

Los resultados 2019 muestran crecimientos sostenidos y mejora de márgenes. El acuerdo con la Hacienda italiana despeja incógnitas.

Datos básicos

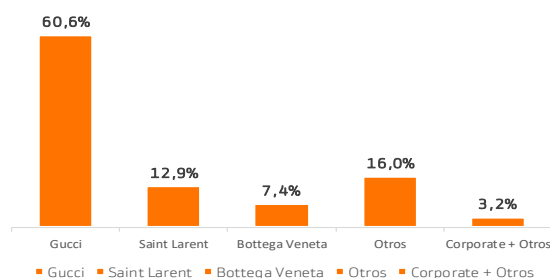
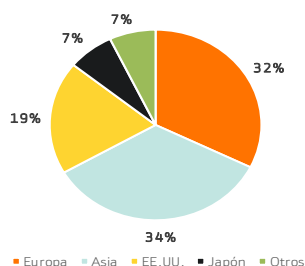
Capitalización (M€):	72.838
Último (€/acción):	576,8 €
Nº acciones (M):	126,3
Mín/Máx (52 sem):	614,9 / 420,0
Cód. Reuters / Bloomberg:	RPTP.PA / KER FP

Cifras relevantes	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
Ventas	13.665	15.884	17.314	18.439	10,5%
M. Bruto	10.198	11.775	12.899	13.737	10,4%
M. Bruto	74,6%	74,1%	74,5%	74,5%	
EBIT	3.995	4.778	4.665	4.988	7,7%
Margen EBIT	29,2%	30,1%	26,9%	27,0%	
BNA	3.689	2.309	3.144	3.378	-2,9%
Margen Beneficio	27,0%	14,5%	18,2%	18,3%	

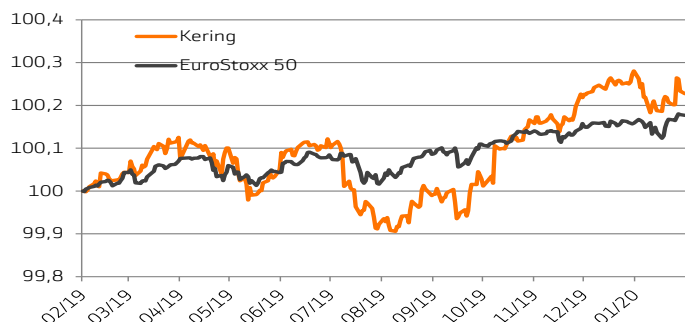
M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
PER	19,7	31,5	23,2	21,6	
EV/EBITDA	14,6	12,6	12,6	11,6	
Rent. Dividendo	1,8%	2,0%	2,2%	2,3%	
BPA (€/acc)	29,2	18,4	25,0	26,9	-2,7%
DPA (€/acc)	10,5	11,5	12,5	13,5	8,6%
DN/EBITDA (x)	0,3	0,5	0,4	0,2	

Desglose de ventas 2019



Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Kering

Precio objetivo:	667 €
Recomendación:	Comprar
Analista:	Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados de 2019 muestran la resiliencia de su marca estrella, Gucci, y el potencial del resto de marcas. Las ventas aumentan +16,2% hasta 15.884 M€ y el Beneficio Operativo recurrente +19,6% hasta 4.778M€. Las ventas en Asia y Europa (34% y 32% del total respectivamente) mantienen crecimientos de doble dígito (+20% y +14%), mientras EE.UU. muestra una recuperación en el 4T (+7%). **El margen EBIT de 30,1% (+90 pb) es el tercero mayor del sector** tras Hermes (34,1%) y C. Dior (34,1%). **El reciente acuerdo con la Hacienda italiana para el pago de impuestos correspondientes al periodo 2011-2017 ha supuesto un desembolso de 1.610 M€ en 2019 pero despeja una incertidumbre latente en los dos últimos años.** Excluyendo partidas extraordinarias, el cash Flow libre asciende a 3.131M€ (+24%).

La fuerte capacidad de generación de caja del grupo permitirá complementar el crecimiento orgánico con adquisiciones. Con un PER 2019 de 19,9x, cotiza con descuento vs la media del sector de lujo en Europa (24,4x) y sus tasas de crecimiento, aunque normalizándose, se mantendrán superiores a la media del sector.

