

“Estée Lauder: Nummer één in luxe cosmetica”

Uit het departement: “Koopadvies”

Estée Lauder is een **Amerikaans cosmeticabedrijf** dat werd opgericht in 1946 door de gelijknamige zaakvoerster en sindsdien geëvolueerd is tot een **wereldleider in de sector van de premium schoonheidsproducten**, goed voor een globaal marktaandeel van 15%. De familie Lauder heeft met 87% van de stemrechten en William Lauder, kleinzoon van de oprichtster en voorzitter van de raad vandaag nog steeds de macht stevig in handen.

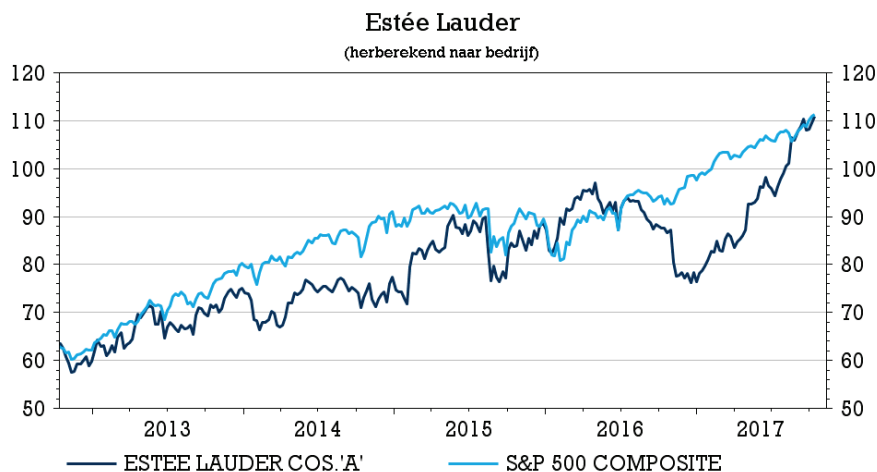
De groep stelt wereldwijd ruim 46 000 mensen te werk en haar producten worden in 150 landen verkocht met de **Verenigde Staten als grootste afzetmarkt**, met een marktaandeel van ongeveer 40%. Noord- en Zuid-Amerika nemen samen ruim 40% van de verkoop voor hun rekening, terwijl Europa, het Midden-Oosten en Afrika samen voor iets minder dan 40% verantwoordelijk zijn. De overige producten worden in Azië en Oceanië verkocht.



Estée Lauder deelt haar activiteiten op in voornamelijk **vier divisies**: make-up, huidverzorging, parfums en haarverzorging, die in 2016 elk respectievelijk 43%, 38%, 14% en 5% van de omzet genereerden. De groep heeft meer dan 25 prestigemerken in haar portfolio zoals **Estée Lauder, Clinique, M.A.C., Bobbi Brown en Aveda**. De producten worden verkocht via een netwerk van luxe grootwarenhuizen (Bloomingdale's, Macy's) en speciaalzaken (Sephora, Ulta), alsook online. Daarnaast baat Estée Lauder nog eens zo'n 1 460 vrijstaande winkels uit, specifiek verbonden aan één merk (voornamelijk M.A.C., Origins en Aveda).

Expansie, ontwikkeling en overnames

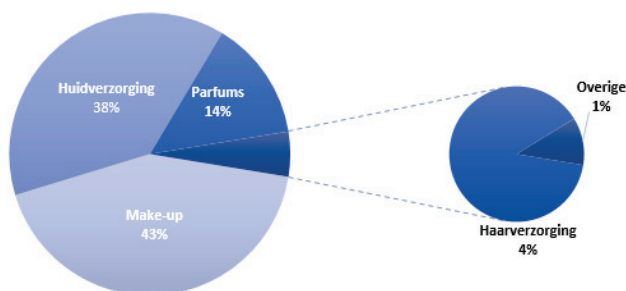
Aanvankelijk groeide Estée Lauder vooral door territoriaal te expanderen en met in-house ontwikkelde vernieuwingen het productengamma uit te breiden. Vanaf de jaren '90 begon de groep echter aan een explosievere groei door te **investeren in andere cosmeticabedrijven** en/of ze (na verloop van tijd) **volledig over te nemen**. Een schoolvoorbeeld hiervan is het Canadese M.A.C., waarin Estée Lauder in 1994 aanvankelijk enkel deels participeerde maar het uiteindelijk in 1998 volledig inlijfde.



