

## Los resultados 2019 confirman la fortaleza de las marcas insignia. La integración de Tiffany en 2S20 aportará diversificación y crecimiento

### Datos básicos

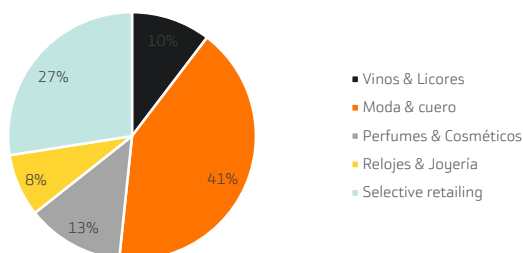
Capitalización (M€):	206.582
Último (€/acción):	410,4 €
Nº acciones (M):	503,4
Mín/Máx (52 sem):	281,5 / 439,1
Cód. Reuters / Bloomberg:	LVMH.PA / MC FP

Cifras relevantes	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
Ventas	46.826	53.670	56.850	60.860	9,1%
M. Bruto	31.201	35.547	37.805	40.472	9,1%
<i>M. Bruto</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,5%</i>	
EBIT	9.877	11.273	12.002	13.539	11,1%
<i>Margen EBIT</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>22,2%</i>	
BNA	6.354	7.171	7.718	8.744	11,2%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,4%</i>	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
PER	32,5	28,8	26,8	23,6	
EV/EBITDA	17,7	13,1	12,4	11,6	
Rent. Dividendo	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	
BPA (€/acc)	12,6	14,2	15,3	17,4	11,2%
DPA (€/acc)	6,0	6,8	7,3	8,3	11,4%
DN/EBITDA (x)	0,5	0,4	0,5	0,5	

### Desglose de ventas 2019



### Evolución bursátil (últimos 12 meses)



## LVMH

Precio objetivo: 450 €

Recomendación: Comprar

Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados del 4T19 han confirmado la fortaleza de sus marcas insignia en un entorno que no ha sido fácil. El grupo mantiene **crecimiento de doble dígito en ventas y EBIT**. A pesar de acontecimientos adversos en el corto plazo (coronavirus en China, inestabilidad en HK), las fuentes de crecimiento estructural siguen intactas (ver informe sectorial). La **incorporación de Tiffany en 2S20** incorporará una enseña icónica en EE.UU. y aportará diversificación y el potencial de relanzar una marca que había perdido impulso en los últimos años. En el sector de lujo primamos compañías diversificadas por marcas, productos y áreas geográficas, con alto reconocimiento de marca, poder de fijación de precios y sesgo a productos y servicios premium. A pesar de un **modelo de negocio superior y posición dominante en el mercado, que se traduce en márgenes y crecimientos superiores**, LVMH cotiza en línea con el sector del consumo de lujo. Mantenemos recomendación de Compra con un Precio Objetivo de 450€.

Los resultados del 4T19 son moderadamente positivos en un entorno que no ha sido fácil. Destacan las revueltas de Hong Kong donde las ventas han disminuido -40% en el 4T y el aumento del IVA en Japón en octubre. Con todo, el grupo mantiene **crecimiento de doble dígito en ventas y EBIT**.

Las ventas orgánicas aumentan +10% en 2019 pero en el 4T estanco **desaceleran hasta +8% (vs +11% hasta septiembre)**. El crecimiento se ha visto afectado por la subida del IVA en Japón y el reajuste de inventarios en EE.UU. **Sin estos extraordinarios, las ventas orgánicas hubieran crecido +11%. Todas las áreas geográficas y las divisiones de negocio mantienen crecimientos positivos en el año**. Destaca la división de Moda & Cuero (41% de las ventas totales) con aumentos de +17% en ventas orgánicas y de +24% en B. Operativo. Las ventas en Asia (30% del total), que generan preocupación por la desaceleración en China, muestran en el trimestre un crecimiento de +11% (vs +16% en 9M19), mientras que en Japón (7% del total) disminuyen -4% impactadas por la subida del IVA.

El **Beneficio Operativo Ordinario (EBIT) creció +15,0%** hasta 11.504M€, con un margen operativo del 21,4% (mismo que 2018). El **BNA aumentó +12,9%** hasta 7.171M€ y el Cash Flow libre +13% hasta 6.167M€. La deuda Financiera Neta asciende a 6.206M€ vs 5.452M€ a finales de 2018. El grupo propondrá un dividendo con cargo a 2019 de 6,80€/acción, +13%.

