

Crecimiento y márgenes superiores sostenibles justifican múltiplos exigentes

Datos básicos

Capitalización (M€):	231.563
Precio de cierre 20/11/2023:	2.212,5
Nº acciones (M):	105
Mín/Máx (52 sem):	1641,0 / 2228,0
Cód. Reuters / Bloomberg:	HRMS.PA / RMS FP
Evolución 2024:	15,3%

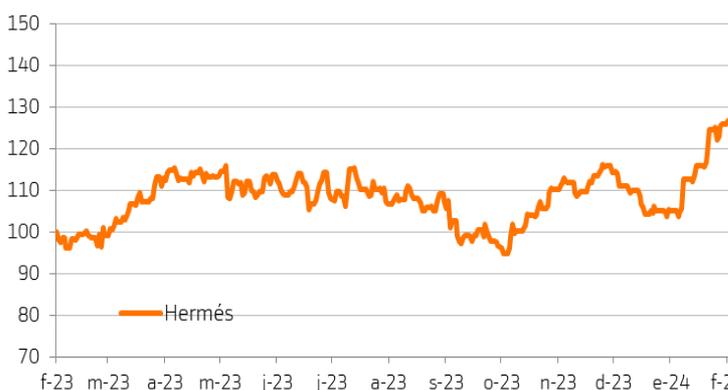
Cifras relevantes	2022	2023	2024e	2025e	TAMI
Ventas	11.602	13.427	15.038	16.542	12,6%
M. Bruto	8.213	9.707	10.797	11.894	13,1%
<i>M. Bruto</i>	<i>70,8%</i>	<i>72,3%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,9%</i>	
EBIT	4.697	5.650	6.252	6.887	13,6%
Margen EBIT	40,5%	42,1%	41,6%	41,6%	
BNA	3.367	4.311	4.603	5.068	14,6%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>29,0%</i>	<i>32,1%</i>	<i>30,6%</i>	<i>30,6%</i>	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2022	2023	2024e	2025e	TAMI
PER	44,9	48,2	50,4	48,9	
EV/EBITDA	26,1	30,6	30,8	29,5	
Rent. Dividendo	0,9%	1,3%	0,8%	0,8%	
BPA (€/acc)	32,2	41,1	44,0	45,3	12,1%
DPA (€/acc)	13,0	25,0	17,5	18,5	12,5%
DN/EBITDA (x)	-1,8	-1,7	-1,8	-2,0	

Ev. trimestre	2S22	2S21	Var. %	Consenso
Ventas	5.475	4.235	29,3%	5.370
M. Bruto	n.d.	n.d.		
<i>M. Bruto</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>		
EBIT	2.304	1.722	33,8%	2.224
<i>Margen EBIT</i>	<i>42,1%</i>	<i>40,7%</i>		
BNA	1.641	1.174	39,8%	1.540
Cash Flow Libre	1.421	1.236	15,0%	
Caja Neta	7.685	5.521	39,2%	

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Hermès

Precio objetivo: 2.495 € Potencial: 12,8%

Recomendación: Comprar

Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados 2023 baten las expectativas. En el año, **las ventas crecen +21% a tipo de cambio constante; en el 4T23, +17,5%** vs +13,7% esperado. Comparan con crecimientos orgánicos en el trimestre de +10% LVMH y -4% Gucci. **Los márgenes se expanden:** el Margen Bruto aumenta +150 pb hasta 72,3% y el Margen EBIT +160 pb hasta 42,1%, **los más altos del sector.** Su modelo de negocio único con integración vertical, elaboración artesanal, red de distribución equilibrada (tiendas propias y a través de terceros) y un fortísimo reconocimiento de marca resultan en **crecimientos y márgenes consistentemente superiores a la media del sector.** El crecimiento medio de las ventas en los últimos 5 años es de +18,7%, EBIT +25,8%, BNA +28,3%, Dividendo Ordinario +46%. La fuerte generación de caja y una posición financiera saneada (caja neta de 10.625 M€) permiten un **aumento del dividendo 2023 desde 13€ hasta 15 €/acción y distribuir un dividendo extraordinario de 10€, el 3º en 10 años.** Todo ello justifica unos múltiplos de valoración elevados (PER 24 50x; EV/EBITDA 31x) en línea con sus medias de los últimos 5 años. **Mantenemos recomendación de Comprar y elevamos P. Objetivo hasta 2.495€** (vs 2.075€ anterior).