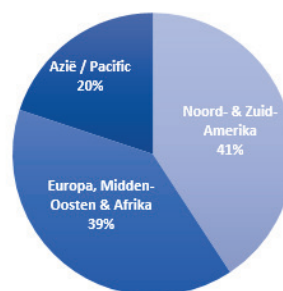
Sindsdien volgden de acquisities elkaar snel op (1995: Bobbi Brown, La Mer; 1997: Aveda; 1999: Stila, Jo Malone; ...) en dat **blijft tot op vandaag een belangrijk deel van de groeistrategie van Estée Lauder**. Door de vinger aan de pols te houden en vernieuwende en hedendaagse merken over te nemen, tracht de groep zichzelf verder te ontwikkelen en vooral relevant te blijven. De meest recente overnames dateren van eind 2016. In oktober kocht Estée Lauder **Becca** en in november werd **Too Faced** de grootste overname van de groep tot dusver. Becca staat bekend voor het aanbieden van specifieke make-up voor een heel verscheiden palet aan huidskleuren. Too Faced verkoopt cosmeticaproducten voor de ogen, lippen en het gezicht en is vooral populair bij jongeren. Dankzij het wijdverspreid distributienetwerk van Estée Lauder

bereiken deze nieuwe merken een breed publiek en dragen ze snel bij tot de omzetgroei van de cosmeticagigant. Daarenboven blijven ze investeren in hun bestaande merken om zo hun marktpositie te verstevigen.

Productcategorieën (omzet, in dollar)



Geografische segmenten (omzet, in dollar)



Sterke omzetgroei, met veel potentieel

Estée Lauder's **vergelijkbare omzet groeide** de afgelopen jaren met **6 tot 10% terwijl** de omzet van de sector van huishoud- en verzorgingsproducten gemiddeld slechts met 2 tot 5% groeide. Ook voor de komende jaren wordt verwacht dat Estée sneller zal groeien dan de sector (5-7% vs 4% voor de sector). De sterkere groeicijfers zijn vooral te verklaren door het feit dat Estée Lauder uitsluitend actief is in verzorgingsproducten, en bovendien ook nog eens in het premiumsegment. Dat premiumsegment kent een veel sterkere groei dan de meer doorsnee cosmetica door een wereldwijde trend naar meer kwaliteitsproducten. Dit segment ondervindt ook minder prijsdruk en concurrentie van lokale spelers dan de andere segmenten in de sector.

Daarenboven groeit globaal gezien de consumptie van make-up ook sneller dan de algemene sector van huishoud- en verzorgingsproducten. De reden hiervoor is de alomtegenwoordige **aanwezigheid van sociale media en het stijgende belang dat vooral Millennials** (geboren begin jaren '80 - begin jaren '90) en **Generation Z** (geboren eind jaren '90 - begin jaren 2000) daardoor aan hun uiterlijk hechten en daarom ook meer spenderen aan make-up dan voorgaande generaties op dezelfde leeftijd. Estée Lauder is **uitstekend gepositioneerd om voluit te profiteren van deze trends** aangezien make-up ruim 40% van de omzet uitmaakt en de groep ook globaal marktleider is met een marktaandeel van ongeveer 25%. Een kanttekening is wel dat in 2017 de groei van de omzet uit make-up afgestompt werd door een daling van de verkopen van M.A.C. en Clinique in vooral de vrijstaande merk-specifieke winkels in de Verenigde Staten (verkoop van beide merken online en in speciaalzaken zoals Ulta stegen wel). Hierdoor bedroeg de vergelijkbare omzetgroei in 2017 voor de groep slechts 5%. Dit is lager dan de voorbije 5 jaren, maar wel nog steeds ruim boven het sectorgemiddelde.

Ook **de diversiteit aan verkoopkanalen** helpt de omzetgroei verder ondersteunen. Ruim een derde van de omzet (36%) is namelijk afkomstig van de verkoop in luchthavens, in speciaalzaken en online. Deze kanalen groeien ook het snelst, zeker nu het luchthavenverkeer weer begint aan te trekken na een dip de voorbije jaren (mede door terreuraanslagen- en dreiging).

Het onlinekanaal is ook veel verder ontwikkeld bij Estée Lauder dan bij haar concurrenten. Waar bij Estée ruim 10% van de omzet online gegenereerd wordt, bedraagt dat bij de eerste belager L'Oréal slechts 5%. Estée Lauder geeft dan ook zo'n 50% van haar marketingkosten uit aan e-commerce, wat haar geen windeieren lijkt te leggen. Ter vergelijking, voor de overige sectorgenoten bedraagt dit maximaal 30- 35%. Dit maakt haar ook opnieuw aantrekkelijker voor de jongere generaties die vaker online shoppen.