En la segunda mitad del año se producirá la **integración de Tiffany**. La adquisición, que asciende a 16.300 M\$, **permitirá al grupo reforzar su posicionamiento en el segmento de la joyería**, donde ya tiene marcas como Bulgari, Hublot y Tag Heuer. El segmento de joyería representa el 8,2% de las ventas del grupo y crece a ritmos inferiores (+6,8% vs +15% del total en 2019). La compra de Tiffany diversificará la actividad del grupo en un segmento más accesible que las marcas actuales. Tiffany representará un aumento de ~+8,0% de las ventas y el BNA del grupo. El nuevo precio ofrecido implica un PER 2019 de 26,8x vs al 25,6x de LVMH. Aunque el precio es elevado, el potencial de mejora de la marca Tiffany bajo el paraguas de LVMH es significativo y **la adquisición aporta diversificación e incorpora una marca icónica en EE.UU.** Con una DF/EBITDA de 0,5x y caja por importe de 5.673 M€ a cierre de junio, LVMH tiene capacidad financiera para acometer la operación.

A pesar de un modelo de negocio superior y posición dominante en el mercado, LVMH cotiza en línea con el sector del consumo de lujo. Creemos que el valor merece una prima. Mantenemos opinión positiva sobre el valor.

## Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TAMI (16/18)	TAMI (18/23)
Ventas	37.600	42.636	46.826	53.670	56.850	60.860	64.650	67.125	11,6%	7,5%
M. Bruto	24.561	27.853	31.201	35.547	37.805	40.472	42.992	44.638	12,7%	7,4%
<i>Margen Bruto</i>	<i>65,3%</i>	<i>65,3%</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,5%</i>		
EBITDA	9.047	10.489	12.179	16.381	17.298	18.570	19.557	19.726	16,0%	10,1%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,6%</i>	<i>26,0%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,3%</i>	<i>29,4%</i>		
EBIT	6.904	8.113	9.877	11.273	12.002	13.539	14.759	15.135	19,6%	8,9%
<i>Margen EBIT</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>22,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,5%</i>		
BNA	4.066	5.365	6.354	7.171	7.718	8.744	9.560	9.811	25,0%	9,1%
% var. Ventas		13,4%	9,8%	14,6%	5,9%	7,1%	6,2%	3,8%		
% var. BNA		31,9%	18,4%	12,9%	7,6%	13,3%	9,3%	2,6%		

<sup>1</sup>Tasa Anual Media de Incrementos

## Resumen de Balance de Situación

M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TAMI (16/18)	TAMI (18/23)
Inmovilizado Material	12.139	13.862	15.112	18.533	17.830	17.065	16.388	15.789		
Inmovilizado Inmaterial	23.736	30.794	30.981	33.246	34.017	35.300	36.654	37.703		
Existencias	10.546	10.888	12.485	13.717	14.781	15.824	16.809	17.453		
Clientes	2.685	2.736	3.222	3.450	3.411	3.652	3.879	4.028		
Tesorería	3.544	3.738	4.610	5.673	9.026	13.660	18.651	23.799	14,1%	38,9%
Otros	6.966	7.737	7.890	21.888	21.747	21.690	21.683	21.521		
<b>Total Activo</b>	<b>59.616</b>	<b>69.755</b>	<b>74.300</b>	<b>96.507</b>	<b>100.813</b>	<b>107.191</b>	<b>114.064</b>	<b>120.292</b>	<b>11,6%</b>	<b>10,1%</b>
Patrimonio Neto	27.898	30.377	33.957	38.365	42.535	47.360	52.559	57.749	10,3%	11,2%
Deuda Financiera	7.379	11.576	11.032	12.711	11.614	11.067	10.611	10.183	22,3%	-1,6%
Acreedores	4.184	4.539	5.314	5.814	6.094	6.524	6.930	7.196		
Pasivo Corriente	5.179	5.920	6.492	9.199	9.659	10.228	10.770	11.140		
Otros	14.976	17.343	17.505	30.418	30.911	32.011	33.195	34.025		
<b>Total Pasivo</b>	<b>59.616</b>	<b>69.755</b>	<b>74.300</b>	<b>96.507</b>	<b>100.813</b>	<b>107.190</b>	<b>114.064</b>	<b>120.292</b>	<b>11,6%</b>	<b>10,1%</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	VR
EBIT	9.877	11.273	12.002	13.539	14.759	15.135	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo		-3.044	-3.241	-3.655	-3.985	-4.087	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)		8.229	8.762	9.883	10.774	11.049	
+ Amortizaciones		5.108	5.295	5.031	4.798	4.591	
- Inversiones en activos fijos		-3.294	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
- Variación Capital Circulante		-960	-745	-853	-807	-527	
<b>= Cash Flow Libre</b>		<b>9.083</b>	<b>10.312</b>	<b>11.061</b>	<b>11.765</b>	<b>12.113</b>	<b>252.007</b>