Los resultados 2023 baten las expectativas: Crecimiento y márgenes superiores.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 13.427M€ (+15,7%)** vs 13.376M€ (+8,6%) esperado; **Margen Bruto 9.708M€ (72,3% sobre Ventas)** vs 9.581M€ (71,6% sobre Ventas); **EBIT 5.650M€ (+20,3%)** vs 5.516M€; **BNA 4.311M€ (+28%)** vs 4.027M€. **En 4T23 las ventas aumentan a tipo de cambio constante +17,5%** vs +13,7% esperado (3.364M€ vs 3.292M€ esperado). Por geografías: **Europa +18,6%** vs +13,6% esperado; **Francia +15,5%** vs +11,5%, **América +21,6%** vs +12,1%; **Asia +14,8%** vs +17,4%; **Japón +26,2%** vs +21,7%. El **Cash Flow Libre asciende 3.192M€** y la **Posición Neta de Caja a 10.625M€** (+1.402M€ en el año). [Link a los resultados.](#)

Las ventas en el año crecen +21% a tipo de cambio constante; +17,5% en el 4T23, acelerando frente al 3T (+15,6%). Muestran un **fuerte desempeño en todas las regiones y divisiones**, con crecimientos de doble dígito. En **Asia**, donde otras compañías de lujo han experimentado un acusado freno, Hermès muestra una aceleración (+14,8% en 4T vs +12,3% en 3T) reflejando la mayor resiliencia de las marcas más premium y con fuerte reconocimiento de marca. De cara a 2024, la evolución de China es incierta, pero será compensada con la demanda creciente de otros países emergentes. En **EE.UU.** la demanda suele ser volátil en los años electorales, pero con rápida recuperación posterior.

Los márgenes se expanden: el Margen Bruto aumenta +150 pb hasta 72,3% y el Margen EBIT +160 pb hasta 42,1%, los más altos del sector. Éste compara con 39,9% de la división de Moda&Cuero de LVMH ó 33,1% de Gucci. El crecimiento de las ventas y un OPEX (gastos operativos) bien gestionado generan un **sostenido apalancamiento operativo.** Una fuerte posición de caja neta (10.625 M€) resulta **en ingresos financieros de 190 M€** y permite al grupo **aumentar el dividendo ordinario +15% hasta 15€/acción y proponer un dividendo extraordinario de 10€/acción, el 3º en 10 años.**

El grupo anticipa **subidas de precios +8%/9% en 2024**, que compensarán el incremento esperado de costes (+6%) y parte del impacto negativo por tipos de cambio (-300 M€), dando **soporte a los márgenes.** **Fuentes adicionales de crecimiento** vienen de la mano de (i) la fuerte **exposición a productos de cuero**, con márgenes superiores y cuya demandad está acelerando en años recientes (TAMI de 24,4% en el periodo 2020-2023). Esta división (41% de las ventas) aporta crecimientos superiores a la media y superará la cifra de 7.000 M€ en 2025, duplicando la cifra de 2019. El grupo prevé la apertura de un nuevo taller de productos de cuero al año durante el periodo 2022-2026 lo que aumentará la capacidad de producción +4%/5% anualmente. (ii) **Nueva línea de tejidos y sedas.** (iii) **Expansión y renovación de la red de tiendas**, como las previstas en EE.UU. (1), China (2) y Francia (1). A finales de 2022 sus 311 tiendas en el mundo comparaban con 5.664 de LVMH, 2.170 Richemont ó 1.659 Kering. (iv) **Creciente penetración online**, que representa el 20% de las ventas. Ello permitirá un crecimiento orgánico de ventas de ~+14%/+16% en el año, superando una vez más el crecimiento del sector.

Con foco en el segmento de clientes más premium, concentración en la categoría más rentable, Cuero&Seda, y elevado reconocimiento de marca (lista de espera en algunos productos icónicos), el grupo obtiene **crecimientos y márgenes consistentemente superiores a la media del sector.** El crecimiento medio de las ventas en los últimos 5 años es de +18,7%, EBIT +25,8%, BNA +28,3%, Dividendo Ordinario +46%. En el mismo periodo, el valor se ha revalorizado una media de +59%/año.

Su **modelo de negocio único con integración vertical y red de distribución equilibrada** (tiendas propias y a través de terceros) y un **fortísimo reconocimiento de marca justifican unos múltiplos de valoración elevados** (PER 24 50x; EV/EBITDA 31x). Estos niveles están en línea con las medias históricas (PER medio últimos 5 años de 54x y EV/EBITDA de 30,5x). La fuerte generación de caja y una posición financiera saneada (caja neta de 10.625 M€ a diciembre) permiten una **creciente remuneración al accionista mientras el grupo preserva elevados niveles de caja para autofinanciar su crecimiento.** **Mantenemos recomendación de Comprar y elevamos P. Objetivo hasta 2.495€** (vs 2.075€ anterior).