Hoge brutomarges, lagere operationele marges

Met **brutomarges boven de 80%** sinds 2013 (met uitzondering van 2017: 79,5%) en een gemiddelde van 76,4% over de periode '99-'15 steekt Estée Lauder met kop en schouders boven het sectorgemiddelde uit. De hogere brutomarges zijn grotendeels te verklaren door het feit dat Estée actief is in het premiumsegment. Het management verwacht ook om de brutomarge rond 80% te kunnen houden, deels via besparingen dankzij het **Strategic Modernisation Initiative**, een project gestart in 2009 om de marges continu te

verbeteren door onder andere efficiëntere productieprocessen en kortere doorlooptijden om producten op de markt te brengen.

Tegenover de **hoge brutomarges staan echter operationele marges die gemiddeld lager liggen** dan de sectorgenoten. De operationele marge van Estée Lauder schommelt rond de 15-16%. De hoge algemene, administratieve en verkoopkosten zijn hier de boosdoener. Deze slorpen 65% van de omzet van Estée op, terwijl dit voor de sector slechts 55% bedraagt. Marketingkosten vormen voor Estée ruim een derde van deze kosten (25% van de omzet) en dit maakt van hen ook op dit vlak de grootste uitgever, wat niet ongebruikelijk is voor een speler in het premiumsegment. De marketingkosten buiten beschouwing gelaten, is er echter **ruimte voor margeverbetering** en dit erkent ook het management. Met het besparingsplan **Leading Beauty Forward**, vorig jaar gelanceerd, wil Estée Lauder tegen 2019 de operationele marge verhoogd hebben met 150 basispunten, komende van 15,5% in 2016.

Wijzigingen in de samenstelling van de omzet op basis van de productcategorie en distributiekanaal hebben ook een invloed op de winstgevendheid. Zo liggen de operationele marges op huidverzorgingsproducten (19%) hoger dan die op make-up (16%), haarverzorging (9%) en parfums (6%) en brengen goederen verkocht in vrijstaande merk-specifieke winkels of online meer op dan dezelfde goederen verkocht in een luxe grootwarenhuis zoals Macy's. Estée Lauder is volop bezig zich zodanig te positioneren dat het daar optimaal kan van profiteren, zowel via overnames als organisch. **Ruim 80% van de omzet komt van de meest winstgevende categorieën huidverzorging en make-up.** Veelbelovend is ook het herstel van de groei in huidverzorgingsproducten, wat de winstgevendheid ten goede komt. Zoals eerder vermeld zet Estée ook volop in op e-commerce en zal door de sluiting van 100 Macy's winkels het aandeel in de omzet van de minder winstgevende luxe grootwarenhuizen dalen, wat een positieve invloed heeft op de operationele marge.

Risico's

Na twee neerwaartse jaren steeg de operationele marge dit jaar opnieuw, maar een sterkere dollar en **negatieve impact van overnames en herstructureringen** zet de marges wel onder druk. Een sterkere dollar weegt op de winstgevendheid van Estée Lauder en zorgt er ook voor dat de verkoop uit de luxe grootwarenhuizen en afkomstig van toeristen daalt. De kans bestaat ook dat de voordelen van een eventuele belastingverlaging, één van de vele verkiezingsbeloftes van President Trump, niet volledig opwegen tegen de nadelen van een hiermee gepaard gaande **sterkere dollar**.

Naast een sterkere dollar kan ook een **slabakkende groei in de huidverzorgingsproducten** wegen op zowel de winstgevendheid als de omzet van Estée Lauder. Sinds 2011 is de groei van dit segment gedaald van bijna 14% tot nauwelijks 1% in 2016 door een terugval in de luxe grootwarenhuizen in de Verenigde Staten en in luchthavenwinkels in Azië. Ook e-commerce werd voor deze categorie belangrijker, en daarin waren de huidverzorgingsproducten van Estée Lauder (Estée en Clinique) wat afwezig. De neerwaartse trend lijkt met een groei van 3% over het boekjaar 2017 wel gestut, wat normaliter dus zal bijdragen tot de winstgevendheid.