WACC 6,6%

g 1,8%

Valor Grupo 234.014

- Deuda Neta -6.206

- Minoritarios -1.779

Valor Fondos Propios 226.029

Nº acciones (M) 503

**Precio Objetivo (€/acción) 450**

## Matriz de Sensibilidad

WACC/g	2,3%	2,0%	1,8%	2,0%	2,3%
5,6%	649	608	572	608	649
6,1%	561	530	503	530	561
6,6%	494	470	450	470	494
7,1%	441	422	405	422	441
7,6%	398	383	369	383	398
8,1%	362	350	338	350	362

Comparativa sectorial: Principales ratios y magnitudes

Principales Magnitudes

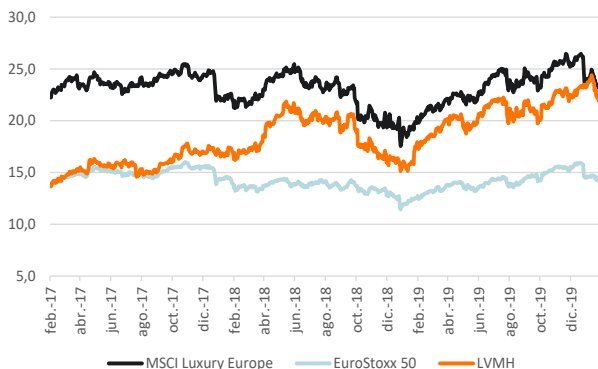
Moneda local	Ingresos				EBITDA				M. EBITDA		BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				ROE		DFN/EBITDA
	2019e	Var. %	2020e	Var. %	2019e	Var. %	2020e	Var. %	2019e	2020e	2019e	Var. %	2020e	Var. %	2019e	2020e	
<b>EUROPA</b>																	
Adidas	23.678	8,0%	25.372	7,2%	3.609	25,9%	3.854	6,8%	15%	15%	1.939	13,7%	2.139	10,3%	29,0%	29,0%	-0,3 x
Burberry	2.811	3,3%	2.947	4,8%	662	15,7%	716	8,1%	24%	24%	357	4,7%	393	10,0%	24,1%	24,8%	-0,7 x
Hermes	6.860	15,0%	7.489	9,2%	2.679	5,0%	2.938	9,7%	39%	39%	1.529	7,9%	1.703	11,4%	25,1%	23,7%	-0,9 x
Hugo Boss	2.868	2,6%	2.955	3,0%	549	8,7%	587	6,9%	19%	20%	224	-12,4%	248	10,6%	22,5%	23,5%	0,0 x
Kering	15.813	15,7%	17.229	9,0%	5.497	23,6%	6.030	9,7%	35%	35%	3.030	7,6%	3.586	18,4%	28,9%	29,2%	0,4 x
L'Oréal	31.634	5,9%	33.632	6,3%	7.313	21,5%	7.897	8,0%	23%	23%	4.756	9,1%	5.103	7,3%	16,2%	16,3%	-0,3 x
EssilorLuxottica	17.370	60,8%	18.259	5,1%	3.842	8,8%	4.252	10,7%	22%	23%	1.921	2,6%	2.101	9,4%	5,2%	5,7%	0,5 x
LVMH	58.480	9,0%	62.859	7,5%	16.074	11,9%	17.486	8,8%	27%	28%	8.243	15,0%	9.065	10,0%	20,5%	19,8%	1,2 x
Richemont	15.043	7,5%	15.970	6,2%	3.262	14,6%	3.488	6,9%	22%	22%	1.586	8,1%	1.785	12,6%	9,3%	10,3%	-0,8 x
S. Ferragamo	1.431	6,3%	1.493	4,3%	270	21,4%	290	7,7%	19%	19%	97	7,6%	113	17,0%	12,3%	13,1%	-0,6 x