Resultados 2019

Los resultados 2019 muestran un **sólido desempeño en el trimestre, con mayor crecimiento comparable de lo esperado y mejora de márgenes.** Las ventas orgánicas aumentaron **+13,3% vs +10% esperado**, a pesar de una caída de -50% de las ventas en Hong Kong en el 4T por las revueltas. Las ventas de **Gucci** crecieron +13,3% y las de **Saint Laurent** +14.4% en términos comparables; **Bottega Veneta** vuelve a crecimiento positivo con un aumento de +2,2%. Las ventas de las otras marcas del grupo aumentaron +17,8%, lideradas por **Balenciaga** y **Alexander McQueen**.

El Beneficio Operativo recurrente aumenta +19,6% hasta 4.778 M€, representando un **margen de 30,1% vs 29,2% en 2018**. El Cash Flow libre asciende a 1.521 M€ vs 3.551 M€ en 2018. Se ha visto afectado por el pago extraordinario de impuestos de 1.610 M€ tras el acuerdo alcanzado con la Hacienda italiana tras discrepancias por los ejercicios 2011-2017. La Deuda Financiera Neta aumenta hasta 2.812 M€, situándose en 0,5x EBITDA. **Una saneada situación financiera y la fuerte capacidad de generación de caja permiten al grupo aumentar el dividendo +10% en 2019** hasta 11,50€/acción. El objetivo es aumentar el payout (porcentaje del beneficio distribuido como dividendos) hasta el 50% desde el 45% actual.

Asimismo, **permitirá al grupo acometer crecimiento inorgánico vía adquisiciones.** En este sentido, la posible adquisición de Moncler, aunque a múltiplos elevados, ofrecerá una mayor diversificación por marcas, la ampliación de la gama de productos hacia ropa de abrigo para el aire libre y el acceso a una marca con alto potencial de crecimiento y márgenes.

Perspectivas

Aunque a **corto plazo, el sector se va a ver afectado por el brote de coronavirus** que impacta en un mercado clave como China, **las tendencias estructurales que apoyan un potencial de crecimiento sostenible del sector a medio/largo plazo se mantienen intactas.** El crecimiento de las economías emergentes y sus clases medias, especialmente en Asia, la incorporación de las generaciones más jóvenes (millennials y generación Z) a la cadena del consumo y la resiliencia del crecimiento y la riqueza de las clases socioeconómicas más altas, incluso en escenarios de desaceleración económica, seguirán alimentando el potencial de crecimiento del lujo, aunque a unas tasas más moderadas que las vistas en los años recientes.

Preferencias en el Sector del Lujo

Dentro del sector, **favorecemos compañías, como Kering, con modelos de negocio superiores y ventajas competitivas:**

- Alto reconocimiento de marca. Productos líderes. Poder de fijación de precios.
- Lujo "asequible" para atraer a los millennials y nuevos clientes. Capacidad de innovación de marca y productos.
- Diversificadas por marcas, productos y áreas geográficas. Exposición a Emergentes.
- Acertada estrategia digital. Integración online. Presencia activa en redes sociales.
- Apalancamiento operativo positivo. Generadoras de caja. Situación financiera saneada.

Resumen de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TAMI (16/15)	TAMI (19/23)
Ventas	12.385	10.816	13.665	15.884	17.314	18.439	19.084	19.752	8,6%	5,6%
M. Bruto	7.790	7.916	10.198	11.775	12.899	13.737	14.122	14.617	14,8%	5,6%
Margen Bruto	62,9%	73,2%	74,6%	74,1%	74,5%	74,5%	74,0%	74,0%		
EBITDA	2.318	3.123	5.093	6.024	5.973	6.361	6.489	6.716	37,5%	2,8%
Margen EBITDA	18,7%	28,9%	37,3%	37,9%	34,5%	34,5%	34,0%	34,0%		
EBIT	1.886	2.691	3.995	4.778	4.665	4.988	5.046	5.201	36,3%	2,1%
Margen EBIT	15,2%	24,9%	29,2%	30,1%	26,9%	27,0%	26,4%	26,3%		
BNA	814	1.842	3.689	2.309	3.144	3.378	3.413	3.518	41,6%	11,1%
% var. Ventas		0,0%	26,3%	16,2%	9,0%	6,5%	3,5%	3,5%		
% var. BNA		0,0%	100,3%	-37,4%	36,2%	7,4%	1,0%	3,1%		