Daarnaast is Estée ook **kwetsbaar voor het globale luchthavenverkeer** aangezien meer dan 10% van haar omzet en ongeveer 25% van de operationele winst afkomstig is van winkels gestationeerd in luchthavens. De marges liggen in die winkels hoger aangezien minder marketingkosten moeten gemaakt worden. Een kleine daling in de omzet van dit distributiekanaal heeft dus een grote impact op de winstgevendheid. Een dergelijke daling heeft zich dus gemanifesteerd de laatste jaren, enerzijds door terreurdreiging en anderzijds ook door Chinese toeristen die minder spendeerden in onder andere Hong Kong. Het luchthavenverkeer trekt ondertussen weer aan (groei van 20%) en ook de uitgraves van Chinese toeristen groeiden over de eerste jaarhelft van 2017 weer ten opzichte van vorig jaar. Een laatste risicofactor eigen aan Estée Lauder is het discretionaire karakter van haar portfolio. De producten van Estée bevinden zich in het premiumsegment en daar horen ook premiumprijzen bij. Een recessie of terugval van het beschikbare inkomen van haar klanten kan ervoor zorgen dat ze zullen terugvallen op de meer doorsnee cosmetica en de duurdere producten van Estée links laten liggen. **Estée Lauder is dus een relatief cyclisch-gevoelig bedrijf binnen de sector van de niet-cyclische consumentengoederen.**

Waardering

Het aandeel van Estée Lauder is sinds begin dit jaar al ruim 40% gestegen en noteert voor 2018 in absolute termen aan een dure waardering (27,7x K/W & 16,3x EV/EBITDA). Maar relatief gezien is dit een premium van 20% ten opzichte van de globale consumentengoederensector, wat ongeveer het historisch gemiddelde is, bekeken over de laatste 20 jaar.

De analisten van KBC Asset Management zijn van de overtuiging dat Estée Lauder in vergelijking met haar sectorgenoten zich in nog betere conditie bevindt dan vroeger en bovendien ook een rooskleuriger toekomst staat te wachten. Een premium boven het historisch gemiddelde lijkt ons dan ook gerechtvaardigd en daarom wordt **geïnitieerd we met een aanbeveling tot KOPEN en een koersdoel van 123 dollar.**

Periodicity:	6/07	6/08	6/09	6/10	6/11	6/12	6/13	6/14	6/15	6/16	6/17
Revenue	7,038	7,911	7,324	7,796	8,810	9,714	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824
EBITDA	958	1,062	672	1,054	1,384	1,608	1,863	2,212	2,015	2,025	2,156
Valuation Ratios											
Price Earnings	21.07	19.35	18.47	18.53	27.07	23.41	23.05	23.39	30.25	28.81	25.89
EV to EBIT	13.23	15.84	21.85	14.11	19.03	16.01	16.63	15.41	20.31	21.33	21.97
EV to EBITDA	10.37	12.10	13.59	10.58	14.98	13.06	13.62	12.73	16.18	16.96	17.24
Price to Sales	1.32	1.14	0.88	1.41	2.35	2.17	2.50	2.61	3.05	2.99	2.98
Price to Book	7.38	5.48	3.92	5.66	7.89	7.70	7.76	7.38	8.92	9.37	8.06
Dividend Yield	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Profitability Ratios											
Gross Margin	75%	75%	74%	77%	78%	79%	80%	80%	81%	81%	79%
EBITDA Margin	14%	13%	9%	14%	16%	17%	18%	20%	19%	18%	18%
Operating Margin	11%	10%	6%	10%	12%	14%	15%	17%	15%	14%	14%
Profit Margin	6%	6%	3%	6%	8%	9%	10%	11%	10%	10%	11%
Return on Assets	11%	10%	4%	9%	12%	13%	15%	16%	14%	13%	12%
Return on Equity	32%	33%	13%	27%	31%	32%	34%	34%	29%	31%	31%

Auteurs: KBC Asset Management

Bijdrage door:

Gerelateerd:



Tom Simonts
Senior Financial Economist
KBC Groep



E-mail:
Tel:
Mobile:

tom.simonts@kbc.be
+32 2 429 37 22
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep
Havenlaan 2 (GCM)
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.
Neem een kijkje op www.kbceconomics.be, www.kbcsecurities.com en www.kbcam.be

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?
Stuur een e-mail naar frontrow@kbc.be met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accurateheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites www.kbcam.be, <http://www.kbcsecurities.be> en www.kbcprivatebanking.be.

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – www.kbc.com