskontmodell: Beim Netto-Cashflow (NCF) rechnen wir in den kommenden 5 Jahren mit 10% Wachstum pro Jahr, dann mit 8%. **GpA-KGV-Modell:** Wir unterstellen vorsichtig ein jährliches Gewinnwachstum von 10%. Im Schnitt der vergangenen Jahre erreichte Colgate-Palmolive hier 23,7%. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag im Durchschnitt der letzten Jahre bei 28. In 10 Jahren sehen wir das KGV bei 15. **EK-Rendite/KGV-Modell:** Wir gehen von 25% Eigenkapital-Rendite aus und rechnen mit einer Gewinneinbehaltquote von 60%. Der Konzern behält zuletzt 64% der Gewinne ein.

Colgate-Palmolive 22.04.2002

Verkaufen ab	90,41 \$	101,78 €
Innerer Wert	75,34 \$	84,81 €
Kaufen bis	60,27 \$	67,85 €
Aktienkurs aktuell	54,40 \$	61,60 €
Aktienkurs 2012	127,60 \$	143,64 €
Erwartete Rendite	8,90 %	

Für die Aktie von Colgate-Palmolive ergibt sich somit insgesamt ein **Innerer Wert** von 84,81 €. Sie ist unterhalb von 67,85 € ein Kauf. Ein Verkauf empfiehlt sich bei Kursen über 101,78 €. Beim Kurs von 61,60 € am Bewertungstag ergibt sich eine Kaufempfehlung.

Entnehmen Sie die entsprechenden Werte in US\$ bitte der Tabelle und beachten Sie bei Ihren Entscheidungen die aktuellen Aktien- und Devisenkurse.

Colgate-Palmolive im Königstest

Marktposition und Produkte		max
1. Massen-Markename	7	10
2. Herrscher der Branche	5	10
3. Geringwertige Wirtschaftsgüter	10	10
4. Wachstumspotenzial Branche	6	10
5. Konzentration auf Kerngeschäft	6	10
Unternehmenskennzahlen		
6. Bruttomarge/Nettomarge	5	10
7. Langfristige Schulden	0	5
8. Gewinnwachstum	9	10
9. Cashflow-Marge	3	5
10. Eigenkapital-Rendite	5	5
11. Einbehaltene Gewinne	3	5
12. Rendite einbeh. Gewinne	5	5
13. Sachinvestitionen	5	5
GESAMT:	69	100