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

MSEK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI (20/28)
Ventas	6.389	8.982	11.602	13.427	15.038	16.542	18.196	19.834	21.421	16,3%
M. Bruto	4.376	6.402	8.213	9.707	10.797	11.894	13.047	14.320	15.530	17,2%
Margen Bruto	68,5%	71,3%	70,8%	72,3%	71,8%	71,9%	71,7%	72,2%	72,5%	
EBITDA	2.495	4.094	5.427	6.422	7.118	7.883	8.675	9.599	10.431	19,6%
Margen EBITDA	39,1%	45,6%	46,8%	47,8%	47,3%	47,7%	47,7%	48,4%	48,7%	
EBIT	1.981	3.531	4.697	5.650	6.252	6.887	7.635	8.462	9.286	21,3%
Margen EBIT	31,0%	39,3%	40,5%	42,1%	41,6%	41,6%	42,0%	42,7%	43,4%	
BNA	1.385	2.446	3.367	4.311	4.603	5.068	5.621	6.233	6.844	22,1%
% var. Ventas	-7,2%	40,6%	29,2%	15,7%	12,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	
% var. BNA	-9,4%	76,6%	37,7%	28,0%	6,8%	10,1%	10,9%	10,9%	9,8%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

MSEK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI (20/28)
Inmovilizado Mater	1.646	1.881	2.007	2.340	4.107	5.725	5.556	5.425	5.280	15,7%
Inmovilizado	4.401	5.002	5.630	6.438	8.554	10.509	10.705	10.943	11.163	12,3%
Existencias	1.289	1.449	1.779	2.414	2.707	2.978	3.275	3.570	3.856	14,7%
Clientes	250	333	383	431	526	579	637	694	750	14,7%
Tesorería	4.733	6.695	9.225	10.625	12.038	14.809	17.832	21.045	24.252	22,7%
Otros	-1.269	-1.513	-1.565	-1.801	-3.503	-5.061	-4.826	-4.629	-4.420	16,9%
Total Activo	11.050	13.847	17.459	20.447	24.429	29.538	33.180	37.048	40.881	17,8%
Patrimonio Neto	7.391	9.412	12.457	15.203	17.975	20.975	24.136	27.366	30.579	19,4%
Deuda Financiera	43	25	37	51	57	51	51	51	52	2,3%
Acreedores	448	535	777	880	975	1.069	1.184	1.268	1.355	14,8%
Pasivo Corriente	1.366	2.040	2.225	2.303	3.353	3.552	5.511	5.943	6.349	21,2%
Otros	1.802	1.835	1.963	2.010	2.069	3.891	2.297	2.420	2.547	4,4%
Total Pasivo	11.050	13.847	17.459	20.447	24.429	29.538	33.180	37.049	40.881	17,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

MSEK	2023	2024	2025	2026	2027	2028	VR
EBIT	5.650	6.252	6.887	7.635	8.462	9.286	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.300	-1.438	-1.584	-1.756	-1.946	-2.136	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	4.351	4.814	5.303	5.879	6.516	7.150	
+ Amortizaciones	772	866	996	1.041	1.137	1.145	
- Inversiones en activos fijos	-995	-752	-827	-910	-992	-1.071	
- Variación Capital Circulante	-580	-293	-230	-240	-268	-254	
= Cash Flow Libre	3.548	4.636	5.243	5.769	6.393	6.970	339.999

WACC 6,6%

g 4,50%

Matriz de Sensibilidad

WACC/g	4,0%	4,3%	4,50%	4,8%	5,0%	
Valor Grupo	5,6%	3351	3936	4776	6088	8421
- Deuda Neta	6,1%	2543	2866	3288	3862	4687
- Minoritarios	6,6%	2040	2244	2495	2812	3227
Valor Fondos Propios	7,1%	1697	1836	2002	2202	2448
Nº acciones (M)	7,6%	1449	1549	1666	1802	1964
Precio Objetivo (SEK/acción)	8,1%	1260	1336	1422	1520	1635

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo
21/11/2023	Comprar	2.075,0 €
28/03/2023	Comprar	1.980,0 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Cortina - Industriales
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Carlos Pellicer - Alimentación
Pedro Ribeiro - Papel&Químicas
Jorge Pradilla - Ciberseguridad &Renovables

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com