Swatch	8.323	1,0%	8.605	3,4%	1.569	-4,5%	1.704	8,6%	19%	20%	795	10,0%	834	5,0%	6,6%	7,1%	-0,9 x
Moncler	1.621	14,1%	1.825	12,6%	574	18,1%	645	12,2%	35%	35%	356	7,1%	381	7,1%	29,8%	25,7%	-0,8 x
<b>Media</b>	<b>185.933</b>	<b>10,2%</b>	<b>198.635</b>	<b>6,8%</b>	<b>45.899</b>	<b>13,8%</b>	<b>49.886</b>	<b>8,7%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>24.832</b>	<b>10,5%</b>	<b>27.453</b>	<b>10,6%</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>-0,3 x</b>
<b>EE.UU.</b>																	
Estée Lauder	15.942	7,3%	17.389	9,1%	3.110	8,4%	3.418	9,9%	20%	20%	2.104	6,4%	2.373	12,8%	47,8%	52,3%	16,6 x
Michael Kors	5.675	8,3%	5.860	3,3%	1.125	17,2%	1.062	-5,6%	20%	18%	696	-7,6%	756	8,6%	26,6%	22,8%	1,8 x
PVH	9.807	1,6%	9.967	1,6%	1.290	5,1%	1.256	-2,6%	13%	13%	707	-4,8%	717	1,4%	11,0%	11,3%	1,1 x
Ralph Lauren	6.389	1,2%	6.553	2,6%	979	16,1%	1.032	5,3%	15%	16%	623	6,0%	650	4,3%	19,6%	20,7%	2,9 x
Tiffany's	4.439	-0,1%	4.613	3,9%	1.019	-0,1%	1.013	-0,6%	23%	22%	561	-4,4%	586	4,5%	18,4%	18,6%	5,1 x
VF Corp	11.759	-15,1%	12.378	5,3%	2.204	11,5%	1.984	-10,0%	19%	16%	1.326	-12,4%	1.460	10,1%	29,6%	30,0%	7,3 x
Nike	42.380	8,3%	45.993	8,5%	5.672	3,6%	6.230	9,9%	13%	14%	4.772	18,4%	5.445	14,1%	49,4%	60,0%	16,7 x
Levi Strauss	6.123	6,2%	6.382	4,2%	657	-4,9%	818	24,4%	11%	13%	491	73,3%	519	5,8%	29,8%	26,4%	5,0 x
Abercrombie Fitch	3.604	0,4%	3.667	1,8%	314	2,7%	239	-23,7%	9%	7%	44	-45,2%	78	78,8%	3,5%	5,6%	1,1 x
<b>Media</b>	<b>108.957</b>	<b>3,0%</b>	<b>115.723</b>	<b>6,2%</b>	<b>16.968</b>	<b>6,5%</b>	<b>17.606</b>	<b>3,8%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>11.661</b>	<b>6,5%</b>	<b>12.974</b>	<b>11,3%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>6,1 x</b>

