

**Reposicionamiento de Gucci en un entorno adverso. Múltiplos atractivos, pero escasa visibilidad.**

**Datos básicos**

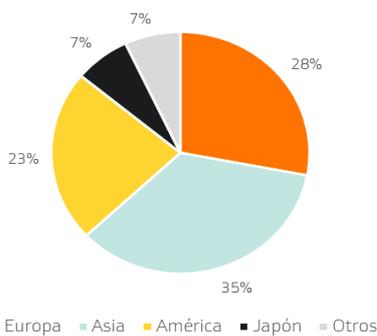
Capitalización (M€):	44.702				
Último (€/acción; 08.04.2024):	365,2 €				
Nº acciones (M):	122,4				
Mín/Máx (52 sem):	343,4€ / 588,9€				
Cód. Reuters / Bloomberg:	P RTP.PA / KER FP				
Evolución 2023	-8,9%				
Cifras relevantes	2022	2023	2024e	2025e	TAMI
Ventas	20.351	19.566	19.370	20.629	0,5%
M. Bruto	15.198	14.927	14.644	15.596	0,9%
M. Bruto	74,7%	76,3%	75,6%	75,6%	
EBIT	4.200	4.965	5.456	5.901	12,0%
Margen EBIT	20,6%	25,4%	28,2%	28,6%	
BNA	3.614	2.983	2.608	3.136	-4,6%
Margen Beneficio	17,8%	15,2%	13,5%	15,2%	

ME - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2022	2023	2024e	2025e	TAMI
PER	12,4	15,0	17,1	14,3	
EV/EBITDA	7,2	8,9	9,8	8,4	
Rent. Dividendo	3,8%	3,8%	3,6%	3,8%	
BPA (€/acc)	29,3	24,4	21,3	25,6	-4,4%
DPA (€/acc)	14,0	14,0	13,0	14,0	0,0%
DN/EBITDA (x)	1,0	2,1	2,2	1,8	
Ventas 4T 2023	4T23	4T22	Var.%	Var. <sup>1</sup>	Esp. <sup>1</sup>
<b>Total</b>	<b>4.967</b>	<b>5.284</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-4,8%</b>
Gucci	2.528	2.733	-7,5%	-4,0%	-3,1%
Saint Laurent	835	903	-7,5%	-5,0%	-8,0%
Bottega Veneta	431	469	-8,1%	-4,0%	-5,2%
Otras marcas	853	924	-7,7%	-5,0%	-10,4%
Kering Eyewear & Otros	366	295	24,1%	7,0%	4,9%

<sup>1</sup>Variación Ventas Like-for-Like (sin variación tipo de cambio, misma superficie de venta)

**Desglose de las ventas por áreas geográficas 2023**



**Evolución bursátil (últimos 12 meses)**



**Kering**

Precio objetivo: 335 € Potencial: -8,2%  
 Recomendación: Vender  
 Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados 2023 no alcanzan las estimaciones y el grupo anticipa una caída de ventas comparables de -10% en 1T24 (Gucci -20%). Gucci cuenta con un nuevo director creativo desde enero 2023, que presentó su primera colección en septiembre y ha llegado a las tiendas en febrero. Aunque el grupo declara que la acogida ha sido favorable, la fuerte caída esperada en ventas suscita dudas acerca del éxito obtenido. Gucci, marca bandera del grupo y que representa el 51% de las ventas y el 67% del EBIT, lleva varios trimestres decepcionando y creciendo por debajo de marcas rivales. En los trimestres recientes, sus ventas comparables han mostrado crecimientos negativos (-4% en 4T23, -7% en 3T23). En 2023 el M. Bruto retrocedió -240 pb en el año hasta 76,3%; el M. EBIT -320 pb hasta 23,7%. El grupo sigue intentando reposicionar Gucci y elevar el mix de marcas con la compra de un 30% de Valentino, pero los avances son lentos y el grupo no prevé mejoras de márgenes significativas en 2024. Éstos seguirán tensionados por los cambios en marcha y un entorno desfavorable. El grupo anticipa una caída de EBIT en términos absolutos, especialmente en la primera mitad del año. El M. EBIT esperado (21,7% en 2024) es todavía -840pb inferior al de 2019. El potencial de mejora dependerá de la velocidad de recuperación de Gucci, con escasa visibilidad. Tras una caída en bolsa de -34% en los últimos 12 meses, los múltiplos de valoración son atractivos (PER 24 de 17,1x y EV/EBITDA de 9,7x) pero los riesgos son elevados y la visibilidad escasa. Mantenemos la recomendación de Vender y rebajamos el P. Objetivo hasta 335€ (anterior 440€).