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TAMI (16/15)	TAMI (19/23)
Inmovilizado Material	2.207	2.268	2.229	2.619	2.504	2.368	2.210	2.029		
Inmovilizado Inmaterial	14.806	14.580	9.793	14.033	14.130	15.501	17.092	18.589		
Existencias	2.432	2.699	2.415	2.959	3.116	3.319	3.435	3.555		
Clientes	1.196	1.367	850	996	1.073	1.143	1.183	1.225		
Tesorería	1.050	2.137	2.217	2.286	3.307	4.472	5.487	6.638	29,6%	30,5%
Otros	2.448	2.527	3.865	4.255	4.837	4.706	4.473	4.271		
Total Activo	24.139	25.577	21.368	27.148	28.968	31.508	33.879	36.307	4,0%	7,5%
Patrimonio Neto	11.964	12.626	10.062	10.439	12.072	13.777	15.486	17.252	-4,4%	13,4%
Deuda Financiera	5.420	5.185	3.928	5.098	5.557	5.697	5.777	5.860	-2,0%	3,5%
Acreeedores	1.099	1.241	746	809	883	940	992	1.027		
Pasivo Corriente	3.801	4.522	5.476	7.337	6.823	7.304	7.595	7.898		
Otros	1.856	2.003	1.156	3.465	3.633	3.790	4.028	4.269		
Total Pasivo	24.139	25.577	21.368	27.148	28.968	31.508	33.879	36.307	4,0%	7,5%

0 0 1 1 0

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

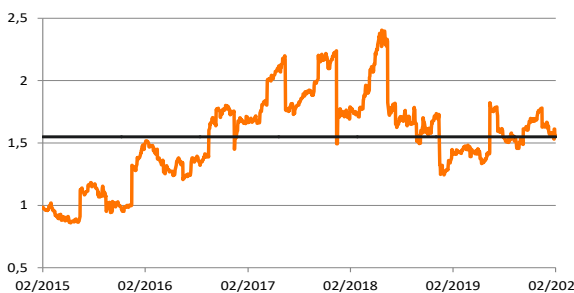
M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	VR
EBIT	3.995	4.778	4.665	4.988	5.046	5.201	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo		-1.195	-1.166	-1.247	-1.262	-1.300	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)		3.584	3.499	3.741	3.785	3.901	
+ Amortizaciones		1.246	1.308	1.374	1.442	1.515	
- Inversiones en activos fijos		-955	-900	-900	-900	-900	
- Variación Capital Circulante		557	-161	-215	-104	-127	
= Cash Flow Libre		4.432	3.746	4.000	4.223	4.389	92.627

WACC 6,2%
g 1,5%

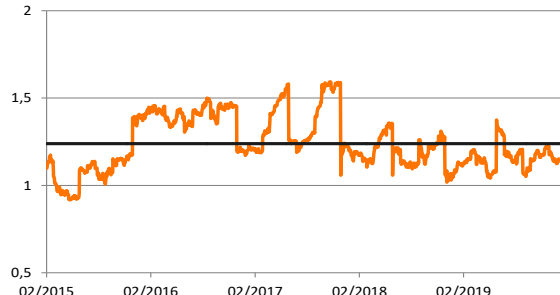
Matriz de Sensibilidad

WACC/g	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	
Valor Grupo	5,2%	1132	971	853	763	692
- Deuda Neta	5,7%	953	838	749	680	623
- Minoritarios	6,2%	822	736	667	612	566
Valor Fondos Propios	6,7%	722	655	601	556	519
Nº acciones (M)	7,2%	644	590	546	509	478
Precio Objetivo (€/acción)	7,7%	580	537	500	469	443

