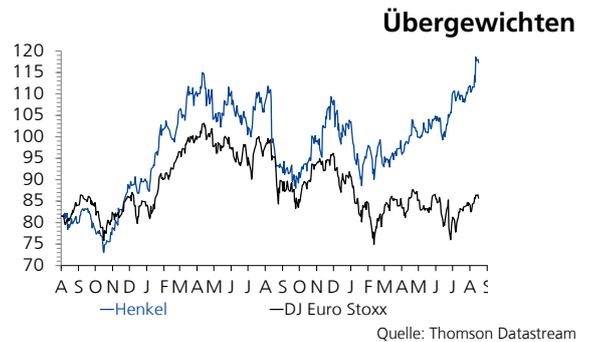


# Henkel

## Gelingt mit Sun der nächste Sprung?

17. August 2016

Kurs: EUR 116.40  
 TK-Symbol/Valor: HEN3/ 335 910  
 Branche: Körperpflege/Kosmetik  
 Risikograd/Land: 5/Deutschland  
 Börsenkapitalisierung: EUR 46.5 Mrd  
 Kursperformance: YTD 12.8%  
 Free Float: Vorzugsaktien ca. 98%  
 S&P Rating: A  
 Nachhaltiges Universum: Ja  
 Analyst: Michael Winkler 044 292 24 23



### Kennzahlen

per Ende Dezember	2015	2016E	2017E
GpA (EUR)	4.42	5.12	5.44
KGV	26.3x	22.5x	21.4x
Kurs/Buchwert	2.8x	2.7x	2.5x
EV/EBITDA	16.1x	14.1x	13.3x
Dividende (EUR)	1.47	1.57	1.71
Rendite	1.3%	1.4%	1.5%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Unternehmensbeschreibung

Henkel ist ein Konglomerat mit den Schwerpunkten Körperpflege, Reinigungsmittel und Klebstoffe. Im Bereich Industrieklebstoffe ist das Unternehmen mit einem weltweiten Marktanteil von etwa 15% führend. Die wichtigsten Marken des Unternehmens sind Persil, Purex, Somat, Schwarzkopf, Fa, Diadermine, Dial, Pritt, Pattex, Loctite, Duck und Teroson. Hauptkonkurrenten sind Procter & Gamble, Beiersdorf, Colgate-Palmolive, Unilever, Reckitt Benckiser, Clorox sowie bei den Klebstoffen Rohm und Haas, HB Fuller, 3M und Sika.

### Umsatzverteilung nach Segmenten



### Geografische Umsatzverteilung



### Investment-Case

- Wir gingen Ende des letzten Jahres davon aus, dass 2016 für Henkel ein eher volatiles Übergangsjahr würde, da die zugrunde liegenden Märkte keine eindeutige Wachstumstendenz aufzeigten. Hinzu kam der Abgang des sehr erfolgreichen CEO im Januar. Die Aktie hat dennoch sehr gut performt, da in den ersten Quartalen operativ gute Zahlen ausgewiesen wurden und die im Juni angekündigte Übernahme von Sun Products für weitere Gewinnfantasie sorgt.
- Sun Products ist ein im mittleren Preissegment positioniertes US-Unternehmen für Waschmittel. Henkel selbst hat seit letztem Jahr ihre Marke Persil in den USA im oberen Preissegment lanciert. Mit der Übernahme steigt Henkel zur Nr. 2 bei den Waschmitteln in den USA auf. Die US-Märkte sind in der Waschmittelkategorie sehr profitabel. Der Anteil Nordamerikas am Konzernumsatz dürfte von 20% auf 26% steigen.
- Der Kaufpreis für Sun beträgt EUR 3.2 Mrd bei einem Umsatz von EUR 1.4 Mrd. Sun erzielt 35% der Umsätze mit Handelsmarken und liegt daher mit einer operativen Marge von knapp 10% unter der momentanen Henkel-Waschmittelmarge von 17.1% (FY 2015). Zu Synergien machte Henkel noch keine Angaben. Wir glauben aber, dass bis zu 10% der Umsätze von Sun langfristig realistisch sind. Wir gehen bezüglich der Sun-Übernahme von einer Verdichtung des GpA ab dem Jahr 2017 von 5% und ab 2019 von 7% p.a. aus. Bei einer erstmaligen Konsolidierung ab 2017 dürfte die Gruppenmarge aber zuerst leicht nachgeben (siehe Grafik nächste Seite).
- Der wichtige nächste Event für Investoren ist die Vorstellung der Strategie bis 2020 am 17. November unter dem neuen CEO van Bylen, der seit über 30 Jahren bei Henkel ist. Gemessen am KGV-Multiplikator ist die Bewertung von Henkel tendenziell moderat (Grafik unten). Auch dürften die Übernahme von Sun, das gut laufende operative Geschäft und die erfolgreiche Kostenkontrolle für positive Gewinnüberraschungen sorgen.