Los resultados 2023 no alcanzan las estimaciones. Prosigue el reposicionamiento de las marcas en un entorno adverso. El grupo anticipa caída de EBIT en 2024.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg. Ingresos 19.566M€ (-4%) vs 19.596M€ (-3,7%) esperado; Margen Bruto 14.927M€ (Margen 76,3%) vs 14.765M€ esperado (Margen 75,3%); EBIT Recurrente 4.746M€ (Margen de 24,3%) vs 4.897M€ (Margen 25,0%) esperado; BNA 2.983M€ (-17,5%) vs 3.172M€ esperado. En términos comparables las ventas caen -2,0% vs -2,5% esperado. En el 4T estanco: -6% vs -4,8% esperado. Por marcas (en términos comparables) en el 4T: Gucci -4% vs -3,1% esperado, Yves Saint Laurent -5% vs -8%, Bottega Veneta -4% vs -5,2%, Otros -5% vs -10,4%, Kering Eyewear +7% vs +4,9%. La Generación de Cash Flow libre asciende a 2.000M€ vs 3.175M€ esperado y la Deuda Neta aumenta hasta 8.500M€ (vs 2.306M€ en 2022). El grupo propondrá un dividendo de 14€, el mismo importe que en 2022. [Link a los resultados.](#)

Las ventas no alcanzan las expectativas; caen -6% vs -4,8% esperado en el 4T23. Gucci, 51% del total, se estabiliza (-4% orgánico tras -7% en 3T23), aunque compara con un 4T22 débil (-14%) y decepciona la expectativa de una caída de -3%. Sigue mostrando crecimientos inferiores a los de sus competidores como LVMH (+10% orgánico en 4T23) o Hermes (+17,5%). El resto de las marcas también muestran crecimientos negativos salvo Kering Eyewear (8% de las ventas y que aporta un EBIT negativo de -7M€).

Los márgenes son ligeramente peores que las guías aportadas por el grupo en el 3T23. El M. Bruto retrocede -240 pb en el año hasta 76,3%; el M. EBIT -320 pb hasta 23,7%. Por marcas, el M. EBIT de Gucci (70% del EBIT) se reduce -250 pb hasta 33,1% vs una caída anunciada por la compañía en el 3T23 de -200pb, mientras los de Bottega Veneta y YSL caen -40pb vs una previsión de estables, hasta 30,5% y 19,0% respectivamente.

En 1T24, el grupo anticipa una caída de ventas comparables de -10%. La caída esperada refleja principalmente la debilidad de Gucci en Asia-Pacífico. Estima que las ventas comparables de Gucci caerán -20% en el trimestre. En términos contables, la consolidación de Creed e impacto negativo por tipos de cambio, resultarán en una caída de ingresos de -1%/-2%. Gucci cuenta con un nuevo director creativo desde enero 2023. Sabato de Sarno, anterior diseñador de Valentino y Dolce & Gabbana presentó su primera colección en septiembre, que ha llegado a las tiendas en febrero. Aunque el grupo declara que la acogida ha sido favorable, la fuerte caída esperada en ventas suscita dudas acerca del éxito obtenido. Gucci, marca bandera del grupo y que representa el 51% de las ventas y el 67% del EBIT, lleva varios trimestres decepcionando y creciendo por debajo de marcas rivales. En los trimestres recientes, sus ventas comparables han mostrado crecimientos negativos (-4% en 4T23, -7% en 3T23). El grupo sigue intentando reposicionar Gucci y elevar el mix de marcas con la compra de un 30% de Valentino, pero los avances son lentos y el grupo no prevé mejoras de márgenes significativas en 2024. Éstos seguirán tensionados por los cambios en marcha y un entorno desfavorable y el grupo anticipa una caída de EBIT en términos absolutos, especialmente en la primera mitad del año. El M. EBIT esperado (21,7% en 2024) es todavía -840pb inferior al de 2019. El potencial de mejora dependerá de la velocidad de recuperación de Gucci. Tras una caída en bolsa de -34% en los últimos 12 meses, los múltiplos de valoración son atractivos (PER 24 de 17,1x y EV/EBITDA de 9,7x) pero los riesgos son elevados y la visibilidad escasa. Mantenemos la recomendación de Vender y rebajamos el P. Objetivo hasta 335€ (anterior 440€).