PER Relativo vs Eurostoxx-50



PER Relativo vs MSCI Europe Textiles Apparel & Luxury Index



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	
EUROPA																	
Adidas	23.676	8,0%	25.315	6,9%	3.610	26,0%	3.841	6,4%	15%	15%	1.938	13,6%	2.132	10,0%	29,1%	28,9%	-0,3 x
Burberry	2.801	3,0%	2.943	5,1%	658	14,9%	713	8,4%	23%	24%	354	3,9%	391	10,4%	23,9%	24,7%	-0,7 x
Hermes	6.878	15,3%	7.489	8,9%	2.701	5,9%	2.938	8,8%	39%	39%	1.528	7,9%	1.703	11,4%	25,4%	23,7%	-0,9 x
Hugo Boss	2.870	2,7%	2.952	2,8%	555	10,0%	591	6,5%	19%	20%	225	-12,3%	247	10,1%	22,3%	23,4%	0,0 x
Kering	17.043	7,3%	18.401	8,0%	6.033	35,7%	6.509	7,9%	35%	35%	3.488	8,6%	3.891	11,6%	29,3%	27,6%	1,3 x
L'Oréal	31.592	5,8%	33.626	6,4%	7.457	23,8%	8.045	7,9%	24%	24%	4.713	8,2%	5.118	8,6%	15,8%	16,0%	-0,3 x
EssilorLuxottica	17.379	60,9%	18.260	5,1%	3.802	7,7%	4.155	9,3%	22%	23%	1.918	2,5%	2.090	9,0%	5,3%	5,8%	0,5 x
LVMH	58.416	8,8%	62.775	7,5%	16.045	11,7%	17.453	8,8%	27%	28%	8.222	14,7%	9.047	10,0%	20,7%	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	1.429	6,1%	1.493	4,5%	266	20,0%	288	8,1%	19%	19%	97	7,7%	114	17,9%	12,2%	13,0%	-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	1.792	10,1%	2.000	11,6%	651	13,4%	729	11,9%	36%	36%	369	2,9%	419	13,5%	25,3%	24,4%	0,0 x
Media	187.244	10,2%	199.827	6,7%	46.609	12,2%	50.454	8,2%	25%	25%	25.234	10,2%	27.773	10,1%	18,8%	18,7%	-0,1 x
EE.UU.																	
Estée Lauder	15.931	7,2%	17.457	9,6%	3.110	8,4%	3.412	9,7%	20%	20%	2.097	6,1%	2.379	13,5%	47,8%	52,3%	16,9 x
Michael Kors	5.662	8,1%	5.866	3,6%	1.125	17,2%	1.055	-6,3%	20%	18%	689	-8,5%	753	9,3%	26,1%	23,1%	1,6 x
PVH	9.808	1,6%	9.897	0,9%	1.290	5,1%	1.257	-2,5%	13%	13%	706	-4,8%	697	-1,4%	11,0%	11,1%	1,1 x
Ralph Lauren	6.352	0,6%	6.524	2,7%	979	16,1%	1.006	2,7%	15%	15%	610	3,9%	640	4,9%	20,0%	20,5%	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	11.749	-15,2%	12.378	5,4%	2.204	11,5%	1.952	-11,4%	19%	16%	1.325	-12,5%	1.460	10,2%	29,6%	30,0%	7,2 x
Nike	42.368	8,3%	45.993	8,6%	5.672	-4,6%	6.230	9,9%	13%	14%	4.772	18,4%	5.445	14,1%	52,7%	60,0%	17,3 x
Levi Strauss	6.108	6,0%	6.373	4,3%	657	-4,9%	817	24,3%	11%	13%	491	73,6%	520	5,9%	28,2%	24,1%	5,1 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
Media	108.861	3,0%	115.689	6,3%	16.968	6,5%	17.533	3,3%	16%	16%	11.633	6,3%	12.949	11,3%	25,4%	26,5%	6,1 x

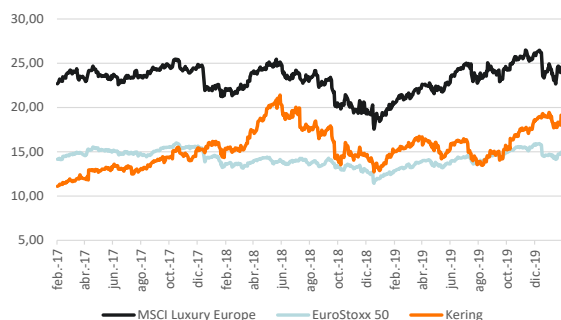
Fuente: Bloomberg, Análisis y Mercados Bankinter