## Swot-Analyse

### Stärken/Chancen

- Mit Abstand Weltmarktführer bei den Industrieklebstoffen
- Ein moderater Ölpreis und weitere Kostensenkungen dürften die Margen im Klebstoffgeschäft weiter stützen
- Hauptaktionär (Familie Henkel) zeigt seit einiger Zeit ein verstärktes Interesse an einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung
- Attraktive Positionierung im renditestarken Waschmittelgeschäft
- Finanzierung von Sun ist kein Problem, Henkels Free Cashflow dürfte in diesem Jahr etwa EUR 2 Mrd betragen
- Bei der momentanen Nettoverschuldung von nur EUR 100 Mio bliebe, trotz Sun, genügend Raum für weitere Akquisitionen

### Schwächen/Risiken

- Antiquierte Aktionärsstruktur (Stamm- und Vorzugsaktien)
- Wasch- und Reinigungsmittel sind kein expliziter Wachstumsmarkt, ständiger Druck durch Handelsmarken
- Trotz defensiver Konsumsparten bleibt Henkel überwiegend in der Wahrnehmung der Investoren eine zyklische Aktie
- Trennung von Industrie- und Konsumgeschäft (z.B. in zwei börsennotierte Gesellschaften) steht nicht auf der Agenda
- Relativ bescheidene Dividendenrendite, die solide Bilanz würde höhere Ausschüttung ermöglichen

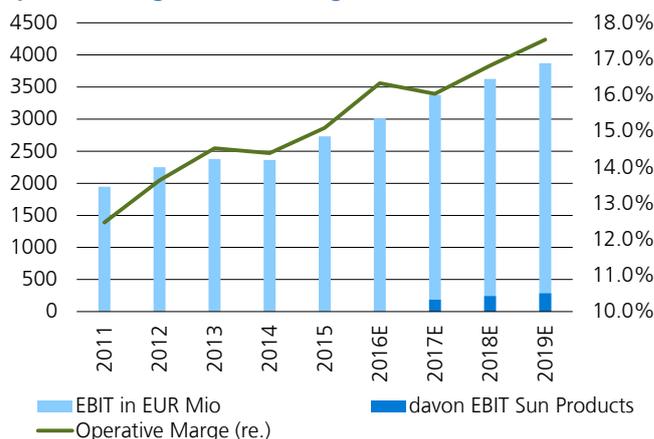
## Kennzahlen

Unternehmen (in EUR Mio)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz Mio	16 428	18 089	18 447	19 199	19 976
– Veränderung	0.4%	10.1%	2.0%	4.1%	4.0%
Betriebsgewinn Mio	2 364	2 730	3 012	3 193	3 383
– Veränderung	-0.5%	15.5%	10.3%	6.0%	6.0%
– Betriebsgewinnmarge	14.4%	15.1%	16.3%	16.6%	16.9%
Reingewinn Mio	1 628	1 921	2 203	2 282	2 528
– Veränderung	2.5%	18.0%	14.7%	3.6%	10.8%
– Reingewinnmarge	9.9%	10.6%	11.9%	11.9%	12.7%
Eigenkapitalrendite	14.1%	14.1%	14.5%	13.6%	13.7%
Eigenkapital in % der Bilanzsumme	56.5%	62.8%	69.2%	74.8%	81.0%