## Resumen de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI (19/28)
Ventas	15.884	13.100	17.645	20.351	19.566	19.370	20.629	22.073	23.619	25.036	5,2%
M. Bruto	11.775	9.510	13.069	15.198	14.927	14.644	15.596	16.776	17.950	19.152	5,6%
Margen Bruto	74,1%	72,6%	74,1%	74,7%	76,3%	75,6%	75,6%	76,0%	76,0%	76,5%	
EBITDA	6.024	4.574	6.470	7.255	6.569	5.927	6.725	7.284	7.794	8.387	3,7%
Margen EBITDA	37,9%	34,9%	36,7%	35,6%	33,6%	30,6%	32,6%	33,0%	33,0%	33,5%	
EBIT	4.778	3.135	5.017	5.589	4.746	4.200	4.965	5.456	5.901	6.436	3,4%
Margen EBIT	30,1%	23,9%	28,4%	27,5%	24,3%	21,7%	24,1%	24,7%	25,0%	25,7%	
BNA	2.309	2.150	3.176	3.614	2.983	2.608	3.136	3.508	3.847	4.249	7,0%
% var. Ventas	16,2%	-17,5%	34,7%	15,3%	-3,9%	-1,0%	6,5%	7,0%	7,0%	6,0%	
% var. BNA	-37,4%	-6,9%	47,7%	13,8%	-17,5%	-12,6%	20,2%	11,9%	9,7%	10,4%	

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

## Resumen de Balance de Situación

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI (19/28)
Inmovilizado Material	2.619	2.670	2.967	3.388	5.341	5.400	5.491	5.571	5.628	5.664	
Inmovilizado Inmaterial	14.033	13.395	14.225	16.339	20.274	21.271	21.698	22.462	23.217	23.966	
Existencias	2.959	2.846	3.369	4.465	4.550	4.261	4.126	4.415	4.724	5.007	
Clientes	996	910	977	1.180	1.151	1.162	1.238	1.324	1.417	1.502	
Tesorería	2.286	3.443	5.249	4.336	3.922	3.773	4.693	6.299	8.126	10.328	18,2%
Otros	4.255	4.742	4.281	4.233	6.129	6.068	6.462	6.914	7.398	7.842	
<b>Total Activo</b>	<b>27.148</b>	<b>28.005</b>	<b>31.068</b>	<b>33.941</b>	<b>41.367</b>	<b>41.935</b>	<b>43.708</b>	<b>46.986</b>	<b>50.511</b>	<b>54.310</b>	8,0%
Patrimonio Neto	10.439	12.035	13.736	14.783	16.010	16.927	18.490	20.261	22.240	24.516	10,0%
Deuda Financiera	5.098	5.592	5.417	6.642	12.426	11.402	10.556	9.734	8.923	8.097	5,3%
Acreedores	809	1.490	1.742	2.263	2.200	2.127	2.265	2.384	2.551	2.648	
Pasivo Corriente	7.337	5.245	6.983	6.243	6.431	6.934	7.660	9.684	11.681	13.707	
Otros	3.465	3.644	3.190	4.010	4.300	4.546	4.738	4.924	5.116	5.343	
<b>Total Pasivo</b>	<b>27.148</b>	<b>28.005</b>	<b>31.068</b>	<b>33.941</b>	<b>41.367</b>	<b>41.936</b>	<b>43.709</b>	<b>46.986</b>	<b>50.511</b>	<b>54.310</b>	8,0%

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	VR
EBIT	4.746	4.200	4.965	5.456	5.901	6.436	
- Impuestos	-1.187	-1.050	-1.241	-1.364	-1.475	-1.609	
= NOPAT (Benef. Operativo después Imp.)	3.560	3.150	3.724	4.092	4.426	4.827	
+ Amortizaciones	1.823	1.727	1.760	1.828	1.893	1.951	
- Inversiones en activos fijos	-7.298	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	
- Variación Capital Circulante	-119	204	198	-257	-235	-272	
<b>= Cash Flow Libre</b>	<b>-3.015</b>	<b>2.084</b>	<b>2.668</b>	<b>2.632</b>	<b>3.034</b>	<b>3.457</b>	<b>62.592</b>

WACC 7,0%

g 1,5%

## Matriz de Sensibilidad

WACC/g	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%	2,0%	
Valor Grupo (EV)	6,0%	394	416	440	468	499
- Deuda Neta	6,5%	345	363	383	404	428
- Minoritarios	7,0%	305	319	335	353	372
Valor Fondos Propios	7,5%	271	283	296	310	326
Nº acciones (M)	8,0%	241	252	263	274	287
<b>Precio Objetivo (€/acción)</b>	<b>8,5%</b>	<b>216</b>	<b>225</b>	<b>234</b>	<b>244</b>	<b>255</b>

**Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:**

Fecha	Recomendación	P. Objetivo	(€/acción)
06/02/2024	Vender	440	
02/05/2023	Neutral	650	
20/02/2023	Neutral	665	
14/10/2022	Neutral	565	
25/04/2022	Neutral	640	

**INFORMACIÓN IMPORTANTE.-**

▪ Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

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

▪ 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

▪ La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

▪ Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

**NOTAS DE COMPAÑÍAS**

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística&Ciberseguridad

Carlos Pellicer - Alimentación

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Pedro Ribeiro - Papel & Químicas

Tel.: 912759421

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

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

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