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	
EUROPA													
Adidas	291,80	58,9%	0,7%	58.481	30,2 x	27,4 x	24,5 x	2,2 x	2,7 x	15,9 x	15,0 x	13,5 x	1,3%
Burberry	2.007,00	27,1%	-9,0%	8.122	22,9 x	20,8 x	18,5 x	5,9 x	2,0 x	11,6 x	10,7 x	9,7 x	2,2%
Hermes	708,20	37,4%	6,3%	74.764	48,9 x	43,9 x	40,0 x	4,2 x	3,8 x	26,8 x	24,7 x	22,6 x	0,7%
Hugo Boss	44,24	-19,8%	2,3%	3.114	13,9 x	12,6 x	11,7 x	-13,6 x	1,2 x	5,6 x	5,3 x	5,0 x	5,9%
Kering	577,40	42,2%	-1,3%	72.914	20,9 x	18,7 x	17,4 x	2,4 x	1,6 x	13,3 x	12,4 x	11,6 x	2,2%
L'Oréal	267,50	31,2%	1,3%	149.300	31,7 x	29,2 x	27,3 x	3,9 x	3,4 x	19,7 x	18,3 x	16,8 x	1,7%
EssilorLuxottica	140,40	23,0%	3,4%	61.436	32,0 x	29,4 x	26,3 x	12,7 x	3,3 x	16,7 x	15,3 x	14,5 x	1,5%
LVMH	415,00	60,4%	0,2%	209.586	25,5 x	23,2 x	21,1 x	1,7 x	2,3 x	14,3 x	13,1 x	11,9 x	1,8%
Richemont	74,20	20,7%	-2,4%	42.606	26,9 x	23,9 x	20,8 x	3,3 x	1,9 x	12,3 x	11,5 x	10,4 x	2,8%
S. Ferragamo	16,58	6,2%	-11,6%	2.799	28,9 x	24,5 x	21,4 x	22,2 x	1,4 x	9,9 x	9,1 x	8,4 x	2,1%
Swatch	253,10	-5,8%	-6,3%	12.945	16,3 x	15,5 x	14,4 x	1,6 x	3,1 x	7,3 x	6,7 x	6,3 x	3,2%
Moncler	38,17	38,5%	-4,7%	9.860	26,7 x	23,5 x	22,0 x	9,1 x	1,7 x	15,1 x	13,5 x	11,2 x	1,4%
Media					27,1 x	24,4 x	22,1 x	4,6 x	2,4 x	14,0 x	13,0 x	11,8 x	2,3%
EE.UU.													
Estée Lauder	215,01	58,8%	4,1%	77.305	36,9 x	32,5 x	29,8 x	6,1 x	2,2 x	23,2 x	20,4 x	18,3 x	0,9%
Capri Holdings	28,62	0,6%	-25,0%	4.275	16,3 x	14,2 x	13,2 x	-0,7 x	0,6 x	5,7 x	5,0 x	4,3 x	0,0%
PVH	89,37	13,1%	-15,0%	6.520	6,2 x	5,7 x	5,3 x	-1,9 x	-6,5 x	6,9 x	6,7 x	6,4 x	0,2%
Ralph Lauren	121,84	13,3%	3,9%	8.985	9,2 x	9,4 x	8,8 x	3,8 x	2,7 x	7,8 x	7,3 x	6,9 x	2,2%
Tiffany's	134,27	66,0%	0,5%	16.264	14,7 x	14,0 x	13,1 x	-6,6 x	5,7 x	16,3 x	15,6 x	14,6 x	1,7%
VF Corp	83,66	48,4%	-16,1%	33.022	29,0 x	27,8 x	25,5 x	-2,0 x	2,0 x	17,4 x	16,2 x	15,1 x	2,1%
Nike	103,54	36,6%	2,2%	161.250	24,9 x	22,6 x	20,1 x	1,8 x	1,8 x	26,0 x	22,2 x	19,5 x	0,9%
Levi Strauss	20,22	13,5%	0,2%	7.969	33,8 x	29,6 x	26,0 x	0,2 x	2,4 x	#N/A N/A	#N/A N/A	6,7 x	1,5%
Abercrombie Fitch	17,34	-13,8%	0,3%	1.088	16,2 x	15,3 x	14,3 x	-0,6 x	0,2 x	4,8 x	4,2 x	4,6 x	4,6%
Media					22,4 x	20,4 x	18,6 x	0,6 x	1,3 x	13,5 x	12,2 x	10,7 x	1,6%

Fuente: Bloomberg, Análisis y Mercados Bankinter

Evolución PER



Diferencial PER Sector Lujo vs EuroStoxx 50