Kennzahlen pro Aktie in EUR	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Gewinn pro Aktie	3.75	4.42	5.12	5.44	5.81
Buchwert pro Aktie	26.50	31.46	34.96	38.50	42.52
Dividende	1.31	1.47	1.57	1.71	1.80
– Ausschüttungsquote	35%	33%	31%	31%	31%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Operatives Ergebnis und Marge Henkel inkl. Sun



Quelle: Zürcher Kantonalbank

## KGV 12 Monate historisch Henkel vs. Vergleichsgruppe



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Reuters

## Offenlegungen und Disclaimer ZKB Research

### Liste aller Publikationen der letzten 12 Monate

Eine Liste aller Berichte/Publikationen, die in den vergangenen 12 Monaten zu irgendeinem Emittenten oder Finanzinstrument verbreitet wurden, können unter der folgenden Internetadresse <https://zkb-finance.mdgms.com/user/login/index.html> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das Finanzinfos+ Portal haben, melden Sie sich bei dem für Sie zuständigen Kundenbetreuer.

### Bewertungsmethoden

Die grundlegenden methodischen Analyse- und Bewertungsansätze, welche vom Research der Zürcher Kantonalbank bei der Erstellung ihrer Publikationen berücksichtigt bzw. verwendet werden, finden Sie auf der ZKB Homepage unter der folgenden Internetadresse <https://www.zkb.ch/de/un/fk/anlagen-boerse/news-research.html>.

### Häufigkeit der Aktualisierung von Publikationen

Publikationen über Emittenten oder Finanzinstrumente werden grundsätzlich, und soweit nichts anderes vermerkt ist, anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen oder beim Bekanntwerden von kurs- oder ratingrelevanten Informationen vom Research der Zürcher Kantonalbank aktualisiert.

### Interessenkonflikte

<sup>1</sup> Analyst hält Wertpapiere des Unternehmens.

<sup>2</sup> Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt.

<sup>3</sup> Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an Aduno, über 5% an Banque Cantonale du Jura und über 3% an Valiant Holding AG.

<sup>4</sup> Die Zürcher Kantonalbank hält 5% oder mehr des Aktienkapitals des Unternehmens.

<sup>5</sup> Die Zürcher Kantonalbank hält eine Nettoverkaufsposition von mindestens 0.5% des Aktienkapitals des Unternehmens.

<sup>6</sup> Die Zürcher Kantonalbank hält eine Nettokaufposition von mindestens 0.5% des Aktienkapitals des Unternehmens.

<sup>7</sup> Die Zürcher Kantonalbank hält als Asset Managerin eine Nettoverkaufsposition von mindestens 0.5% des Aktienkapitals des Unternehmens.

### Disclaimer

Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «Kaufen», «Halten» oder «Verkaufen», sondern nur relative Einstufungen («Übergewichten», «Marktgewichten», «Untergewichten») gegenüber einer Benchmark. Bei Schweizer Aktien ist die Benchmark der Swiss Performance Index (SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtrendite (Total Return), welche sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtrendite erwartet.

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Sofern Beiträge in dieser Publikation durch Organisationseinheiten erstellt wurden, welche nicht den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile entsprechend vermerkt.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S. Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG.

This publication and the information contained in it must not be distributed and / or redistributed to, used or relied upon by, any person (whether individual or entity) who may be a US person under Regulation S under the US Securities Act of 1933. US persons include any US resident; any corporation, company, partnership or other entity organized under any law of the United States; and other categories set out in Regulation S.

Copyright © 2016 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.