Fuente: Bloomberg, Análisis y Mercados Bankinter

Principales Múltiplos

Moneda local	Cierre	% Var 2019	% Var YTD	Capitalización (Mn)	PER			PEG		EV/EBITDA			Rentab. Div'19e
					2019	2020	2021	2019	2020	2019	2020	2021	
<b>EUROPA</b>													
Adidas	289,95	58,9%	0,1%	58.111	30,0 x	27,2 x	24,3 x	2,2 x	2,6 x	15,8 x	14,8 x	13,4 x	1,3%
Burberry	1.991,50	27,1%	-9,7%	8.059	22,6 x	20,5 x	18,3 x	4,8 x	2,1 x	11,5 x	10,6 x	9,6 x	2,2%
Hermes	689,60	37,4%	3,5%	72.801	47,6 x	42,7 x	38,9 x	4,1 x	3,7 x	26,3 x	24,0 x	22,0 x	0,8%
Hugo Boss	41,65	-19,8%	-3,7%	2.932	13,1 x	11,8 x	11,0 x	-11,3 x	1,1 x	5,3 x	5,0 x	4,8 x	6,3%
Kering	565,10	42,2%	-3,4%	71.360	23,6 x	19,9 x	18,4 x	3,1 x	1,1 x	13,4 x	12,2 x	11,5 x	2,0%
L'Oréal	269,60	31,2%	2,1%	150.468	31,6 x	29,5 x	27,8 x	3,5 x	4,0 x	20,2 x	18,7 x	17,7 x	1,7%
EssilorLuxottica	136,15	23,0%	0,3%	59.577	31,0 x	28,4 x	25,8 x	11,7 x	3,0 x	16,0 x	14,5 x	13,7 x	1,6%
LVMH	411,60	60,4%	-0,6%	207.869	25,2 x	22,9 x	20,9 x	1,7 x	2,3 x	14,2 x	13,0 x	11,8 x	1,8%
Richemont	73,34	20,7%	-3,6%	42.112	26,5 x	23,6 x	20,6 x	3,3 x	1,9 x	12,1 x	11,3 x	10,3 x	2,9%
S. Ferragamo	16,62	6,2%	-11,4%	2.805	29,0 x	24,8 x	21,4 x	24,0 x	1,5 x	9,8 x	9,1 x	8,5 x	2,1%
Swatch	250,20	-5,8%	-7,3%	12.829	16,1 x	15,4 x	14,3 x	1,6 x	3,1 x	7,3 x	6,7 x	6,2 x	3,3%
Moncler	38,48	38,5%	-4,0%	9.940	27,9 x	26,1 x	23,2 x	3,9 x	3,7 x	16,5 x	14,7 x	13,2 x	1,2%
<b>Media</b>					<b>27,0 x</b>	<b>24,4 x</b>	<b>22,1 x</b>	<b>4,4 x</b>	<b>2,5 x</b>	<b>14,0 x</b>	<b>12,9 x</b>	<b>11,9 x</b>	<b>2,3%</b>
<b>EE.UU.</b>													
Estée Lauder	211,53	58,8%	2,4%	76.054	36,1 x	32,0 x	29,3 x	5,6 x	2,3 x	22,7 x	20,1 x	18,1 x	0,9%
Capri Holdings	31,34	0,6%	-17,9%	4.681	16,9 x	14,6 x	13,3 x	-0,9 x	0,7 x	6,0 x	5,3 x	4,6 x	0,0%
PVH	88,88	13,1%	-15,5%	6.485	6,7 x	6,2 x	5,8 x	-1,9 x	6,0 x	7,0 x	6,7 x	6,3 x	0,2%
Ralph Lauren	121,42	13,3%	3,6%	8.954	9,2 x	9,0 x	8,6 x	2,4 x	3,0 x	7,7 x	7,2 x	6,8 x	2,2%
Tiffany's	134,12	66,0%	0,4%	16.246	14,4 x	13,8 x	12,9 x	-6,6 x	5,7 x	16,3 x	15,5 x	14,6 x	1,7%
VF Corp	84,08	48,4%	-15,6%	33.188	29,0 x	27,7 x	25,5 x	-2,0 x	2,0 x	17,2 x	16,2 x	15,4 x	2,1%
Nike	100,27	36,6%	-1,0%	156.158	25,0 x	22,7 x	20,2 x	1,8 x	1,8 x	25,1 x	21,5 x	18,9 x	0,9%
Levi Strauss	19,79	13,5%	0,2%	7.800	32,7 x	28,7 x	25,1 x	0,2 x	2,4 x	9,5 x	8,7 x	6,7 x	1,5%
Abercrombie Fitch	16,99	-13,8%	-1,7%	1.066	15,9 x	15,0 x	14,0 x	-0,5 x	0,2 x	4,7 x	4,2 x	4,5 x	4,7%
<b>Media</b>					<b>22,2 x</b>	<b>20,2 x</b>	<b>18,4 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>2,6 x</b>	<b>12,9 x</b>	<b>11,7 x</b>	<b>10,6 x</b>	<b>1,6%</b>

Evolución PER



Diferencial PER Sector Lujo vs EuroStoxx 50

